

DIMENTICANZE DELLE DURATE E TEMPI PER GLI INVESTIMENTI PIÙ EFFICIENTI

Abbiamo visto nella lezione precedente, la 444, la forte tendenza delle persone a giudicare la felicità avuta nella vita da parte di un'altra persona sulla base non di una valutazione di tutta la vita di questa persona nel suo complesso, ma tenendo conto soltanto di porzioni felici o infelici di quella vita. Questa strategia di valutazione conduce a giudicare più infelice di un'altra, la vita di una persona che in realtà ha avuto nel complesso un periodo maggiore di felicità, pur intervallato da brevi periodi di infelicità, soprattutto se questa infelicità ha contraddistinto le fasi finali della vita. Ho cercato di mostrare che questo meccanismo è analogo a quello con cui giudichiamo la "felicità" o la "infelicità" dei nostri investimenti. Un periodo recente e infelice, come l'inizio del 2022, può offuscare ai nostri occhi un periodo precedente di grande successo come quello che emerge se risaliamo non all'inizio dell'anno 2022 ma a un anno fa.

L'effetto dell'esperimento di Ed Diener discusso nella lezione 444 corrisponde alla differenza tra queste due descrizioni:

1. L'indice Nasdaq nell'ultimo anno è cresciuto del 23%.
2. L'indice Nasdaq nell'ultimo anno è cresciuto del 33% ma nell'ultimo mese è sceso del 10%.

Entrambe le frasi, la 1) e la 2), descrivono lo stesso mondo, quello che è successo da fine gennaio 2021 a fine gennaio 2022. Immaginate però due investitori: uno sa solo quanto viene affermato in 1) perché guarda raramente l'andamento dei mercati, l'altro invece li segue più spesso e sa che l'indice era salito del 33% per poi perdere il 10%. Quale sarà più felice? Le persone sono inclini a indicare il primo dei due perché per solito vale l'effetto della "dimenticanza delle durate" di cui abbiamo parlato a lungo nella lezione 444.

Si tratta di un modo di comportarsi comprensibile e plausibile di cui non vogliamo qui valutare la razionalità e la sensatezza. Quel che è certo è il fatto che conduce a esiti paradossali nel campo degli investimenti. Prendete per esempio un fondo che si presenta "a basso rischio", cioè nel gergo della finanza poco "volatile".

Questa sembra una promessa di sicurezza, una sicurezza stabile e continua che si rinnova mese dopo mese: vi sentite al sicuro, non correte rischi. Se teniamo presente la tendenza a trascurare le durate, scopriamo che sulle brevi durate – importanti per l'investitore perché non bada a quelle lunghe dato che non ci pensa – il fondo non dà mai delusioni. Ma, a forza di non dare delusioni, alla fine di tutti i segmenti di durate, una volta che li avete sommati l'uno con l'altro, il complesso si rivelerà molto deludente. Infatti il totale dei singoli segmenti di sicurezza, uno dopo l'altro, finisce per creare una situazione assai pericolosa nel senso che il fondo ha reso molto di meno di un indice magari più volatile come il Nasdaq, indice che però andando indietro di 1, 2, 3, 5 ..., anni ha reso non un po' di più ma molto di più. Dopo un solo anno o due con questo indice sareste stati sempre in posizione migliore. Insomma: rischio temporaneo, cioè su durate brevi, molto basso, pericolo finale molto alto di impoverirsi.

Prendere per sicuro, tranquillizzante, quello che si trasforma in pericoloso, scambiare la certezza a breve con l'incertezza apparentemente poco produttiva a lungo termine, è una delle tante manifestazioni dell'effetto della dimenticanza delle durate. Purtroppo l'evoluzione ci ha costruito così: per troppo tempo gli intervalli brevi, in una vita breve e ciclica, era gli unici rilevanti.

Domandiamoci ora per approfondire il problema: ci sono situazioni in cui una persona, per valutare la felicità di uno stato di cose, al limite della sua vita, non è vittima della trappola delle durate brevi e si accinge invece fare una valutazione complessiva? E' triste dirlo, ma questo atteggiamento risulta spontaneo solo quando si sa di non avere più un futuro o comunque si crede di non averlo più. Ecco che allora prende in considerazione tutto il proprio passato per distinguere successi da insuccessi, periodi di felicità da periodi di infelicità. Si potrà così fare una valutazione più o meno esplicita sottraendo la durata dei primi, gli intervalli di felicità, dal totale del tempo trascorso.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

In due delle più grandi storie dei tempi moderni, “Il Gattopardo” di Giuseppe Tomasi di Lampedusa e “Cent’anni di solitudine” di Gabriel Garcia Marquez, i protagonisti, pensando alla morte, praticano una sorta di sottrazione mentale per cercare di trovare i momenti della vita in cui sono stati felici, isolandoli ed eliminando tutto il resto.

Ecco il Gattopardo, il Principe di Salina:

“Faceva il bilancio consuntivo della sua vita, voleva raggranellare fuori dall’immenso mucchio di cenere delle passività le pagliuzze d’oro dei momenti felici. Eccoli: due settimane prima del suo matrimonio, sei settimane dopo ... molte ore in osservatorio, assorto nell’astrazione dei calcoli e nell’inseguimento dell’irraggiungibile. Ma queste ore potevano davvero essere collocate nell’attivo della vita? Non erano forse un’elargizione anticipata delle beatitudini mortuarie? Non importava, c’erano state ... nell’ombra si provò a contare per quanto tempo avesse in realtà vissuto: tre mesi, venti giorni, un totale di sei mesi, sei per otto ... E i dolori, la noia, quanti erano stati? Inutile sforzarsi a contare: tutto il resto: settant’anni (pp. 294-296, Tomasi di Lampedusa, Il Gattopardo, 1958, Feltrinelli).

Ecco Aureliano Buendia di Cent’anni di solitudine, il colonnello Aureliano Buendia:

Quella notte interminabile, mentre il colonnello Gerineldo Marquez rievocava i suoi pomeriggi morti nella stanza da cucito di Amaranta, il colonnello Aureliano Buendia grattò per molte ore, cercando di romperlo, il duro guscio della sua solitudine. Gli unici istanti felici, dal pomeriggio remoto in cui suo padre l’aveva portato a conoscere il ghiaccio, li aveva trascorsi nel laboratorio di oreficeria, dove passava il tempo a montare pesciolini d’oro. Aveva dovuto scatenare trentadue guerre, e aveva dovuto violare tutti i suoi patti con la morte e rotolarsi come un maiale nel letamaio della gloria, per scoprire con quasi quarant’anni di ritardo i privilegi della semplicità (p. 149, Cent’anni di solitudine, Edizione Oscar Mondadori, 2017).

Solo in queste situazioni rare e improbabili siamo inclini a superare la concentrazione su durate corte per valutare tutto il complesso della nostra vita passata. Si tratta, ovviamente, di situazioni rare e problematiche. Ma il grande vantaggio di un investitore e, soprattutto di un consulente che segue quel risparmiatore, è il fatto che in realtà segue non una bensì due entità: una persona e il suo portafoglio. Non sono la stessa cosa, anzi vanno tenuti separati in modo che i vincoli dell’una non danneggino l’altro. Si dovrà quindi spostare la valutazione su durate lunghe in relazione all’andamento del portafoglio mostrando al cliente, che continuerà a ragionare e a emozionarsi nei soliti modi, gli effetti di questa scissione. Invece di pretendere di cambiare la testa del suo cliente, impresa ardua, il consulente si limiterà a spostare l’attenzione del cliente verso un esame condotto su archi temporali ampi mostrandone gli effetti cumulati positivi sul portafoglio. Non è facile, ma non è neppure impossibile. Certo alcune rappresentazioni del passare del tempo giovano più di altre. Mi spiegherò con un esempio.

Il più importante quotidiano di economia pubblicato in Italia, nel supplemento di sabato 5 febbraio, ha dedicato le pagine 4 e 5 a: “Cover story” della settimana. L’ampia analisi si avvale di una tabella con il rendimento percentuale total return dell’indice S&P500 in base ai giorni di investimento (da un giorno a trent’anni) dal 1928 al 2021.

Riassumo qui gli aspetti salienti per la nostra analisi:

Si parte da:

1 giorno:

Perdita massima: -20%, guadagno massimo: 17% con una mediana positiva di 0,1.

Poi si continua ampliando la durata e indicando le relative perdite e guadagni massimo e la mediana.

Ecco:

5 giorni:

Perdita massima: -28%, guadagno massimo: 26% con una mediana positiva di 0,4.

10 giorni:

Perdita massima: -33%, guadagno massimo: 37% con una mediana positiva di 0,7.

1 mese:

Perdita massima: -43%, guadagno massimo: 68% con una mediana positiva di 1,3.

6 mesi:

Perdita massima: -54%, guadagno massimo: 98% con una mediana positiva di 7.

1 anno:

Perdita massima: -71%, guadagno massimo: 171% con una mediana positiva di 13.

3 anni:

Perdita massima: -84%, guadagno massimo: 170% con una mediana positiva di 38.

5 anni:

Perdita massima: -73%, guadagno massimo: 313% con una mediana positiva di 72.

10 anni:

Perdita massima: -56%, guadagno massimo: 669% con una mediana positiva di 164.

15 anni:

Perdita massima: -35%, guadagno massimo: 1410% con una mediana positiva di 353.

20 anni:

Perdita massima: -9%, guadagno massimo: 2847% con una mediana positiva di 742.

30 anni:

Guadagno minimo 559%, guadagno massimo: 5971% con una mediana positiva di 559.

Questo schema, perfetto nei dati e sintetico, può indurre però a rappresentazioni dell’andamento dei risparmi investiti tutti sullo S&P 500, rappresentazioni del tutto fuorvianti e ingannevoli. Questo è un punto cruciale. Nella mia ormai trentennale esperienza con consulenti e clienti sono incappato spesso in questo fraintendimento.

La lettura della tabella infatti può indurre a credere che ci voglia un periodo di trent'anni per essere sicuri di non perdere mai con un investimento di tale natura. Ma in realtà le cose non stanno così. Starebbero così se ogni volta, giorno dopo giorno, voi ripartiste da zero. Ma le persone non ripartono da zero. Cominciano a risparmiare a una certa età, poco o tanto che sia non importa, e il loro investimento lentamente cresce oppure sta quasi fermo quando, magari anche per periodi lunghi, non riescono a risparmiare nulla. Quindi in ogni momento hanno alle loro spalle il risparmio fatto a suo tempo, le prestazioni cumulate del loro investimento, e il risultato finale dopo alti e bassi. Poniamo, per esempio, riprendendo il ragionamento precedente, che una persona abbia investito 100 nello S&P 500 all'inizio del 2021. Questo investimento è cresciuto del 31% da allora al 5 febbraio 2021. E' vero che a un certo punto nel corso del 2022, prima del 5 febbraio, aveva perso ben il 10% rispetto all'inizio del 2022. E tuttavia l'investitore sedeva su un cuscinetto generato dalla precedente crescita di più del 30%, cuscinetto che ha ammortizzato e assorbito la perdita. Insomma, dopo 14 mesi, non era mai andato in perdita assoluta, solo relativa. Se andate all'indietro e aggiungete a questo ragionamento 2, 3, 5 anni esso si rafforza sempre più nel senso che il cuscinetto per assorbire le perdite diventa sempre più grande fino a diventare un super-cuscino in grado di assorbire e attutire super-perdite. Dopo 10 anni ha superato di gran lunga il 200% e quindi la perdita dello S&P500 di inizio anno è ben poca cosa: meno del 5% della prestazione totale.

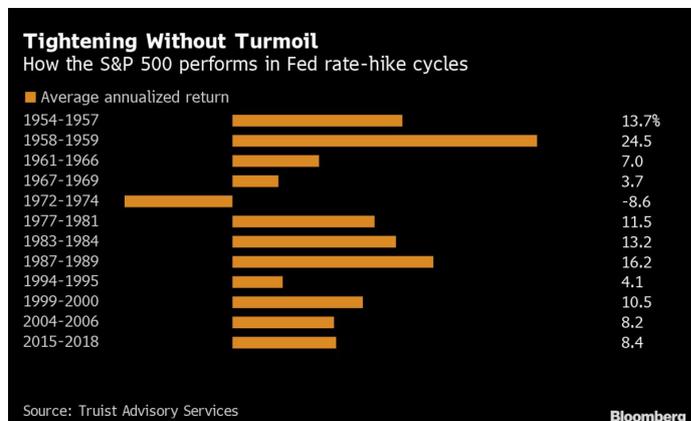
In conclusione quasi sempre non occorre aspettare trent'anni per essere certi che navigheremo nella zona di sicurezza, priva di perdite. Bastano infatti 5 anni per disporre di un discreto cuscinetto ammortizzante e 10 anni per raggiungere un livello di assorbimento delle perdite che ci lascerà sempre in zona positiva almeno se esaminate le cose nell'ambito di quello che è successo a partire dal secondo dopo-guerra.

Quando valutate i vostri investimenti dovete non dimenticare mai di sottrarre il totale degli insuccessi dal totale dei successi, che è molto più ampio come si vede dall'andamento positivo dei valori della mediana sopra indicati e dalla progressivamente sempre più grande differenza tra guadagni e perdite, via via che passa il tempo.

Quindi la tabella è giusta, statisticamente impeccabile. E tuttavia è importante leggerla in modo realistico, con gli effetti del flusso nel tempo e non concentrarsi focalizzandosi su frazioni temporali separate, come si ripartissimo ogni volta da zero. Ancora una volta vale la lezione di Daniel Kahneman, utile a evitare di auto-ingannarci cadendo vittime dell'"illusione di focalizzazione". Nella traduzione in italiano del testo ormai classico di Kahneman (Pensieri lenti e veloci: titolo in realtà errato in quanto la sequenza originaria funziona al contrario: prima fast e poi slow), questa forma di auto-inganno viene descritta con una sola frase (p. 445):

"A pensarci bene, niente, nella vita è importante come pensiamo che sia" (per la verità nell'originale inglese suona meglio: "Nothing in life is as important as you think it is when you are thinking about it", e cioè: "Nulla in vita è tanto importante come tu pensi che lo sia quando ci pensi su", p. 402).

Nel nostro caso se pensiamo che sia importante non subire mai perdite possiamo fare l'errore che abbiamo sopra descritto e che ci fa temere più del dovuto i mercati azionari, in particolare lo S&P 500.



Per solito in concomitanza ai cicli di rialzi dei tassi da parte della Fed l'indice S&P 500 non ne ha a soffrire. Finora è avvenuto una sola volta nel 1972-4. Fonte: Bloomberg modificata.



La tabella precedente va presa con la dovuta cautela perché soltanto nel 1999 la Fed ha alzato i tassi con un PE dello S&P 500 più alto di quello attuale. Eppure quella volta la borsa non ne ebbe a soffrire (cfr. tabella precedente). Fonte: Bloomberg modificata.

REPORTS SPIVA U.S. Scorecard

Report 1: Percentage of U.S. Equity Funds Outperformed by Benchmarks						
FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	1-YEAR (%)	3-YEAR (%)	5-YEAR (%)	10-YEAR (%)	15-YEAR (%)
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	63.43	83.40	86.72	86.65	83.74
All Large-Cap Funds	S&P 500	63.08	80.56	84.23	89.51	92.33
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	44.41	86.34	85.06	96.48	94.81
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	47.70	88.83	91.17	95.71	95.73

Un'altra prova del fenomeno della "dimenticanza delle durate" emerge se si esamina la fondatezza della speranza da parte del gestore di un fondo di battere l'indice: più tempo passa e più diventa difficile. Meno tempo = più speranza, meno tempo = più facilità. Questa tabella è complementare al tema della sottrazione delle scelte che ho trattato nelle lezioni precedenti. Fonte: Bloomberg modificata.

La morale di questa lezione risale alla canzone resa famosa dal film Casablanca che torna a girare in TV e in rete dopo il restauro:

You must remember this

Devi ricordare questo

A kiss is just a kiss

Un bacio è ancora un bacio

A sigh is just a sigh

Un sospiro è ancora un sospiro

The fundamental things apply

Le cose fondamentali rimangono

As time goes by

Con il passare del tempo

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.