

JOHN LAW ALLE ORIGINI DELLA CONSULENZA FINANZIARIA E COMPORTAMENTALE

Proprio mentre mi accingevo a scrivere questa lezione, il settimanale Economist pubblicava questa figura relativa all'andamento dell'immobiliare dal 2007 a oggi (le mie lezioni vengono pubblicate circa un mese dopo che le scrivo). Non ci poteva essere figura più propiziativa a un'introduzione al genio di John Law di cui ho parlato nella lezione precedente (la n° 415).



The Economist

L'indice Reit dei valori immobiliari è fermo da quindici anni e i rendimenti medi mondiali dell'immobiliare sono stati in media un terzo di quelli dello S&P 500 (cfr. lezione 415). Questo spiega il mancato incremento di valore. Ovviamente la media mondiale è una media con forte varianza: i valori immobiliari in Italia in questo secolo sono calati mediamente del 10%, altrove sono saliti. Fonte: Economist modificata.

La figura mostra, in buona sostanza, come questo stia divenendo sempre di più il secolo dell'immateriale, nell'economia ma persino anche nell'arte da quando l'artista contemporaneo più di successo, Damien Hirst, si è messo a produrre opere immateriali e irripetibili con la nuova tecnologia con cui vengono fabbricate le monete digitali. Perché a John Law tutto ciò sarebbe piaciuto? Perché lo considero il primo alfiere dell'immateriale.

John Law, nato a Edinburgo nel 1671, è stato, al contempo, un grande giocatore d'azzardo, un ministro delle finanze e un teorico dell'economia. Sono nato a Venezia, ho girato un po' il mondo, e ora ho il privilegio di abitare a un quarto d'ora a piedi dalla Chiesa di San Moisè dove è sepolto John Law. Un grande onore per chi si occupa dei temi che stanno a cavallo tra scienze cognitive, economia e finanza. Mi piace infatti pensare a John Law come il punto d'origine, il momento preciso in cui la consulenza finanziaria e la consulenza comportamentale hanno cominciato ad allontanarsi l'una dall'altra, a divaricarsi. In John Law, invece, erano ancora saldamente fuse nella stessa persona. Eppure fu proprio lui a porre le basi per il progressivo allontanarsi di questi due tipi di consulenza, oggi ormai agli antipodi.



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

John Law era un giocatore d'azzardo colto che sapeva sfruttare con grande abilità le differenze tra le leggi della probabilità e le intuizioni del senso comune. In quei tempi si era cominciato a riflettere sulla natura di queste differenze. Uno scrittore amico di Blaise Pascal, il cavaliere De Meré, pose al filosofo e teorico della probabilità, il seguente quesito:

Abbiamo la stessa probabilità di vincere scommettendo che esca almeno un "6" su 4 tiri consecutivi di un dado, oppure scommettendo che escano almeno due "6" su 24 tiri, lanciando due dadi alla volta?

Pascal, insieme a Fermat, fornì la risposta giusta calcolando quanti sono i casi favorevoli allo scommettitore rispetto a tutti i casi che si possono verificare, giungendo alla conclusione che il doppio 6 su 24 lanci con due dadi è un evento più improbabile di un singolo 6 su 4 lanci con un dado. Il cavaliere De Meré, e i giocatori dell'epoca, si sbagliavano perché non tenevano conto del fatto che l'uscita di un 6 o di una coppia di 6 in un lancio non è incompatibile con le successive uscite del 6 o della coppia di 6 nei successivi lanci. Al contrario, Pascal e Fermat tennero conto nel calcolo di tutte le possibilità.

Questo problema, noto nella storia della statistica come "problema del Cavaliere De Meré", è l'antesignano dei tanti dilemmi in cui il senso comune cozza con il calcolo delle probabilità. Possiamo dire che l'aiuto di Pascal e Fermat dato al Cavaliere fu il primo caso di consiglio anti-intuitivo nella storia della consulenza finanziaria visto che con il gioco il Cavaliere in certi momenti della sua vita avventurosa ci aveva campato, come si usava allora.

Che cosa è, in sintesi, la consulenza finanziaria? Si tratta di una serie di conoscenze che si traducono in suggerimenti dati per i migliori investimenti, prendendo in considerazione modelli teorici come il calcolo delle probabilità e dei rischi e, più in generale, teorie come quella del portafoglio di Harry Markowitz (1952) basata sulla nozione di correlazione. Come nel caso della risposta anti-intuitiva di Pascal e Fermat, Markowitz ha spiegato che la somma dei rischi dei singoli investimenti, calcolati in base alla varianza dei prezzi, non corrisponde al rischio totale del portafoglio. Questo perché, in parole semplici, i rischi delle varie fette della torta si compensano, nozione non intuitiva che porta a far sì che le caratteristiche della torta non siano il risultato dell'aggregazione delle caratteristiche delle singole fette.

Conoscere la teoria della probabilità permetteva a Law di calcolare i rischi di ogni situazione che capitava ai tavoli da gioco. Ma Law era molto abile anche nel cogliere lo stile dei suoi avversari, il loro "profilo" di giocatori. Questa abilità è quella necessaria oggi per la consulenza comportamentale. La consulenza comportamentale studia i comportamenti delle persone, in generale, e, in particolare, gli stili e le preferenze di ogni giocatore/investitore. Nella relazione tra un consulente e un cliente è cruciale la fiducia reciproca. Questo fu un punto che Law colse molto bene. Fu la fiducia nel ruolo della fiducia che gli permise di

sostituire per la prima volta, a livello di intere nazioni, le monete metalliche, con valore intrinseco, con dei fogli di carta garantiti dalla fiducia nel sovrano che batteva moneta stampandola invece di coniarla con metalli preziosi. Purtroppo la pressione dei re di Inghilterra e poi di Francia costrinse John Law a trasformare l'emissione reale di carta moneta in una sorta di schema Ponzi che a un certo punto crollò. Alla fine della sua avventurosa vita, Law si rifugiò a Venezia che era una sorta di Las Vegas dell'epoca, patria del gioco d'azzardo, dei liberi costumi ma anche maggiore centro editoriale del globo. Cultura e gioco: i due pilastri della vita di Law. Egli non ebbe pace neppure da morto perché la chiesa, nella piazza di San Marco, dove era stata seppellito con grande fasto venne distrutta pochi decenni dopo e la salma traslata a San Moisè, dove giace tuttora. Oggi potremmo dire calcolo e studio (ricordate la lezione 415 sull'importanza dello studio?).

L'idea geniale dello schema Ponzi, e cioè il meccanismo per cui l'entusiasmo dei nuovi investitori genera la possibilità di rimborsare gli eventuali disinvestimenti dei vecchi investitori, in un crescendo che può auto-alimentarsi a lungo, la prima volta venne adottato su larga scala proprio da John Law. E tuttavia il nome "schema Ponzi" si riferisce all'adozione di un meccanismo speculativo analogo da parte di un emigrato italiano a Boston circa un secolo fa. Law fu costretto a ricorrere a una sorta di schema Ponzi dagli ingordi monarchi mentre la sua idea autentica era quella di svincolare la moneta dall'oro e non di moltiplicare le emissioni garantite dai sovrani. Possiamo insomma considerare Law il primo profeta dell'immateriale e del ruolo della fiducia in finanza.

Il simbolo per eccellenza del "materiale", l'oro oltre le case (vedi sopra) non è scomparso. Ma per gli investitori odierni va tenuto presente che, sui tempi lunghi, non solo viene superato dall'indice S&P 500, ma è surclassato dall'opposto, per così dire, dell'oro, e cioè dall'indice Nasdaq, simbolo dell'immateriale.



Più ancora dell'andamento dell'indice Nasdaq, è cruciale il fatto che nell'ultimo mezzo secolo tra le 500 aziende più importanti quotate nello S&P500 il peso degli asset tangibili ha sempre avuto meno peso rispetto agli asset intangibili, un tema che ho già trattato in passato. John Law avrebbe apprezzato. Fonte: Bloomberg modificato.

In effetti quando vado a trovarlo a San Moisè, penso che la vera soddisfazione John Law l'avrebbe provata nel vedere che l'erede delle sue idee sui valori delle entità intangibili, e cioè l'indice Nasdaq, sui tempi lunghi, batte sistematicamente il classico e tradizionale indice S&P 500.

Il fatto che la finanza contemporanea sia sempre più contro-intuitiva e che il senso comune porti a inconsapevole autoleSIONISMO negli investimenti scelti con il "fai da te" ha condotto agli estremi la divaricazione nata con John-Law. Egli, nella sua funzione di consulente finanziario dei sovrani, aveva introdotto innovazioni che non sono più scomparse, anzi sono accelerate sempre più. Al contrario, come consulente comportamentale, il fallimento dei suoi rapporti con i sovrani inglesi e francesi ha anticipato le difficoltà che oggi si hanno nel convincere il grande mondo dei risparmiatori che l'immateriale è il futuro degli investimenti.

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.