

# RAGIONARE PER DECENNI FUNZIONA MEGLIO CHE PER SINGOLI ANNI

La scorsa lezione ho augurato buon 2020, ma io consiglio di funzionare per decenni, almeno nel campo degli investimenti. E dopo il decennio 2009-2019 è probabile che il 2020-2029 sia un periodo meno soddisfacente. Nella figura qui sotto si vede, ancora una volta, che, per lunghi intervalli temporali, un portafoglio USA composto con 40% di reddito fisso e 60% di azioni è quasi sempre piuttosto sopra o sotto il rendimento medio dell'8%. Mai si è avuto un decennio negativo, ma alcuni periodi sono stati fiacchi. Gli esperti ritengono che il prossimo sarà un decennio meno soddisfacente di quello che ci siamo lasciati alle spalle. E non dimentichiamo che sempre più le borse mondiali, in epoca di globalizzazione, sono correlate tra loro e ancorate alla borsa USA.

Exhibit 9: ...which means that 60/40 equity/bond portfolio returns over the next 10 years may near century lows



Source: NBER, Jorjō Schularick Taylor Macrohistory Database, Bloomberg, Morgan Stanley Research, Note: Dotted line based on our long term expected return estimates.

Un portafoglio USA composto con 40% di reddito fisso e 60% di azioni, esaminato fin dal 1881, è quasi sempre piuttosto sopra o sotto la media del rendimento medio dell'8%. Fonte: Bloomberg modificata.

Nel febbraio-marzo del 2009 tenni a Milano e Torino delle conferenze con il Prof. Tabellini, allora rettore della Bocconi. Lui mostrava le regolarità delle variabili economiche sui tempi secolari. Io mostravo la regolarità delle scelte guidate dalla mente umana, quasi sempre conseguenti a decisioni fatte fuori-tempo, come è avvenuto nel corso del 2019. Un'anziana signora torinese mi chiese:

“Professore, se ho ben capito, ora che quasi tutti hanno molta paura e sono pessimisti circa l'anno a venire, sarebbe proprio il momento di comprare”. Sì, le dissi io: “I valori sono così bassi che di sicuro ritorneranno presto, nel prossimo decennio, alla media storica. In seguito, forse, preso lo slancio, torneremo, come capita per la maggior parte del tempo, sopra la banda di oscillazione”.

Questo in effetti mostra la figura che spazia dal 1881 a oggi.

Noi tendiamo a iper-reagire ai segnali, e non solo nelle decisioni di investimento. O sopra o sotto, per poco tempo ci fermiamo stabilmente sui valori della media, e talvolta, molto sopra o molto sotto.



In questo secolo ci sono state delle regolarità. Per esempio le azioni con alti dividendi dello S&P500 sono state premiate più dell'indice generale in un'epoca di tassi bassi, talvolta sotto zero in alcuni paesi come la Germania. Fonte: Bloomberg modificata.

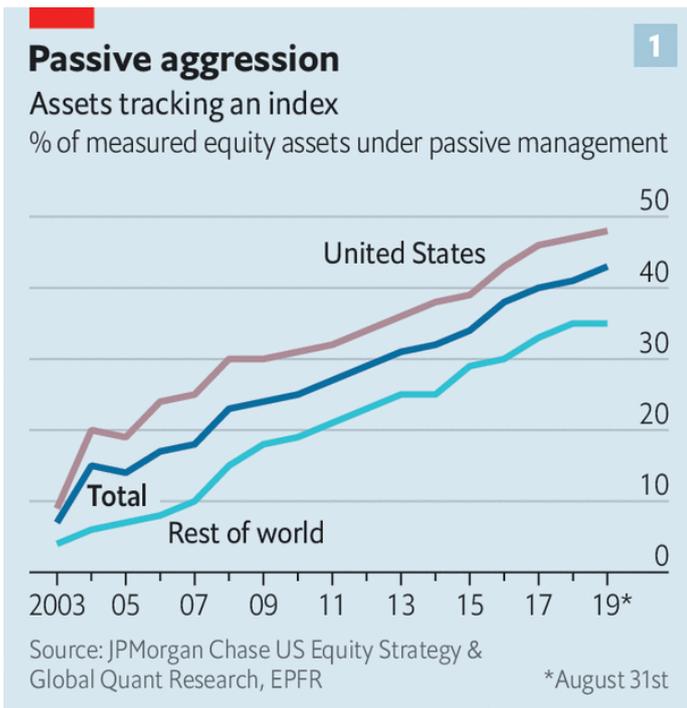


**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

La mente degli uomini funziona in modo tale che la condizione “normale” dei mercati sia statisticamente anormale: o li facciamo stare sottovalutati o sopravvalutati. Questo quindi è un ottimo e transeunte periodo “felice”. La signora, e alcune sue amiche, fecero tesoro e ogni anno, da allora, mi ringraziano mandandomi gli auguri di Natale. Io una volta risposi loro che non dovevano essere grate proprio a me: i mercati erano saliti tanto non in base al mio ragionamento ma, più semplicemente, perché le principali banche centrali si erano messe a stampare denaro per comprare titoli inondando i mercati di liquidità. Alle gentili signore, tuttavia, poco importavano i ragionamenti. Cruciali erano per loro le conseguenze dei ragionamenti. Non tanto la completezza e correttezza delle analisi. Sfuggiva loro la differenza tra razionalità di processo e razionalità di risultato. E' questa differenza che in realtà conta. Se proprio vogliamo emozionarci (attività invero del tutto inutile), i mercati dovrebbero indurci ad avere più paura quando sono alti, non bassi. Ovviamente né paura né tristezza né gioia proveremo se riusciremo ad ampliare lo spazio-tempo: le emozioni si attenuano e scompaiono.

La fiducia in noi stessi e l'esperienza sono alla base del formarsi dei risparmi. Purtroppo queste stesse forze impediscono poi di investirli bene perché utilizziamo il fai-da-te superbo e orgoglioso. L'esperienza ci induce a mettere i risparmi vicino a noi, nelle cose che conosciamo bene: immobili, euro, mercato monetario.

Abbiamo dedicato molto spazio a questi temi nel corso del 2019. L'altro filone importante del 2019 è stato quello del tempo, dei tempi troppo corti, dei tempi e degli spazi che non vengono ampliati, e quindi diversificati. Ci concentriamo e agiamo pensando alle nostre emozioni e preoccupazioni. Di qui il passo è breve per il tema della vulnerabilità. Domina in noi l'illusione tale per cui ci preoccupiamo di ciò che è pauroso e tralasciamo ciò che è veramente pericoloso. La nostra cautela e prudenza sono comprensibili ma al contempo ci allontanano dalla retta via.



L'andamento recente dell'indice guida S&P500 sembra muoversi in modo perfetto per farci uscire di testa. Alla fine dell'anno 2019 è ulteriormente salito a 3.200. Ma da due anni le salite sono state intervallate da improvvise e rapide discese, dove purtroppo ha agito l'asimmetria dolore-piacere (differenza percepita tra la quantità di gioia provata in concomitanza al raggiungimento di un desiderio e il dolore causato dalla successiva perdita di quanto era stato acquisito da parte del nostro io). Ecco mostrata nel grafico l'opportunità saggia di ampliare la finestra temporale di osservazione. Fonte: Bloomberg modificata.

**The Economist**

Non solo alcuni investitori hanno capito che non è bene cercare il timing di entrata-uscita (tempi) ma anche che è difficile scegliere in tutto lo spazio dei mercati i singoli titoli immaginati come più profittevoli in futuro. Di qui l'aggressione “passiva” degli indici, forte soprattutto negli Stati Uniti. Se, come in passato, gli USA sono la terra delle innovazioni, l'aggressione dei fondi passivi si estenderà a tutto il mondo. Fonte: Economist modificata.

I tempi brevi sono anche dovuti alla differenza percepita tra la quantità di gioia provata in concomitanza al raggiungimento di un desiderio e il dolore causato dalla successiva perdita di quanto era entrato a far parte del nostro io. Se misuriamo il dolore provocato dalla perdita, ci accorgiamo che questo è più grande della precedente felicità. Si spiega così come mai una condotta di vita frugale, concentrata su pochi beni e passioni, possa tradursi in un'esistenza meno vulnerabile semplicemente perché ci sono meno cose da perdere (ho sviluppato questa tesi in Frugalità, 2014).

Sempre più, negli ultimi anni, i meccanismi mentali e l'approccio empirico all'economia sono divenuti rilevanti per tutte le scienze sociali. Lo conferma il premio Nobel all'economia del 2019 dopo quello assegnato a Thaler nel 2017 e dopo i due grandi pionieri, Daniel Kahneman e Amos Tversky (non c'è un premio Nobel per la psicologia, disciplina troppo recente).

Nelle lezioni del 2019 abbiamo visto come l'assenza di educazione finanziaria possa confinare e sconfinare con l'assenza di buona educazione, tout court. Temere un abbandono prima che capiti, come nel caso della gelosia, oppure disperarsi per una perdita definitiva e irrecuperabile: ecco due fenomeni misteriosi, almeno alla luce della cosiddetta razionalità. Il geloso spreca emozioni: prima ha paura della perdita. Poi il timore preventivo può condurre proprio all'avverarsi di quel che teme, e così soffre due volte. Infine perché dedicare a posteriori emozioni e pensieri alla perdita definitiva e irrecuperabile di un oggetto d'amore? Nella tradizione psicoanalitica si parla di "elaborazione del lutto", ma le cause remote sono l'asimmetria tra guadagni e perdite e le emozioni innescate dai vari tipi di "contabilità mentale", proprio i capisaldi della finanza comportamentale.

I tempi "corti" e il fai-da-te fanno del male ai risparmi. Purtroppo dipendono da meccanismi altrove benefici: la tendenza a sopravvalutare la capacità di padroneggiare il nostro destino e guidare la propria esistenza e a sottovalutare l'azione imprevedibile del caso. Credere che il mondo sia regolare ci tranquillizza perché permette di prevedere il futuro. Ho sviluppato questo tema nel mio *Regole e caso* (2017). Oggi sappiamo che i meccanismi mentali per cui sottovalutiamo il ruolo del fatto dipendono dai modi erronei di calcolare le probabilità. La nostra probabilità percepita, chiamata dagli scienziati cognitivi "ingenua" (naive), ha poco a che fare con la logica formale e la statistica. Essa è basata sul prendere in considerazione meno possibilità di quelle che sarebbe corretto vagliare e ponderare. Il mio (e non solo mio) maestro Philip Johnson-Laird ci ha guidato in una serie di esperimenti pubblicati nel 2004 sulla rivista "Psychological Review" proprio con il titolo Naive probability.

Quanto più l'isola della scienza si amplia, tanto più si allungano i suoi confini, cioè il bagnasciuga che separa la terra esplorata dal mare dell'ignoranza. Ci accorgiamo di fenomeni nuovi: se abbiamo capito qualcosa della felicità legata a desideri, delusioni, paure, perdite, illusioni di controllo, diventa misteriosa quella che potremmo definire come la "felicità senza cause". Solo una grande letterata come Katherine Mansfield può descrivere i momenti di beatitudine di Bertha Young in un racconto che s'intitola "Felicità". Questo tipo di estasi momentanea non solo non si può misurare ma è insondabile nelle sue cause. Eppure esiste, sfortunato chi non l'ha mai provata.

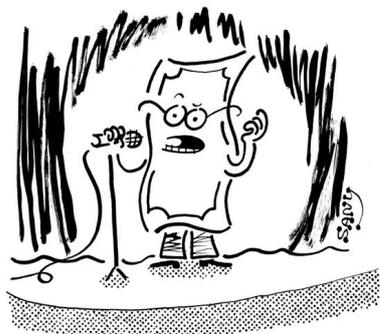
Elena Ferrante, il più apprezzato autore italiano al mondo, in un pezzo pubblicato sul quotidiano britannico Guardian il 22 dicembre 2018, racconta come, trovata una sua foto, si fosse piaciuta al punto da farla incorniciare. E' successo che tutti – parenti e amici – nel vederla si sono mostrati perplessi: che bella, sei veramente tu? Elena Ferrante era stata forse così felice e perfetta solo per una frazione di secondo, quella dello scatto fotografico? Nello scrivere per il Guardian Elena Ferrante crede di aver trovato la risposta: "Lì è stata fotografata una me che è esistita davvero ma che non combacia con quella che sono normalmente. Lì ci sono io che manifesto il meglio di me ... e non credo che sia una cosa solo mia, capita a chiunque.

E' il momento rarissimo in cui, dopo una prova affrontata con successo, dopo un gesto coraggioso, dopo un atto miracolosamente creativo, ci diciamo con soddisfazione, con stupore: non avrei mai creduto d'esserne capace." Con questa riflessione Elena Ferrante riporta quel transeunte momento magico a una causa: un successo o un gesto coraggioso. E tuttavia qualche volta irrompe, come nel caso di Bertha Young, un'estasi senza cause, allo stato puro. Un mistero.

Per fortuna il benessere, e la conseguente felicità, nel campo degli investimenti costituiscono un problema, ma non un mistero. E tuttavia solo una minoranza esigua sfrutta i meccanismi che portano nel tempo a una crescita del patrimonio e del capitale umano. Poche più persone, ma sempre una minoranza, si rivolge a consulenti preparati e fidati che conoscono la materia e non sono in conflitto d'interessi.

Quando diventi vecchio, ti capita di perdere per strada persone care. Resta solo il ricordo, sempre meno nitido. A me è successo con un fratello e un amico, entrambi giovani. Queste esperienze fanno riflettere sulla vulnerabilità e sulla presunzione di credere che il futuro replichi il passato. Ho così dedicato il mio ultimo libro all'illusione pernicioso d'invulnerabilità, il maggiore ostacolo sulla via per la saggezza (*A tu per tu con le nostre paure. Convivere con la vulnerabilità*, 2019). Ne ho parlato in molte lezioni, influenzato forse dal fatto che stavo scrivendo il libro. Ancora una volta nell'educazione finanziaria agiscono i fattori che una volta caratterizzavano quella che un tempo si era soliti chiamare "buona educazione". Credo che ampliare gli spazi e i tempi prima del nostro portafoglio e, poi, della nostra visione del mondo renda evidente che la serenità è più importante e meno instabile della felicità intesa come espansione dell'io, come realizzazione di obiettivi personali.

Oggi, all'inizio del 2020, intravedo un bilancio più di ombre che di luci. L'ombra più scura e minacciosa ha a che fare con il paradosso per cui a un portafoglio ristretto e concentrato sulle nostre esperienze e conoscenze personali corrisponde una spropositata estensione dell'io. Il nostro io si può protendere nel mondo con prosopopea e aggressività (di qui il "fai-da-te" negli investimenti). Oppure possiamo interagire con il diverso da noi prendendo come riferimento spazi e intervalli temporali di largo respiro. In questo secondo caso rendiamo più sicuri e ricchi i nostri risparmi, meno vulnerabili gli altri e le prossime generazioni. Questo è un obiettivo raggiungibile solo se i lenti, parziali, progressivi avvicinamenti a mete lontane sono sufficienti ad accontentarci e a renderci felici.



*“So I says to the doc,  
‘Does this thing look like a bubble to you?’”*

Ho chiesto al Dottore: questa cosa ti sembra una bolla?

All’inizio del 2020 molti risparmiatori, in quasi tutto il mondo (molte borse viaggiano su valori assai sopra la media storica), chiedono al loro specchio magico: “Specchio, specchio delle mie brame, siamo forse immersi in una bolla che sta per scoppiare?”. Spero che i lettori delle mie lezioni non abbiano questa preoccupazione né per il 2020, né mai.

#### **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.