

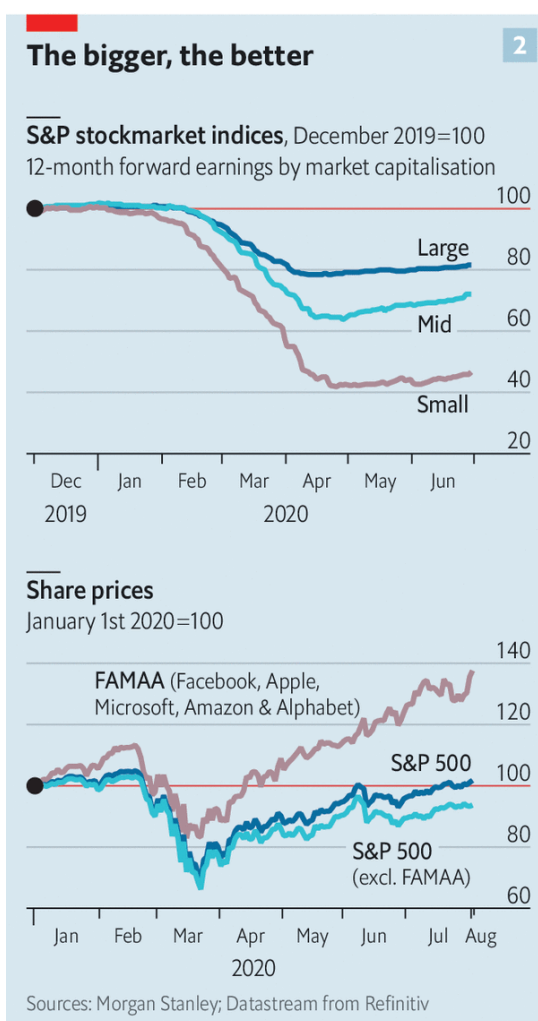
# REALTÀ E APPARENZA NEL CAMBIO DI PARADIGMA

Molti indicatori sono correlati all'analisi della lezione precedente che alludeva a un cambio di paradigma. Ne elencherò qui alcuni a supporto del fatto che si tratti appunto di un cambio di paradigma e non di fenomeni temporanei tra loro correlati. Per esempio il tradizionale confronto tra titoli value – quelli dal business consolidato, con crescita stabile ma lenta - e titoli growth – quelli con un business in forte ascesa ma non ancora in grado di esibire elevati e costanti utili – è ormai spostato su livelli quasi mai raggiunti in passato. Dal 2007 le azioni value si sono apprezzate in media solo del 2% mentre le growth sono cresciute del 152%. Questo è un effetto del cambio di paradigma centrato sulle nuove tecnologie, già latente da tempo ma acceleratosi nell'ultimo decennio e, in particolare, dopo la pandemia.



Dal 2007 le azioni value si sono apprezzate in media solo del 2% mentre le growth sono cresciute del 152%. Questo è un effetto del cambio di paradigma centrato sulle nuove tecnologie. Fonte: Bloomberg modificata.

Un'altra caratteristica di questo cambio di paradigma emerge anche in relazione alla forza delle grandi società rispetto alle medie e alle piccole.



### The Economist

La figura mostra che le grandi società hanno in prospettiva diminuito meno gli utili e che, a settembre 2020, lo S&P500 ha ritrovato il pareggio solo grazie alla forza del settore tecnologico. Fonte: Economist modificata.



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



**Taking Stock**  
**Nasdaq leads on price return in historic quarter for stocks**  
 ■ Nasdaq Composite Index - quarterly change ■ S&P 500 Index ■ Dow Jones Industrial Average  
 Source: Bloomberg  
 Il Nasdaq nell'ultimo decennio ha in media sempre battuto lo S&P500. Si tratta di un cambiamento strutturale, un nuovo paradigma che la pandemia non ha interrotto ma al contrario rinforzato. Fonte: Bloomberg modificata.

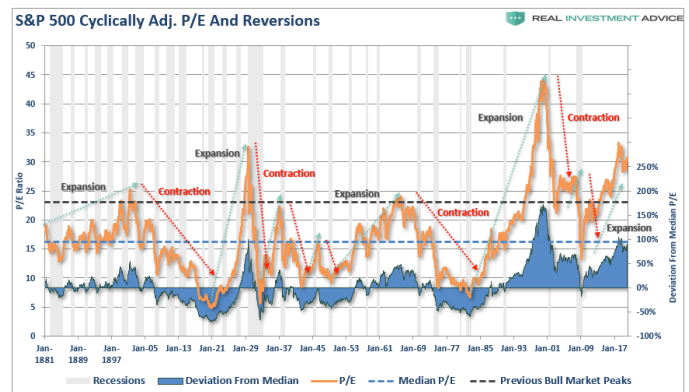


**Better Than Expected**  
**Beat-rate for S&P 500 companies reporting earnings is the highest ever**  
 ■ Share of S&P 500 companies that beat EPS expectations  
 Source: Bloomberg  
 Percentuale di società dello S&P500 che battono l'aspettativa sugli utili. Recentemente, dato il pessimismo eccessivo per il coronavirus, questa percentuale è la più alta di sempre. Fonte: Bloomberg modificata.

Ho sempre invitato a ragionare non sui tempi brevi ma con un "presente esteso". E tuttavia, domandiamoci, quanto esteso? Se, al limite, volessimo prendere indicazioni dall'andamento dello S&P500 dal 1965, vedremmo che il prezzo "giusto" delle azioni corrisponde a un rapporto prezzi/utigli di circa 16. Se però facciamo un ragionamento che tiene conto del cambiamento strutturale, dovuto al fatto che i settori tecnologico e healthcare sono diventati preminenti e che il reddito fisso percepito come sicuro è oggi - e sarà per lungo tempo - deludente, allora dobbiamo alzare questo rapporto. Nella figura qui riportata scopriamo che il "prezzo giusto" delle azioni si è alzato perché sono diventate economiche rispetto al reddito fisso. E' dal confronto con le due componenti del composto 40/60 di cui ho già parlato nella lezione precedente che emerge quanto siano oggi convenienti le azioni, anche se risultano care prendendo come riferimento il tradizionale rapporto prezzo/utigli.



Le azioni risultano convenienti sulla base del rapporto rendimento azioni/rendimento obbligazioni. Risultano invece care rispetto alla media storica con il criterio del rapporto prezzo/utigli. Fonte: Bloomberg modificata.



Su un arco di un secolo e mezzo abbiamo un alternarsi di periodi contrazione e espansione. Per la maggior parte del tempo il rapporto prezzo/utigli si discosta molto dalla media, in su e in giù. Questo stato di cose rende necessario ricorrere al "presente esteso" come criterio di valutazione. Sembra che le azioni sui tempi brevi non abbiano mai il prezzo "giusto". Fonte: Bloomberg modificata.

Quale è la morale di questa lezione? Anche nel campo degli investimenti quello che conta non è il valore assoluto ma il rapporto, proprio come abbiamo visto con l'illusione di Ebbinghaus nella lezione precedente (i due cerchi centrali sono oggettivamente grandi uguali ma quello di sinistra appare più grande perché circondato da cerchi piccoli).

Ora, se il reddito fisso non rende nulla e se l'immobiliare perde lentamente ma costantemente di valore da più di dieci anni, allora le azioni diventano convenienti anche se care. E se ci sono dei settori particolarmente vincenti sui tempi lunghi, allora sono proprio questi settori che vanno messi nel nucleo centrale del portafoglio. Vanno elevati e collocati nel "pianeta" anche se prima erano satelliti (cfr. lezione precedente).

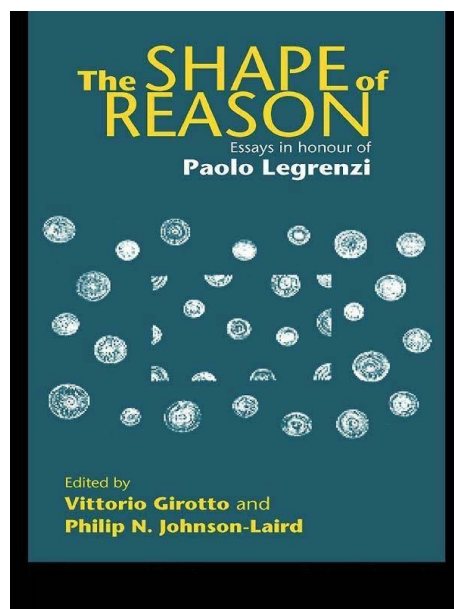
Nel mondo spesso ci sembra di vedere chiaramente molte cose, ma talvolta è una chiarezza illusoria. In fondo la psicologia deve insegnarci a vedere le cose che ci sono e non quelle che appaiono. Lasciare i soldi sul conto corrente o metterli in un prodotto finanziario presentato come “a basso rischio” perché mantiene sempre lo stesso valore sono comportamenti indici di auto-illusioni e di auto-inganni. Sembrano sicuri, ma in realtà a lungo termine sono assai rischiosi perché non rendono nulla e perdono valore.

E' una storia antica: la copertina di un mio libro, pubblicato negli anni Settanta, in occasione della nascita dei due primi corsi di laurea in psicologia, voleva esprimere il messaggio che la psicologia ci insegna ad andare dietro il velo delle apparenze. Nella copertina si vede un triangolo ma il triangolo non c'è: è creato dal contesto. La sicurezza dei prodotti finanziari con poco rischio è anch'essa un'illusione perché fondata su una presunta assenza di perdite e bassa volatilità. Tutto ciò si traduce nella perdita di molte occasioni profittevoli, come quelle dei settori tecnologico e healthcare.



Manuale di Kanizsa, Legrenzi e Meazzini pubblicato a metà degli anni Settanta da il Mulino di Bologna. La copertina riporta il disegno del famoso “triangolo di Kanizsa”, un triangolo molto evidente ma creato dal contesto. Nessuna traccia o segno è stata disegnata di quel triangolo sulla carta. Lo si vede, ma in realtà non c'è.

Quando smisi di fare ricerca sperimentale e mi dedicai alla scrittura di libri, i miei amici e collaboratori mi dedicarono una raccolta di lavori che avevano avuto a che fare con le mie ricerche sperimentali. La copertina di questo libro è ancora più adatta a rappresentare il nostro discorso della lezione precedente sul pianeta e i satelliti in riferimento agli investimenti. La copertina riproduce un altro disegno di Kanizsa (l'originale è nel mio studio ed è stato esposto alla Biennale di Venezia del 1976). Si tratta di una figura in cui spicca un rettangolo al centro: ma è un buco oppure un rettangolo che sta sopra il resto della figura? Ecco disegnata, mostrata cioè con un'immagine, l'ambiguità illusoria latente nel discorso sulla presunta assenza di rischio. E' meglio avere un portafoglio super-sicuro, a prova di rischio, che oscilla pochissimo nei valori nel tempo, oppure un portafoglio volatile ma efficiente se consideriamo un presente esteso?



La copertina del libro che mostra un rettangolo apparente: sta sopra o sotto il resto della figura?

Resta un problema: come convincere i clienti del cambio di paradigma, di quello che abbiamo chiamato “punto di non ritorno”? Un consulente potrebbe suggerire al cliente un parallelo con i grandi punti di svolta della sua vita, quando le cose non sono state più come prima. Anche nella vita degli investimenti ci sono questi punti di svolta. E i punti di svolta, che sono spesso anche dei punti di non-ritorno, si possono illustrare al cliente con gli argomenti che ho qui cercato di sviluppare.

**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.