

# L'IMPORTANZA DEL RUOLO DEL CONSULENTE ALLA FINE DEL DODICENNIO FAVOLOSO

Mi ha molto colpito quello che ha detto il 21 aprile 2022 Petteri Taalas, Segretario generale della Organizzazione meteorologica mondiale, in occasione della Giornata della Terra: "Le previsioni del tempo per i prossimi dieci anni non sono affatto buone". Lo stesso possiamo dire per gli investimenti. A differenza del deterioramento del clima, tuttavia, veniamo da un decennio d'oro per i mercati azionari, un dodicennio irripetibile soprattutto per i mercati guida, cioè quelli americani (S&P500 e Nasdaq). Ragion per cui l'impatto sarà duro e doloroso, anche se le conseguenze saranno meno gravi di quelle di Taalas per la Terra dove il riscaldamento globale sta viaggiando verso un innalzamento medio tra i 2 e i 3 gradi: dovrebbe essere la metà al massimo.

L'analogia col tempo tiene solo per il fatto che noi non sappiamo che tempo farà tra una settimana, e ancor meno tra un mese, né tanto come saranno i mercati tra un anno, ma sappiamo per certo che le azioni USA saranno state il miglior investimento alla fine del prossimo decennio, così come lo sapevamo all'inizio di un decennio fa e di due decenni fa. La forma di investimento migliore sui tempi lunghi, però mai più favolosa, almeno nella vita delle persone anziane come me, quale si è rivelata nel corso dell'ultimo dodicennio glorioso. Quindi dobbiamo abituarci a imparare che è bene preoccuparsi non di quello che avviene a breve, imprevedibile, ma di quello che avviene a lungo termine, prevedibile e quindi "scientifico".

Proprio a questo proposito nell'Alpha e il Beta del 19 aprile 2022 Carlo Benetti ricorda le profetiche parole di Robert Lucas quando scriveva che "ciò che non avremo mai è un set di modelli che prevedano i cali improvvisi nel valore degli asset finanziari, ad esempio il crollo che fece seguito al fallimento della Lehman Brothers". Lucas è un professore esperto dei rapporti tra scienze cognitive ed economia e fin dagli anni Settanta sosteneva che un modello macroeconomico dovesse contenere fondamenti di micro, cioè legati ai comportamenti degli agenti. L'economista premio Nobel difendeva l'ipotesi dei Mercati Efficienti: il fallimento della Lehman Brothers di un anno prima "era una conferma della sua validità, dopotutto il prezzo aveva incorporato tutte le informazioni disponibili fino al tracollo".

Benetti conclude che "l'accresciuta rilevanza della statistica ha reso l'attività di gestione contesa tra l'ambito della scienza e quello dell'arte: è aperta la disputa se ai fini del successo sia più rilevante l'apparato scientifico o l'estro delle intuizioni. L'ipotesi dei Mercati Efficienti esclude la possibilità di battere il mercato e il grande Jack Bogle, pioniere delle strategie indicizzate, non aveva dubbi, l'asset management è soprattutto scienza, altro che intuizioni del gestore attivo, non perdere tempo a cercare l'ago nel pagliaio "comprati tutto il pagliaio".

È interessante ricordare il ruolo fondamentale del tempo: così come il passare del tempo trasforma l'incertezza, che è un meno per gli investitori, in un più, cioè nel rischio misurabile, allo stesso modo il passare del tempo trasforma quella che un'arte, basata sull'intuito, in una scienza, cioè in valori replicabile sui tempi lunghi. Anche da questo punto di vista l'ultimo decennio ci ha abituato male: sia il decennio che il lustro sono sempre stati in ascesa, e persino l'anno, cioè un periodo corto, ha visto in questo periodo performance sempre in rialzo. Se invece dal dodicennio appena trascorso allarghiamo lo sguardo al periodo dal 1926 al 2016 ecco quello che ci offre lo S&P 500 nella proporzione percentuale tra i periodi di diversa lunghezza che si sono rivelati positivi oppure negativi:

**Un giorno:** 54% positivo vs. 46% negativo: imprevedibilità totale.

**Un semestre:** 74% positivo vs. 26% negativo = tre volte buone su quattro!

**Un anno:** 80% vs. 20% = quattro anni favorevoli su cinque!

**Cinque anni:** 88% vs. 12% = quasi nove lustri positivi su dieci: consolante.

**Un decennio:** 94% vs. 6% = quasi il 100% della probabilità di avere un decennio positivo ma non la sicurezza: pensate ai fatidici anni Trenta.

**Un ventennio** = la sicurezza assoluta, tutti i ventenni sono risultati alla fine positivi ma c'è voluta molta pazienza perché lo S&P500 producesse con certezza totale un rendimento positivo.



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

L'esame di questa tabella mostra ancora una volta la compressione dei tempi che si è avuta a partire dal marzo 2009: quello che una volta si otteneva in un decennio lo si è avuto ogni anno. Ecco perché dico che gli investitori più giovani, in assenza di un consulente preparato, sono stati viziati e i meno accorti e preparati avranno un risveglio amaro ora che la politica delle banche centrali è mutata ed è ricomparsa l'inflazione (che ridurrà l'enorme debito pubblico e privato, mai così alto rispetto ai PIL). Un'altra conseguenza del dodicennio favoloso è che tutti i fondi prudenti, quelli obbligazionari e i multi-asset con basso profilo di rischio, si sono rivelati meno rischiosi dell'indice S&P 500 su periodi di tempo molto corti. In effetti, appena superato il biennio, si sono rivelati pericolosi perché non hanno sfruttato l'incremento eccezionale dell'indice azionario: meno rischio apparente = più pericolo reale. Se poi un investitore avesse iniziato a investire nello S&P500 all'inizio del periodo d'oro, passati soli due anni avrebbe creato un cuscinetto di sicurezza tale che il profilo di rischio basso, legato a profili di investimento "prudenti", si sarebbe rivelato pericolosissimo. In altre parole quella arte della scelta dell'ago nel pagliaio avrebbe dovuto soccombere ben presto all'andamento di tutto il pagliaio. E arriviamo qui all'ipotesi dei mercati efficienti di cui ci ha parlato Benetti. Essa può venire intesa in forme diverse: solo la forma debole è quella affidabile e più "scientifica".



I gradi dell'ipotesi dei Mercati Efficienti: debole (serie storiche di prezzi e rendimenti), semi-forte (disponibili tutte le informazioni pubbliche), forte (tutte le informazioni pubbliche, semi-pubbliche: ristrette cioè a un gruppo di operatori o agenti, private: al limite anche la soffiata avuta da un singolo agente). Ringrazio Carlo Benetti per avermi fatto avere questa figura che è riportata anche nella sua lezione del 19-4-22.

Il problema delle previsioni e della nostra certezza nei confronti della validità delle previsioni in psicologia viene affrontato sotto forma del rapporto tra la cognizione e la meta-cognizione. A questo proposito è interessante la storia del colonnello Petrov di cui vi ho già parlato nella lezione 450 e che è stata ripresa da Carlo Benetti. Qui mi limito a riassumerla brevemente per non costringervi a tornare alla lezione 450 (dove c'è un commento più esteso).

Il colonnello Petrov era responsabile del monitoraggio dei satelliti sovietici. Una mattina del settembre 1983 gli schermi segnalavano cinque missili USA diretti verso l'URSS. Petrov avrebbe dovuto immediatamente riferire l'attacco ai suoi superiori e si trovò di fronte a un dilemma terribile ma decise che il segnale sullo schermo proveniente dai satelliti probabilmente dipendeva da un'interferenza. Il colonnello e i suoi attesero venti minuti, venti minuti terribili alla fine dei quali non successe nulla. Fecero bene ad aspettare perché i controlli successivi mostrarono che i satelliti avevano scambiato i raggi del sole riverberati dalle nubi per missili solcanti gli strati superiori dell'atmosfera. Nel caso dell'incidente nucleare fortunatamente evitato, il cervello di Petrov aveva costruito un modello del mondo basato su quello che gli apparecchi e gli organi di senso gli avevano trasmesso. Contemporaneamente, però, Petrov disponeva di un secondo modello mentale di livello più alto, e cioè la rappresentazione di se stesso con quel modello in testa: di qui il termine meta-cognizione. Questo meta-livello metteva in dubbio la capacità del primo modello di descrivere con certezza la presenza di missili.

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

Il passare del tempo nella lotta tra Arte e Scienza di cui ci parla Benetti e di cui alla mia tabella precedente: via via che passa il tempo l'indice S&P500 ha sempre più spesso rendimenti positivi per il periodo considerato. Analogamente, negli ultimi 15 anni, mentre alcuni gestori sull'arco di un anno battevano l'indice, sempre meno riuscivano a farlo via via che il periodo preso in considerazione si allungava. E si tenga presente che non erano sempre gli stessi gestori! Fonte SPIVA modificato. <https://www.spiglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/>

Possiamo concepire il nostro procedere nel mondo come un susseguirsi di congetture che noi formuliamo mettendo insieme i quadri della realtà che ci giungono da tatto, olfatto, gusto, vista e udito. A un secondo livello decidiamo se fidarci oppure no di quelle congetture. In termini statistici possiamo dire che, alla luce di nuovi dati, rivediamo via via ipotesi sulla correttezza dei nostri modelli.

Di questi intrecci complicati tra cognizioni e meta-cognizioni nostre e altrui si occupa il libro di Fleming. Avvincente come un giallo, o quasi.

Questo libro di Fleming è una grande lezione per i risparmiatori che credono di poter fare a meno di un consulente e non sono mai assaliti da dubbi né su come va il mondo né su quanto devono mettere in dubbio le loro certezze. Molti di costoro hanno perso l'occasione d'oro che si è presentata, probabilmente a loro insaputa, durante il dodicennio favoloso e, di conseguenza, non si sono neppure accorti di quanto sarebbe stato meglio dubitare della capacità di fare da sé, senza consultarsi con un esperto.

Ma forse una lettura attenta delle mie lezioni GAM (o dei miei libri in cui le ho riassunte) sarebbe stata sufficiente, senza tanti libri lunghi e complessi.

**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](https://www.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.