

# PROCEDERE PER SOTTRAZIONI E LA PIRAMIDE RISCHIO/RENDIMENTO NEGLI INVESTIMENTI

Di fronte a periodi di turbolenza come quelli di fine anno è forse opportuno chiedersi con quale approccio va esaminato il cumularsi dei nostri risparmi e dei conseguenti investimenti.

Spesso si fa riferimento all'improduttività della scelta consistente nell'aver più di 1.800 miliardi liquidi e altrettanti semi-liquidi, investiti cioè in strumenti a breve in periodi di tassi bassi e di crescente inflazione. Curioso comportamento. Anche perché questa scelta si accompagna a tenere molti risparmi congelati in immobili che non sono quotati su un mercato e che sono difficili da trasformare facilmente in liquidi. Forse nella testa di molte persone queste due scelte antitetiche si compensano? Difficile dirlo. Forse sono semplicemente il risultato di scelte successive, stratificazioni nel tempo, il risultato di una logica additiva: questo, e dopo questo, e dopo questo, e così via. In tal caso in situazioni di forte turbolenza e incertezza come quelle attuali si sceglie di non scegliere e si tiene liquidità parcheggiata in banca. Comunque domandiamoci: perché questo comportamento è diffuso? Credo che per capirlo possa essere illuminante rovesciare il modo abituale di vedere le cose. Chiamo questo modo abituale e assi intuitivo "crescita per addizioni successive". In pratica una persona inizia a risparmiare e a investire con un processo accrescitivo che tende ad aggiungere risorse per diventare, o più spesso credere di diventare, sempre meno vulnerabile.

Sceglie gli investimenti che crede più efficienti alla luce degli investimenti precedenti ma questo comporta spesso un effetto di "path dependency", cioè si continua per una certa via proprio perché quel sentiero era stato imboccato in precedenza. Una volta scartate le alternative queste non vengono più prese in considerazione in seguito.

Così è sempre stato in un mondo semplice, con poche possibilità, dove avere più risorse materiali ci rendeva meno vulnerabili. Ma oggi le cose stanno ancora così?

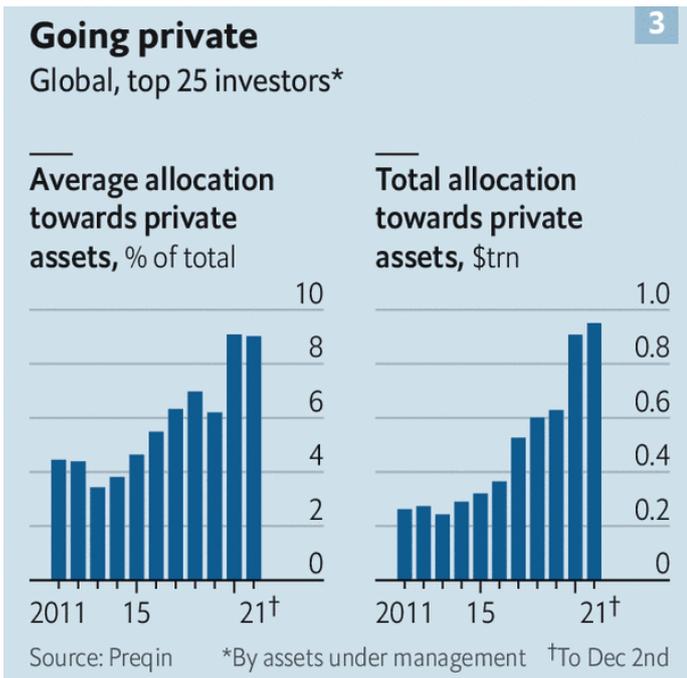
Proviamo a esaminare i trend recenti nel campo delle scelte di investimento con un metodo sottrattivo e usiamo come criterio il rapporto rischio/rendimento dove a meno sicurezza, oggettiva o soggettiva, corrisponde più rendimento. Che il rischio sia oggettivo oppure soltanto soggettivo è molto importante data la tendenza nota a preoccuparsi per pericoli che non sono tali. E tuttavia ora non approfondiamo qui questo problema di cui ho parlato più volte. Ovviamente è un problema cruciale e quindi se non lo si padroneggia è molto meglio affidarsi a un consulente esperto e non in conflitto di interessi.

Il nostro problema, qui e ora, consiste nell'esaminare quello che succede senza domandarsi se sia o non sia razionale o efficace.

Partiamo dal vertice della piramide del rischio-rendimento. Se andiamo in cerca del massimo del rischio abbinato massimo possibile di rendimenti, troviamo i private-equity (PE) e cioè gli investimenti in beni non quotati sui mercati.



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



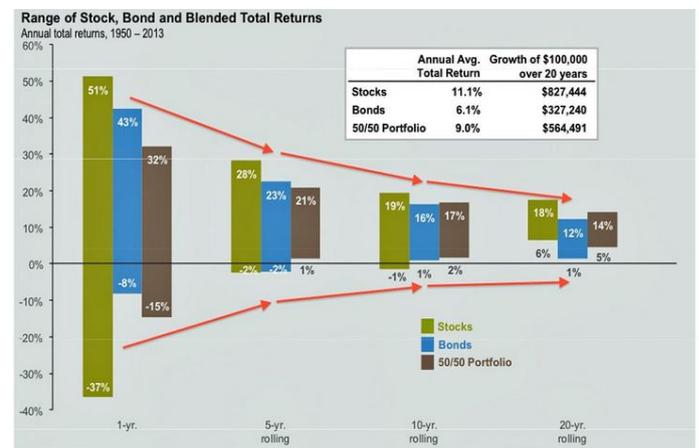
Allocazione media da parte dei private-equity (PE) dal 2011 al 2021. E' stato calcolato che i 25 più grandi investitori per asset a livello globale, includendo anche i fondi pensione, le assicurazioni e i fondi sovrani, attualmente detengono il 9% dei loro asset in PE mentre questa percentuale era circa la metà ancora cinque anni fa. Questo incremento è attribuibile alla ricerca di rendimenti più alti rispetto a quelli ottenibili sui mercati quotati grazie al premio di illiquidità reso necessario dal fatto che questi beni non sono quotati su un mercato e quindi facilmente liquidabili. Fonte: Economist modificata.

Nel corso del 2021, le società private-equity (PE) hanno globalmente firmato circa 1.300 accordi, per un totale che è il doppio del 2011 come si vede in figura. Si tratta di beni illiquidi e che quindi rendono di più grazie a una sorta di premio dovuto alla loro "illiquidità" o, meglio, alla meno facile liquidabilità. In effetti si calcola che i PE nel corso del 2021 abbiano avuto rendimenti più alti delle azioni del Nord America che hanno reso in euro, a 1-5-10 anni, rispettivamente il 35%, il 14% e il 15% (al 18.12.21). Nel 2021 i PE hanno comprato o cercato di comprare di tutto: l'aeroporto di Sidney, una compagnia telefonica italiana, un oleodotto arabo, la lega di calcio francese, squadre sportive italiane, e così via. In molti casi i PE sono una strada considerata obbligata da alcuni investitori. Per esempio, i più importanti fondi pensione per onorare i loro impegni futuri hanno bisogno di ottenere dai loro investimenti rendimenti dell'ordine del 6-7% annuo. Quindi i PE vengono affiancati ai mercati azionari quotati, così come fanno molti fondi sovrani. Ovviamente detenere molti beni non quotati implica un rischio di liquidità, che peraltro si riduce nel tempo perché con il passare del tempo diventa più facile vendere questi beni. Essi sono rischiosi dato che non è sempre detto che mantengano il loro valore anche perché la forte concorrenza tra le varie società di PE ne ha fatto aumentare il valore. Attualmente il "dry power", e cioè l'ammontare di soldi affidati ai fondi PE non ancora spesi, ha raggiunto la cifra record di 3.3 trilioni di dollari statunitensi.

Ora se sottraete ai rendimenti dei PE il rischio di illiquidità avete meno rischio (e meno rendimento) e vi trovate un gradino più sotto a livello dei rendimenti dei mercati azionari. Anche questi sono caratterizzati da incertezza dovuta all'oscillare del loro valore e quindi godono di un "premio al rischio" rispetto a forme di investimento considerate meno rischiose. Il termine non è felice. Sarebbe stato forse meglio chiamarlo "premio all'incertezza" invece che risk premium (premio al rischio). Dobbiamo infatti tenere presente la differenza tra incertezza, che fa paura e non è calcolabile, e rischio, che fa meno paura essendo calcolabile. Nei mercati azionari sui tempi lunghi quello che sui brevi è incertezza diventa rischio e permette di calcolare per l'appunto il premio al rischio. In effetti se guardate la figura qui sotto indicata noterete che la percentuale di extra-rendimento delle azioni sulle obbligazioni, considerate più sicure perché dall'andamento meno incerto e quindi su un gradino ancora più sotto, su un arco di un decennio si stabilizza ed è circa del 4%. Sul breve, però, oscilla molto perché l'incertezza non si è ancora trasformata in rischio.

Ora, se passate dal rendimento del reddito fisso a quello degli immobili, avete una ulteriore sottrazione di presunto rischio. Purtroppo, a fronte di questa presunta assenza di rischio, gli immobili negli ultimi dieci anni non hanno reso nulla dato che, a differenza dei mercati appena citati, si tratta di un mercato locale, cioè quasi esclusivamente italiano, e l'Italia nel frattempo è purtroppo diventata nel suo complesso un paese più povero e con sempre meno figli.

Infine, a un gradino ancora più basso nella sottrazione del rischio/rendimento, trovate la liquidità detenuta sui conti correnti o impiegate a brevissimo termine. Questa non riesce a compensare l'erosione di valore dovuta all'inflazione e quindi non solo la liquidità non rende nulla ma, se calcolata a prezzi reali, perde di valore. Quello che è ritenuto il massimo della sicurezza, e cioè la non scelta e il parcheggio "in sicurezza", finisce per far perdere inesorabilmente soldi. Ma questa è anche la spiegazione psicologica del perché la liquidità si cumula in tempi di incertezza.



Sources: Barclays Capital, FactSet, Robert Shiller, Strategas/Ibbotson, Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Returns shown are based on calendar year returns from 1950 to 2013. Growth of \$100,000 is based on annual average total returns from 1950-2013. Guide to the Markets - U.S. Data are as of 10/31/14.



Le oscillazioni di valore di obbligazioni e di azioni a breve termine e a lungo termine. Su tempi corti c'è molta incertezza mentre questa, col passare del tempo, si trasforma in rischio perché diventa calcolabile e prevedibile, ma solo a breve termine. Fonte: J.P. Morgan modificata.

Questa logica “sottrattiva” mostra che il segreto negli investimenti consiste nello scegliere inizialmente la allocazione più conveniente sui tempi lunghi tra varie possibilità. In seguito, evitate di fare troppe scelte perché, quante più ne fate, tanto più è probabile incappare in errori. La sottrazione massima delle scelte consiste nell’investire, poco alla volta in funzione delle nostre possibilità. I risparmi si traducono in investimenti collocandoli su tutti i mercati azionari in proporzione alla importanza nel mondo economico finanziario globale delle economie corrispondenti. Oggi è semplice farlo. Basta un indice che corrisponde al valore di tutte le borse e che quindi permette una diversificazione totale e un rischio modesto perché salite e discese si compensano e, alla lunga, il tutto aumenta sempre di valore sui tempi lunghi. Se acquistate l’indice che è scelto dalla maggioranza degli investitori nel mondo, potrete incrementare la vostra riserva ogni mese con quel poco o tanto che siete riusciti a mettere da parte. Il punto cruciale è che dovete inizialmente fare un confronto per individuare la scelta più conveniente. Questa va fatta una sola volta, senza poi prestare attenzione affannosamente a quello che via via succede sui mercati per evitare di accorgervi che per un certo periodo, talvolta anche troppo lungo per chi non è esperto, il totale del vostro gruzzolo è diminuito. Ai più è necessario un consulente che faccia loro coraggio.

La scelta degli investimenti viene fatta valutando tre dati:

- Quanto renderà la mia scelta?
- Se sottraggo dalla mia scelta quelle a cui ho rinunciato, ottengo un rendimento positivo?
- Questa sottrazione mi darà un valore positivo anche in futuro?

Certo, una volta presa la decisione iniziale, non poter controllare come vanno i vostri risparmi può sembrare una scelta eroica, e in fondo lo è: li avete raccolto tutti i vostri soldi, accumulati magari con sacrifici e rinunce, e non è facile fare finta che non vi importi l’incremento o il decremento di valore. Se siete preoccupati, o se comunque desiderate seguire spesso come vanno i vostri risparmi, basta che li consideriate come se fossero la vostra ombra. In rete o sui media potete rendervi conto in ogni momento della vita, giorno e notte, come sta andando l’indice delle borse mondiali. Potete guardare, ma non toccare mai il vostro gruzzolo: restate saldi sulla vostra scelta iniziale. Proprio come capita con la vostra ombra, che vi segue sempre ma che non potete mai afferrare o modificare. L’ombra potete vederla ma non toccarla e, nel caso dei soldi messi da parte, sforzatevi a fare lo stesso. Le ombre diventano sempre più lunghe via via che passa il tempo e che il sole cala. Invece il sole dei vostri investimenti sorgerà sempre a patto che vi limitiate ad aspettare.

Certo che, messa in questi termini, sembra quasi una questione di fede, e fidarsi troppo non è mai una buona cosa. Potete allora studiare. La maggioranza delle persone, però, trova questa materia molto noiosa e allora consiglio loro di attenersi fedelmente al principio della sottrazione delle scelte, cioè al principio dell’ombra. All’opposto, l’errore fatale consiste nell’illudersi convincendosi di sapere quel che in realtà non si sa: le cose purtroppo non funzionano come crede il senso comune, anche se questo è il principio più adottato dagli italiani nel gestire i loro risparmi. Purtroppo la buona pratica della sottrazione è anti-intuitiva trattandosi di un mondo che funziona alla rovescia: quello che vi sembra pericoloso col tempo diventa sempre meno rischioso perché l’incertezza si trasforma in rischio calcolabile. Questo è il motivo fondamentale per cui non bisogna operare con il “fai da te” o avendo orecchiato qualcosa da amici o in rete. Se non volete o potete studiare molto è meglio andare da un consulente che non sia in conflitto di interesse, beninteso. In sintesi questo è il caso tipico, forse il più rilevante in campo economico, del meccanismo tale per cui “meno” diventa “più” anche se, ancora una volta, questo principio può a prima vista sembrare paradossale o, comunque, contrario al senso comune e forse anche al buonsenso. Al contrario vale in molti altri campi oltre alla scelta degli investimenti, basata sulla coppia “meno incertezza”/“più rendimento”, e credo che tornerò in futuro sulla logica della sottrazione.

#### 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](http://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.