

I SOLDI IN TESTA

“IL RISPARMIO AL SICURO DALLE EMOZIONI”

100 lezioni di finanza comportamentale

A cura di Paolo Legrenzi

Una iniziativa Swiss & Global Asset Management Italia



**SWISS &
GLOBAL**
ASSET MANAGEMENT

“Uno dei più affascinanti misteri delle famiglie italiane – spesso frugali, lungimiranti, attente e responsabili – risiede nel loro credere di sapere quando i realtà non sanno. Si affidano ormai ad esperti per ogni cura di vari aspetti della loro vita – tempo libero, bellezza, cura del corpo, conflitti e speranze – ma solo un sesto dei loro risparmi è guidato o è stato guidato dai consigli di un esperto, con le conseguenze che ben conosciamo. Questo scarto tra attenzioni e disattenzioni è un terreno ricco di occasioni di studio per analizzare i limiti della mente umana, limiti non solo cognitivi, ma soprattutto legati a variabili calde come fiducia, emozioni, gioie, dolori, rimpianti e sensi di perdita”.

Paolo Legrenzi

Professore straordinario di psicologia cognitiva Università Ca' Foscari Venezia

Come nei fumetti dei Peanuts dove nel chiosco di Lucy campeggia la scritta “the doc is in” (il dottore è presente, è disponibile), la scelta per noi è stata di voler esserci.

Esserci tutte le settimane, con le Lezioni “I Soldi in Testa” di Paolo Legrenzi (disponibili sul sito www.swissglobal-am.it).

Esserci con i nostri clienti, con la pubblicazione del testo “Perché gestiamo male i nostri risparmi” del professor Legrenzi, scritto avendo in “testa” proprio i consulenti finanziari, gestori delle emozioni degli investitori finali.

Esserci nel modo più prestigioso con le giornate formative da noi organizzate e offerte presso l'Ateneo veneziano.

Esserci alla frontiera della ricerca, collaborando fin dalla sua nascita con i progetti di ricerca del Laboratorio di Economia Sperimentale Swiss & Global Ca' Foscari.

Esserci, soprattutto, ovunque ci venga chiesto con i numerosi appuntamenti di Finanza Comportamentale organizzati in tutte le regioni d'Italia.”

Riccardo Cervellin

Direttore Generale Swiss & Global Asset Management Italia

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano

T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com

www.swissglobal-am.it



Due sono le forze che condizionano l'andamento dei nostri investimenti: i mercati e i nostri pensieri.

È indubbio che gli investimenti lasciati a se stessi finiscano per seguire pedissequamente l'andamento del mercato. Meno intuitivo il condizionamento (e soprattutto meno note le conseguenze) che i nostri pensieri possono esercitare sul nostro portafoglio.

Qualche tempo fa un noto gestore italiano faceva notare come, sebbene un suo fondo in dieci anni avesse conseguito l'apprezzabile performance di circa 160%, la metà degli investitori nel fondo avesse perso parte del proprio patrimonio.

I processi mentali che conducono l'individuo a prendere decisioni spesso irrazionali nella gestione dei propri risparmi sono ambigui proprio perché inconsci. Bastano una giornata di sole, la visione di un film d'azione o di in un emoticon sorridente perché l'attitudine verso il rischio cresca.

Non ci sono molti modi per vaccinarsi da questi comportamenti dalle conseguenze talvolta esiziali, se non conoscerli, riconoscerli quando si presentano e opporvisi con la forza del pensiero razionale.

Noi di Swiss & Global SGR, con la collaborazione dell'Università Ca' Foscari di Venezia (terzo ateneo pubblico italiano per qualità della didattica e della ricerca, secondo il MIUR) e, in particolare, del professor Paolo Legrenzi, abbiamo voluto dare il nostro contributo all'educazione finanziaria dell'investitore ponendoci a fianco consulente finanziario.

La particolare natura cognitiva del problema ci ha convinti che strumenti "usa e getta" (i classici questionari autovalutativi, ad esempio) sarebbero stati insufficienti a favorire un vero e proprio percorso (ri-)educativo delle abitudini.

Come nei fumetti dei Peanuts dove nel chiosco di Lucy campeggia la scritta "the doc is in" (il dottore è presente, è disponibile), la scelta per noi è stata di voler esserci.

Esserci tutte le settimane, con le Lezioni "I Soldi in Testa" di Paolo Legrenzi (disponibili sul sito www.swissglobal-am.it).

Esserci con i nostri clienti, con la pubblicazione del testo "Perché gestiamo male i nostri risparmi" del professor Legrenzi, scritto avendo in "testa" proprio i consulenti finanziari, gestori delle emozioni degli investitori finali.

Esserci nel modo più prestigioso con le giornate formative da noi organizzate e offerte presso l'Ateneo veneziano.

Esserci alla frontiera della ricerca, collaborando fin dalla sua nascita con i progetti di ricerca del Laboratorio di Economia Sperimentale Swiss & Global Ca' Foscari.

Esserci, soprattutto, ovunque ci venga chiesto con i numerosi appuntamenti di Finanza Comportamentale organizzati in tutte le regioni d'Italia.

Con i nostri Partner abbiamo infatti partecipato nei primi otto mesi del 2014 a più di 40 incontri aventi ad oggetto i processi cognitivi degli individui, le illusioni cognitive e le conseguenze che tali illusioni possono avere nella gestione dei risparmi.

La formula degli interventi è caratterizzata da un'accurata combinazione di rigore scientifico, interattività con la sala (a volte composta da soli operatori professionali, spesso con investitori clienti e "prospect" in serate dedicate), dal ricorso ad esempi e aneddoti così da conferire piacevolezza all'esposizione.

Normalmente tre quarti d'ora di dialogo dal tocco lieve ma scientificamente ineccepibile, al termine del quale l'investitore non professionale dovrebbe aver acquisito maggiore consapevolezza degli inganni mentali cui rischia di essere vittima, e dell'importanza di affidarsi ad un consulente esperto.

Gli incontri dedicati ai consulenti e ai banker si basano normalmente su due formati (naturalmente adattabili di volta in volta): il primo è un formato breve di circa un'ora e un quarto, finalizzato a trasmettere le prime nozioni di base della materia.

Nel secondo, in circa mezza giornata di lavoro le nozioni sono sviluppate in maggior profondità, coinvolgendo l'aula in una serie di esperimenti volti a "far toccare con mano" gli inganni mentali e le loro conseguenze.

Questo servizio e queste nostre competenze sono state rese possibili dalla partnership tra noi di Swiss & Global Asset Management Italia e la Fondazione Ca' Foscari che ha dato origine al Laboratorio di Economia Sperimentale. Finalità del Laboratorio è la produzione di ricerche nell'ambito degli studi del comportamento economico.

Accanto alle attività volte a testare i modelli economici, il Laboratorio si propone anche di studiare i meccanismi cognitivi presupposti da tali modelli e di sviluppare applicazioni originali del metodo sperimentale a temi e problemi di management.

Numerose le aree di ricerca, dai beni pubblici alle decisioni organizzative, dalle scelte in condizioni di incertezza agli effetti della "financial literacy", ovvero l'educazione finanziaria, sulle decisioni dei risparmiatori, dai network sociali all'emergere della divisione del lavoro.

La partnership con Ca' Foscari prosegue oggi lungo percorsi sempre più articolati e ha reso uno dei nostri principali obiettivi quello di affiancare i nostri Partner con strumenti e servizi di crescente qualità.

Riccardo Cervellin

Direttore Generale Swiss & Global Asset Management SGR Italia

Tutta la mia vita avevo sognato un'esperienza di lavoro e di studi come quella che ho avuto, e sto avendo, con Swiss & Global Asset Management SGR.

Quando, dopo aver imparato la nascente scienza cognitiva a Londra, alla fine degli anni Sessanta, un grande professore, Gaetano Kanizsa, mi diede da dirigere il "suo" istituto di Psicologia, a Trieste, non trovai – a differenza di molte altre Università – un clima sfavorevole alle collaborazioni esterne all'accademia. In effetti, le mie prime esperienze di consulente le feci con gruppi aziendali con cui avevano già collaborato, prima di me, altri professori come Cesare Musatti e Gaetano Kanizsa. E tuttavia questi miei primi passi nella vita del consulente restavano scollegati dalla mia attività accademica, almeno in sede istituzionale. Al contrario una collaborazione radicata, continuativa e produttiva tra un'istituzione universitaria e una società come Swiss & Global non mi era mai capitata prima. Solo una fortunata miscela di tanti fattori ha reso possibile questo arricchimento culturale reciproco e la nascita del Laboratorio di Economia Sperimentale. La nascita e lo sviluppo di questo laboratorio si sono collocati in uno scenario di collaborazione piacevole nei rapporti umani e nelle conferenze in cui sono stato coinvolto (soprattutto i famosi "L@B" con i consulenti).

Tale collaborazione si è estesa agli studi e alle ricerche che sono state innescate dall'interazione reciproca. In questa miscela ha giocato un ruolo rilevante Carlo Carraro, un eccezionale Rettore di Ca' Foscari, che ha voluto e saputo sviluppare i rapporti internazionali del suo ateneo, permettendoci di inserire nel nascente Laboratorio tutte le collaborazioni precedenti avute con una rete di economisti e psicologi di molte Università straniere, insieme ai quali abbiamo dato vita a questa esperienza. I rapporti internazionali sono del tutto compatibili con un'istituzione e un'organizzazione, come Swiss & Global, che non è solo svizzera, ma che è anche globale, come dice bene il suo nome.

Perché sono stati così importanti i rapporti, gli incontri e gli scambi con i consulenti? Perché i consulenti sono la cerniera tra le vite, non solo e non tanto economiche, dei loro clienti e le scelte volte al risparmio. I soldi, in effetti, sono forse l'ultimo tabù rimasto nella nostra cultura contemporanea, e solo attraverso i consulenti si può accedere alle emozioni e alle decisioni dei clienti, in un ambito dove resta il pudore che è invece andato perso in tanti altri aspetti della quotidianità e della vita delle persone.

Talvolta si pensa al mondo delle aziende come a un insieme di innovazioni tecnologiche in cui si trasferiscono i saperi messi a punto dalle Università di punta.

In molti campi questo è vero ma, nelle scienze cognitive, non c'è questo passaggio tra elaborazione e applicazione. Tutto il mondo è un grande laboratorio di psicologia, un laboratorio pronto a mostrarvi come funziona la mente umana nelle situazioni più svariate, a patto però che sappiate interrogarlo bene. Tra gli incroci più interessanti credo sia proprio quello dei comportamenti delle persone guidati dai loro "Soldi in Testa". Questo è stato il titolo della mia rubrica, che riprende un libro tradotto in molte lingue, un libro che scrissi in occasione dell'introduzione dell'euro: non sono tanto e solo i soldi in tasca che contano, ma anche gli schemi

mentali che si hanno in testa. Quello che le persone pensano, provano o anche non pensano e non vogliono confessare dei loro soldi, crea quel mondo ricco di esperienze che mescolano forme di razionalità limitata con quello che è uno degli ultimi, forse l'ultimo, tabù rimasto nella società contemporanea.

Un tabù che sarebbe irraggiungibile, insondabile, senza la mediazione attenta e intelligente resa possibile dal mondo dei consulenti. Sono a loro grato per aver interagito in molte forme e aver imparato tanto. Il mondo dei consulenti, con tutte le loro esperienze cumulate, con la fiducia dei clienti di cui sono gli unici depositari, è uno scrigno ricco di saperi, da cui è possibile attingere per analizzare i rapporti tra le persone e i risparmi e, più in generale, la loro vita economica, e non solo. Forse è questo oggi l'ambito di esperienze più interessante fuori dai laboratori di psicologia perché il mondo del risparmio costituisce indubbiamente il più grande fallimento delle scienze cognitive. Intendo alludere al fallimento nel trasferire dei precetti derivati dalle scienze cognitive alle scelte di gestione dei risparmi.

Le famiglie italiane, spesso molto attente ai riflessi delle loro scelte economiche, soprattutto in vista dei figli e delle future generazioni, si sarebbero trovate molto più benestanti se avessero applicato dei principi minimali ed elementari di diversificazione invece di legare, più o meno consapevolmente, il loro futuro ai destini di questo paese, di questa moneta e, soprattutto, all'immenso patrimonio immobiliare a cui si sono affidate credendo che fosse una scelta prudente mentre la mancata differenziazione dei nostri risparmi è sempre una scelta rischiosa. E tuttavia non è mai troppo tardi, perché il mondo va avanti e questo è uno degli scenari in cui la collaborazione con i saperi accademici può essere ricca e profittevole, a patto che gli accademici frequentino questo mondo dall'interno. Il mondo dei consulenti è ricco perché è la chiave per avvicinare "i Soldi in Testa", cioè le decisioni economiche delle persone che non sono facili da studiare proprio perché le persone non si aprono su una materia così "intima", a meno che si sia instaurato un meccanismo consolidato di fiducia. Uno dei più affascinanti misteri delle famiglie italiane – spesso frugali, lungimiranti, attente e responsabili – risiede nel loro credere di sapere quando in realtà non sanno. Si affidano ormai ad esperti per ogni cura di vari aspetti della loro vita – tempo libero, bellezza, cura del corpo, conflitti e speranze – ma solo un sesto dei loro risparmi è guidato o è stato guidato dai consigli di un esperto, con le conseguenze che ben conosciamo. Questo scarto tra attenzioni e disattenzioni è un terreno ricco di occasioni di studio per analizzare i limiti della mente umana, limiti non solo cognitivi, ma soprattutto legati a variabili calde come fiducia, emozioni, gioie, dolori, rimpianti e sensi di perdita. Se si va sul sito del Laboratorio di Economia Sperimentale di Ca' Foscari, si vede la ricchezza dei filoni di ricerca e studio attivati dal laboratorio che è nato grazie alla collaborazione con Swiss & Global.

Paolo Legrenzi

Professore straordinario di psicologia cognitiva
Università Ca' Foscari Venezia

CHE COS'È LA FINANZA COMPORIMENTALE

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

C'è un modo semplice per rispondere alla domanda "che cos'è la finanza comportamentale?". La finanza comportamentale è lo studio dei comportamenti delle persone poste di fronte ad alcune scelte economiche e finanziarie.

Le scelte in questione sono le seguenti:

- **consumare** tutto il reddito oppure dedicarne parte ai risparmi;
- **risparmiare** in vista di scopi futuri oppure senza finalità precise, cioè con il solo obiettivo che i soldi generino altri soldi;
- **gestire** da sé il proprio risparmio oppure consultare (affidarsi a) un esperto.

Queste scelte vengono operate da tutti gli individui. Alcuni le affrontano in modo consapevole. Altri le fanno senza pensarci.

Se abbiamo un certo tenore di vita, e se questo livello di consumi assorbe tutto il nostro reddito mensile, possiamo non esserci consapevolmente posti il primo dei tre quesiti sopra elencati. Può darsi che semplicemente non risparmiamo, senza aver messo in relazione il livello dei nostri consumi con la possibilità di risparmio e con la nostra vita futura.

Gli psicologi usano i termini pensiero esplicito e pensiero implicito. Il pensiero implicito innesca due scelte: le azioni non meditate e, ancor più spesso, le non-azioni. Si può decidere implicitamente di non fare nulla, senza accorgersi che anche questa è una decisione. Il pensiero esplicito caratterizza invece le azioni derivanti da strategie vagliate con attenzione o anche con ponderata decisione di non fare nulla. Anche non fare è un'azione.

Oltre alla psicologia della decisione, c'è un'altra disciplina che ha esplorato l'ambito delle tre scelte sopra indicate. Si tratta dell'economia e della finanza. L'uomo di cui ci parlano gli economisti si serve soltanto del pensiero esplicito e le

sue azioni sono interpretate come se se ne fosse effettivamente servito.

Dato che l'economia si è già occupata con successo di questi temi, uno psicologo ha il dovere di rispondere a due domande preliminari: è sufficiente l'approccio degli economisti? Perché c'è bisogno degli psicologi? A queste domande si possono dare risposte diverse, che saranno oggetto dei prossimi interventi.

Si può sostenere che l'economia non dispone di modelli in grado di render conto in modo adeguato dell'effettivo comportamento dei singoli consumatori e/o investitori. Questo è vero, ma non si tratta di una critica all'economia e non è richiesto l'intervento di psicologi. Gli oggetti di studio dell'economia sono astrazioni, oggetti ideali, non sono i fenomeni della vita quotidiana, come avviene anche in fisica e in tutte le altre scienze naturali. Gli economisti, e gli altri studiosi, cercano di costruire modelli di scenari ideali che, dati certi assunti, costituiscano buone approssimazione della realtà.

L'assunto principale di un economista è che alcuni postulati definiscano la razionalità di individui immaginari, astrattamente definiti quasi fossero degli angeli dotati non di puro spirito, ma di qualcosa di altrettanto lontano dalla pasta di cui sono fatti i comuni mortali.



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it





L'ASSUNTO DI RAZIONALITÀ PRESUPPOSTO DAGLI ECONOMISTI

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82,6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

L'assunto di razionalità con cui si definisce l'homo oeconomicus costituisce un postulato di ricerca robusto. Così è stato edificato il paradigma centrale dell'economia negli ultimi 230 anni, cioè da quando i fondamenti della disciplina furono impostati da Adam Smith. Ancor oggi i **modelli macroeconomici** hanno alla loro base microfondazioni centrate sul comportamento individuale.

Le microfondazioni delle scienze economiche costituiscono lo snodo per l'articolazione del confronto con la psicologia cognitiva.

Questa disciplina, una scienza più giovane dell'economia, mostra che gli individui, quando pensano e decidono in condizioni d'incertezza (nelle condizioni cioè in cui viene fatta la gran parte delle scelte finanziarie), utilizzano forme di razionalità diverse rispetto a quelle incorporate nelle microfondazioni dell'Economia.

L'economia ci costringe a passare a una prospettiva diversa, complementare rispetto a quella degli psicologi. È vero che, in linea teorica, si basa anch'essa sui comportamenti individuali. Tuttavia, l'economia è interessata a quello che emerge quando si aggregano questi comportamenti. I comportamenti individuali, aggregandosi, vanno a formare serie storiche che raccolgono lo stratificarsi di molte scelte sia degli individui che delle aziende.

Ora, se noi consideriamo la serie storica delle scelte, scopriamo degli andamenti complessivi non facilmente riconducibili alla razionalità individuale del modello economico neoclassico. Se immaginiamo che il mercato sia la manifestazione visibile di una fantomatica mente collettiva, dobbiamo porci il problema del suo rapporto con il funzionamento delle

menti individuali. Si badi bene che questa non è un'ipotesi assurda: gli operatori attribuiscono al mercato, inteso come entità collettiva, non solo capacità di memoria (dei prezzi passati) ma anche sentimenti, come l'aggressività o la calma (non a caso, in gergo, si parla di "toro" e di "orso"). È quindi una sfida per la psicologia cercare di spiegare perché i comportamenti individuali, una volta aggregati, producano andamenti che sembrano sfuggire ai canoni della razionalità economica. Questo è un secondo tipo di risposta circa l'opportunità di avvalersi della psicologia per costruire la finanza comportamentale. Non è un problema nuovo. Quello che è nuovo, come vedremo, sono i metodi. Per esempio, già Blaise Pascal (1623-1662) aveva osservato:

Se un grappolo ha due acini uguali, perché volete che io vi descriva quest'acino per l'altro, per tutti gli altri e che ne faccia un acino buono da mangiare? L'intrattabile mania di ridurre l'ignoto al conosciuto, al classificabile, culla i cervelli.



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

FINANZA COMPORTAMENTALE, ERRORI ED EMOZIONI

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82,6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

La finanza comportamentale serve a spiegare quelli che sono gli "errori" di scelta, almeno dal punto di vista degli economisti. Qualcosa del genere vale anche per l'ambito della **behavioral corporate finance**. La finanza aziendale cerca di spiegare i comportamenti che derivano dall'interazione di due tipi di agenti: gli investitori e i manager. Nella tradizione classica di questa disciplina si suppone che gli agenti facciano **previsioni** non distorte sul futuro e decidano valutando correttamente i loro interessi. Questo significa che i manager danno per scontato che i mercati siano efficienti e che i prezzi riflettano i valori fondamentali.

La **behavioral corporate finance** ritiene che, rispetto a questi assunti, la realtà evidenzia degli scarti sistematici. I dati empirici mostrano che il comportamento dei manager e/o degli investitori non è completamente razionale, almeno secondo i canoni degli economisti. L'allontanarsi dalla razionalità è attribuito all'effetto di meccanismi cognitivi degli agenti, per l'appunto i meccanismi cognitivi che esamineremo in queste lezioni. Questo vale sia per gli investitori sia per i manager (per esempio, nel caso di questi ultimi, si tratta dell'**ancoraggio** nelle offerte pubbliche d'acquisto o l'**overconfidence** nelle decisioni d'investimento; argomenti che tratteremo più avanti).

L'economia non deve correggere i suoi assunti alla luce del funzionamento effettivo della mente umana. Sarebbe come modificare i dieci comandamenti in seguito alla constatazione che gli uomini li violano sistematicamente. I comandamenti resistono come una roccia; nel frattempo gli uomini non hanno mai smesso di peccare e lo fanno deviando sistematicamente dalle regole della buona condotta.

Si tratta insomma di due piani che possono confrontarsi ma che vanno tenuti separati. Al contempo, è riduttivo considerare il comportamento degli agenti come disancorato dai canoni della razionalità. In realtà è l'ambito delle scelte economiche e finanziarie che ci obbliga a prendere decisioni in mondi rispetto ai quali la nostra mente non è attrezzata.

Si sente spesso dire che lo psicologo deve insegnare a "controllare l'emotività dei clienti". È vero che i clienti sono emotivi, ma le emozioni in sé non sono sbagliate, anche se, purtroppo, sono innescate da processi di pensiero non adeguati. In questo senso le seguenti lezioni vorrebbero essere una forma di terapia che non si limita alla finanza comportamentale. Questa, infatti, non è altro che "psicologia del pensiero applicata".

Nel caso del rapporto tra le scelte individuali e le scelte aggregate non ha molto senso dire che l'agire collettivo non è ancorato alla razionalità economica. Per gli economisti, infatti, non vale una distinzione che è cruciale per gli psicologi. Un conto è adottare consapevolmente una regola, per esempio una strategia d'investimento, un conto è adeguarsi a essa. Una mela che cade a terra da una pianta segue la forza di gravità, ma non si rende conto di seguirla.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

FINANZA COMPORTAMENTALE, ERRORI ED EMOZIONI

La letteratura sul pensiero implicito mostra che la nostra mente è bravissima nel riconoscere l'andamento di serie storiche di dati, anche molto complesse, ma non sappiamo descrivere quello che siamo in grado di fare, come quando andiamo in bicicletta. In altre parole, sappiamo usare regole senza essere capaci di formulare in modo esplicito le regole stesse.

Tornando all'andamento dei dati aggregati, non possiamo disinvoltamente interpretare le serie storiche come se queste fossero in grado di evidenziare un eventuale scarto dalla razionalità economica, che corrisponde a un ipotetico individuo sempre consapevole. Non sappiamo se un andamento del mercato che sembra seguire una regola psicologica (per esempio: avidità mentre sale, paura quando scende) la segua veramente o semplicemente sia interpretato a posteriori come se la seguisse.

La distinzione tra pensiero implicito ed esplicito può sembrare ovvia. E tuttavia essa costituisce un nodo metodologico per la finanza comportamentale. Quando emergono gli effetti aggregati di scelte compiute da individui singoli (anche scelte di milioni d'individui, per esempio quando si tratta di entrare o uscire dai mercati azionari), possiamo leggere l'andamento del timing di entrata-uscita dai mercati come se gli individui, che si sono adeguati a esso, fossero irrazionali.

Le cose sono purtroppo più complesse. Se un individuo decide sulla base della sua esperienza passata – o meglio, del rapporto di frequenze tra successi e insuccessi da lui esperiti – e se quest'individuo prova un'emozione negativa quando le cose vanno male e quindi soffre, allora egli si troverà a fare scelte che, una volta aggregate, possano apparire come irrazionali.

Tali però non appaiono più se si percorre la strada inversa: dai dati aggregati si risale alle radici individuali, al funzionamento della mente degli individui. Questo è uno degli scopi teorici della finanza comportamentale: mostrare come scelte oggi apparentemente inadeguate siano il risultato di strategie individuali che sono state efficaci per decine di migliaia di anni e che, purtroppo, oggi non funzionano più in questi nuovi scenari decisionali.

IL PASSATO DELLA SPECIE INFLUENZA IL SUO COMPORTAMENTO PRESENTE

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

L'uomo degli economisti è in grado di decidere sui tempi molto lunghi attenendosi poi coerentemente a un certo rapporto rischio-rendimento. Egli inoltre vive in un presente proiettato sul futuro: non si fa influenzare dai **costi sommersi**, dalle perdite subite in passato e purtroppo immodificabili. Per lui un bicchiere descritto come "mezzo pieno" è identico a un bicchiere con la stessa quantità d'acqua descritto come "mezzo vuoto". Al contrario, nella vita di tutti i giorni, gli uomini talvolta non ragionano sulle cose, ma sulle descrizioni delle stesse. Non è una differenza di poco conto. Il mondo contemporaneo ci bombarda con troppe informazioni e noi tendiamo ad assimilare quelle che ci richiedono poche risorse cognitive, e questo non è un bene in campo finanziario. Capita così che abbiamo in testa credenze incoerenti tra loro: le teniamo in comparti separati dalla mente e non ci sono né il tempo né le risorse cognitive per controllarne la coerenza reciproca (errori dovuti ai **bilanci mentali**: mental accounting matters!). In queste condizioni l'incoerenza è più che giustificabile. E non è neppure facile accorgersene. Per questo i meccanismi cognitivi che la producono sono insidiosi.

Insomma, la mente dell'uomo studiato dagli psicologi assomiglia più a quella del nostro antenato, il cacciatore-raccoglitore, che non a quella auspicata dagli economisti. Probabilmente se avessimo avuto una mente così fredda e lucida, simile a quella del Signor Spock della famosa serie televisiva Star Treck, non saremo sopravvissuti. I modi di ragionamento sub-ottimali, ma di rapida esecuzione, hanno fatto perire molti individui. In compenso il loro sacrificio ha fatto sopravvivere la specie.

Immaginiamo un uomo di 10.000 anni fa, che intreccia l'agricoltura stanziale con la raccolta del cibo e la caccia delle prede (nelle diverse parti del

mondo si è passati all'agricoltura stanziale fra i 10.000 e i 2.000 anni fa). Il nostro progenitore si alza al mattino e si chiede: che cosa faccio oggi? Zappo il mio orticello, il che frutterà, ben che vada, una cesta di cibo fra qualche mese? Vado a raccogliere molluschi, assicurandomi un po' di cibo per la giornata? O mi prendo il rischio di andare a caccia: un sacco di cibo subito o forse una giornata buttata via? E in che direzione vado a caccia? Mi dirigo verso la zona che ha procurato più cibo nel passato, oppure esploro aree sconosciute?

Il risparmiatore-investitore odierno non è così diverso dal suo antenato cacciatore-raccoglitore. Sceglie anche in mancanza d'informazioni complete, e quando non prende alcuna decisione, compie comunque una scelta. Purtroppo la fonte d'informazioni per una scelta saggia non è più l'esperienza passata o quella dei pochi amici/parenti della sua tribù. Egli è consapevole della limitatezza della sua esperienza. Allora va da un esperto, uno che sa dare consigli giusti. Ma non può affidarsi a un aruspice o a un santone: è un uomo moderno! Trova così un consulente bancario e vi si affida con lo stesso entusiasmo del suo antenato. L'entusiasmo è, però, spesso accompagnato da una medesima cecità nel diagnosticare la competenza del presunto esperto, aruspice o consulente che sia, cui si è rivolto.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

IL PASSATO DELLA SPECIE INFLUENZA IL SUO COMPORTAMENTO PRESENTE

La consulenza rimane, tuttavia, **INDISPENSABILE** e, sui tempi lunghi, conveniente, almeno in media. I dati mostrano questo.

Insomma, il nostro risparmiatore-investitore finirà per decidere con gli stessi strumenti mentali del nostro antenato, perché da più di dieci millenni la mente umana non è cambiata. Allo stesso modo non è cambiato il nostro sistema d'alimentazione e tendiamo a diventare troppo grassi perché procurarsi il cibo, oggi, non richiede i dilemmi e l'impiego di risorse di quel recente passato (un periodo di diecimila anni è ben poco nella prospettiva della storia naturale della specie).

I tempi di cambiamento e dell'adattamento a nuovi scenari sono una questione cruciale per la finanza comportamentale. Nel trattare il profilo di rischio, cercherò di mostrare che questo è parzialmente vincolato dalla natura della mente umana. In questo senso non dipende dalla cultura in cui siamo immersi, ma dalla nostra storia naturale (che agisce su tempi lunghissimi) - ciò non toglie che esistano culture e ambienti che ci abitano a rischiare e che ci siano persone pronte ad assumersi dei rischi anche a fronte di vantaggi incerti.

Insomma, alla percezione del rischio di una persona, a un dato momento, concorrono tre tipi di fattori: la mente, la cultura e la personalità. In alcuni casi l'influenza dei fattori culturali è massiccia, quasi esclusiva. È questo il caso, come vedremo, del binomio "consumo e/contro risparmio". Più in generale, la finanza comportamentale diventa uno strumento essenziale nella fase in cui il risparmio è diventato un'attività di massa, che si accompagna a forme di consumo altrettanto di massa.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



Swiss & Global Italia @swissglobalIT



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

LA FINANZA COMPORTAMENTALE È FIGLIA DELLA MODERNITÀ

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Walter Benjamin, il grande filosofo e letterato tedesco, nei primi giorni del giugno 1921, acquista in una galleria di Monaco l'acquarello di Paul Klee **Angelus Novus**, che lo accompagnerà per tutta la vita. Così descrive il suo quadro:

Vi si trova un angelo che sembra in atto di allontanarsi da qualcosa su cui fissa lo sguardo. Ha occhi spalancati, la bocca aperta, le ali distese. L'angelo della storia deve avere questo aspetto. Ha il viso rivolto verso il passato. Dove ci appare una catena di eventi, egli vede una sola catastrofe ...

Non so se l'angelo della storia ci sia e se abbia queste sembianze. **L'Angelus Novus** di Benjamin non è certo il "nuovo angelo" dell'economia moderna, espressione di una razionalità pura, insomma di uno spirito celeste. L'angelo di Benjamin sta sulla terra e ne vede i guai. Oggi assume le vesti dell'investitore del dopo-bolla (quella del 2000, la più grande, ma non la più terribile, sui mercati del mondo occidentale). Egli si muove verso il futuro, ma i suoi occhi sono spalancati sulla catastrofe del suo passato. È questo il risparmiatore-investitore irrazionale? Credo che la domanda sia fuorviante.

Dopo aver accennato all'oggetto di studio di cui si occupa la finanza comportamentale, parlerò dei metodi di questa disciplina. Da un lato abbiamo il metodo classico della psicologia, l'esperimento vero e proprio. Dall'altro la finanza comportamentale ricorre agli esperimenti naturali e alle simulazioni degli economisti.

Pochi anni dopo che Walter Benjamin ci parla di un angelo spinto irresistibilmente da una tempesta verso il futuro, cui volge le spalle, Robert Musil pubblica il romanzo-saggio **L'uomo senza qualità** (1962). Nelle prime pagine l'autore descrive un episodio che costituisce un'altra grande metafora della finanza comportamentale. Commenterò al-

cuni spezzoni di questa storia:

Già un attimo prima qualcosa era uscito dalle file con una svolta brusca, aveva girato su se stesso, s'era messo di sghembo; era un pesante autocarro frenato di colpo. [...] Lì stava il camionista sceso dalla cabina, grigio come carta da pacchi, e descriveva con rozzi gesti l'accaduto.

Musil parte dalla descrizione di un incidente stradale immaginario, accaduto a un camionista in una Vienna fantastica del 1913. Il camionista cerca di spiegare l'avventura singolare vissuta, mentre

Gli sguardi dei sopraggiunti si posavano su di lui e poi calavano guardinghi verso terra, dove un uomo che giaceva come morto era stato adagiato sull'orlo del marciapiede. A vicenda alcuni s'inginocchiavano vicino a lui per fargli qualcosa, gli sbottonarono la giacca e gliela riabbottonarono, cercarono di metterlo in piedi e poi lo ricaricarono ...

Qui Musil descrive una serie d'interventi confusi, che si muovono in direzioni opposte. Sono azioni compiute dalle persone pur di avere l'impressione di controllare un evento di cui non è chiara la natura (come fanno gli investitori colti da eventi eccezionali come le bolle).

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

LA FINANZA COMPORTAMENTALE È FIGLIA DELLA MODERNITÀ

Assistono all'incidente un signore e una signora, protagonisti del romanzo, dominato dalla figura dell'uomo senza qualità:

La signora provava una sensazione sgradevole nella regione cardiaco-epigastrica, che prese a buon diritto per compassione. [...] Il signore le disse: "In questi autocarri pesanti che usano qui da noi il freno ha la corsa troppo lunga". La signora ne ebbe un senso di sollievo e lo ringraziò con un'occhiata attenta. Aveva già sentito talvolta quell'espressione, ma non sapeva che cosa fosse la corsa del freno e non desiderava saperlo; le bastava che con ciò l'orribile incidente fosse in qualche modo sistemato e diventasse un problema tecnico che non la riguardava più da vicino.

L'incidente suscita nella signora una sensazione sgradevole, interpretata come compassione. Il signore ricorre invece a una **spiegazione** generale per rendere conto di quello che è già successo (come fanno a posteriori gli analisti finanziari). Emerge infine l'utilità dei consulenti (non solo quelli bancari): la signora viene sollevata da una spiegazione che, seppur non comprensibile alla luce delle proprie conoscenze e competenze, la tranquillizza perché le viene fornita da un esperto. La questione, consegnata a un esperto, è stata per così dire, "sistemata" (come fanno quei risparmiatori che danno una delega totale a un consulente, liberandosi del problema "gestione degli investimenti").

Al signore non basta spiegare l'episodio singolo. Lo fa rientrare in una serie storica rendendolo "normale", sia nel senso statistico sia in quello del senso comune, un episodio che alla signora, concentrata sulla sua biografia, continua a sembrare eccezionale:

Secondo le statistiche americane
- osservò il signore - negli Stati

Uniti centonovantamila persone all'anno rimangono uccise e quattrocentocinquantomila ferite in incidenti automobilistici.
- Crede che sia morto? - chiese la sua compagna, e aveva ancora sempre l'ingiustificata sensazione di aver vissuto una vicenda eccezionale.

L'incipit di Musil è centrato sull'episodio dell'incidente: la sua struttura è una sorta di parabola della vita moderna. Il tema è ricorrente nel romanzo: vicende per noi eccezionali sono spiegate a posteriori dagli esperti ricorrendo a serie storiche in cui episodi simili sono stati aggregati. Solo così si possono misurare grazie a una descrizione statistica.

La finanza comportamentale si nutre della dicotomia tra "episodio storico singolo", e "legge statistica basata su episodi aggregati". Robert Musil coglie qui un problema teorico cruciale per questa disciplina. La signora, come qualsiasi investitore, desidererebbe sentir parlare del caso singolo, quello che l'ha coinvolta. Il signore, l'esperto, le fornisce un quadro statistico.

Questa contrapposizione tra la mentalità "scientifica" del signore e il "senso comune" della signora ci ricorda che oggi, nella vita quotidiana "convivono due modalità di pensiero, due forme di razionalità ...". Possiamo esaminare le spiegazioni dell'uomo comune cercandone la coerenza, la falsificabilità, la logica, l'aderenza ai canoni di razionalità ... e scoprire così molti errori sistematici, oppure possiamo studiare il pensiero sociale e quotidiano per trovarvi le "sue" regolarità, come ha fatto Francesca Emiliani (**La realtà delle piccole cose, psicologia del quotidiano**, Bologna, il Mulino, 2008). Chi studia la finanza comportamentale deve analizzare l'intreccio tra queste due forme di razionalità.

Così cercheremo di fare in queste lezioni.

IL PARADOSSO METODOLOGICO DELLA FINANZA COMPORIMENTALE E LA CONSULENZA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per trovare la regolarità, dobbiamo cercare invarianze che si manifestano in serie storiche di lungo periodo. La comprensione dell'accadere dei singoli episodi non è riconducibile a quell'invarianza, ma avviene a un altro livello. Per tornare alla mela di cui abbiamo parlato nell'intervento precedente, un conto è dire che è caduta perché era matura e perché mio nonno aveva piantato quel melo (singolo episodio di cronaca spiegato con una vicenda precedente), un conto è dire che è caduta in forza della legge di gravità (legge sistematica che spiega in modo atemporale tutti i casi). La psicologia del senso comune spiega gli avvenimenti ricorrendo al nonno. La psicologia sperimentale, invece, produce leggi scientifiche.

La finanza comportamentale, come vedremo, usa le serie storiche, l'esperimento e la simulazione.

Musil anticipa nel suo romanzo quello che sarà il perno di tutta la finanza comportamentale e lo fa ricordando più volte un paragone con la fisica. Sappiamo che la pressione in un contenitore di gas, che stiamo scaldando, è regolata dalla legge $pV=rt$ (la pressione moltiplicata per il volume corrisponde alla temperatura moltiplicata per una costante). Non sappiamo come si comporta la singola molecola di quel gas. Purtroppo, spesso, è proprio di quella singola molecola che si vorrebbe conoscere il destino (fuor di metafora: quello del nostro portafoglio).

A distanza di quasi un secolo dalla signora protagonista del romanzo di Musil, i clienti di una banca, che vogliono sapere che cosa è successo al loro portafoglio nel dopo-bolla, continuano ad avere l'impressione, come lei, di aver subito qualcosa d'eccezionale. Non sono soddisfatti quando quel che è successo a ciascuno di loro è ricondotto a serie storiche oscillanti e a invarianze sui tempi lunghi (il cliente inesperto, qui, proverebbe simpatia per un altro grande anticipatore della finanza

comportamentale, l'economista Keynes, che soleva dire che nel lungo periodo saremo tutti morti).

Quel che è diverso nell'episodio di Musil, rispetto alla situazione di un investitore, è la capacità della signora di provare un senso di sollievo dopo la spiegazione del signore. Nel caso dell'andamento di un portafoglio, invece, è più difficile per il cliente auto convincersi che le cose vanno comunque bene e mettersi così il cuore in pace. È difficile, perché le prestazioni di un portafoglio costituiscono, nel mondo contemporaneo, l'unica promessa fatta ai clienti che possa, a posteriori, essere esattamente misurata. A tutte le altre promesse che ci vengono fatte per indurci ad accedere ai mercati di massa – promesse di bellezza, salute, successo e così via – siamo noi i primi a voler credere. È quindi molto facile auto-convincerci e farci convincere grazie al fatto che non si possono misurare le prestazioni degli oggetti o dei servizi che incorporano queste promesse. Non si riescono a confrontare neppure le tariffe telefoniche, figurarsi la misura della capacità di una crema nel rallentare le rughe o di un'automobile nel renderci più fascinosi!

Il paradosso metodologico della finanza comportamentale nasce dalla constatazione simultanea che i prodotti finanziari hanno prestazioni misurabili con un rigore assoluto e che i clienti non sono attrezzati a misurare e confrontare tali prestazioni. Di qui la necessità della consulenza: questo è uno dei tanti motivi per cui la consulenza è consigliabile ai non-esperti, e cioè la stragrande maggioranza degli investitori (cfr. prossima lezione).



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

LA CONSULENZA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82,6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Immaginate che il consulente sia un santone cui ci si affida. Il santone è convinto dell'efficacia di una cura che somministra ai suoi adepti (fuori di metafora, il consulente è convinto dell'efficacia dei suoi consigli). Come mai il santone e i suoi adepti (il consulente bancario e i suoi clienti) finiscono per essere sinceramente convinti della bontà della cura, anche se questa in realtà non serve a nulla?

Poniamo che il santone abbia somministrato la cura a 18 malati. Di questi 18 malati, 12 sono guariti e 6 no. Il santone sa che la sua cura non funziona sempre, ma il successo di due volte su tre lo incoraggia. La notizia della sua cura si diffonde e molti malati la richiedono. Se il rapporto dei guariti sui malati continua con quella frequenza, finirà che sempre più persone si convinceranno dell'efficacia della cura, anche se non si capisce bene come funziona.

Gli adepti, nel giudicare la competenza del santone, si basano sul rapporto tra pazienti guariti e non guariti: i primi sono di più dei secondi ed è quindi facile credere che la cura sia la causa della guarigione. Ne consegue che le guarigioni sono "spiegate" dalla somministrazione della cura. Coloro che sono guariti saranno i paladini più accesi del santone. Il pubblico penserà che sono i pochi scettici a non capire come funziona la malattia e quindi anche la cura del santone. Come mai la cura sembra funzionare? Di questo non ci si preoccupa più di tanto. L'essenziale è guarire.

Come mai si dovrebbe andare più cauti con i consulenti/santoni? Il motivo è che questi dati, per quanto convincenti, sono insufficienti per un controllo razionale. Bisognerebbe raccogliere informazioni su chi non fa la cura del santone. Ovviamente il santone non le ha e non le può avere: lui ha **fiducia** nella "sua" cura e la pubblicizza. D'altra parte, sarebbe un po' troppo domandargli di interessarsi anche di coloro che non si rivolgono a lui e che, magari, si rifiutano ostinatamente di crede-

re alle sue virtù terapeutiche.

Immaginiamo, tuttavia, di non essere il santone e di raccogliere una tabella completa di dati:

	Segue il santone	Non segue il santone
Guariti	A = 12	B = 60
Non guariti	C = 6	D = 30

Consideriamo la colonna di sinistra: su un totale di 18 persone (12 + 6) ne abbiamo 1/3 che, anche se curato, non guarisce. Esaminiamo ora la colonna di destra: su un totale di 90 persone (60 + 30) 2/3 guariscono anche senza l'aiuto del santone. In conclusione: 1/3 non guarisce in ogni modo. La cura è inutile.

Numerosi esperimenti condotti per studiare come si controllano le proprie credenze hanno mostrato che di solito non ci si preoccupa dei valori contenuti nelle caselle indicate con le lettere maiuscole B e D. Questi due valori non hanno l'evidenza diagnostica di quelli contenuti, invece, in A e C. d'altronde immaginate lo stesso scenario in campo finanziario: per il cliente è il suo portafoglio ciò che conta, non quello che succede sui mercati finanziari.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

LA CONSULENZA

A parziale difesa del nostro immaginario santone si può ricordare un aneddoto narrato da Karl Popper, il grande filosofo ed epistemologo austro-inglese, che critica bonariamente la disinvoltura metodologica di Adler, un celebre clinico del tempo:

Quanto ad Adler, restai molto colpito da un'esperienza personale. Una volta, nel 1919, gli riferii di un caso che non mi sembrava particolarmente adleriano, ma che egli non trovò difficile da analizzare nei termini della sua teoria dei sentimenti d'inferiorità, pur non avendo nemmeno visto il bambino. Un po' sconcertato, gli chiesi come poteva essere così sicuro. "A causa della mia esperienza di mille casi simili", egli rispose; al che non potei trattenermi dal commentare: "E con quest'ultimo, suppongo, la sua esperienza vanta milleuno casi" (Popper, 1969; trad. it. 1972, p.64).

Popper si riferisce alla tendenza, diffusa un tempo anche tra gli studiosi, a controllare la propria teoria partendo dal presupposto di saperla vera e quindi basandosi solo sul rapporto tra i valori delle celle A e C della tabella. In tal caso si è indotti erroneamente a credere che quanti più casi del tipo A sopravanzano i casi del tipo C, tanto più la teoria è confermata. Questo è esattamente quello che sembra fare Adler.

Si noti bene che il controllo di un'ipotesi fondato sul rapporto tra i valori A e C è comunque un modo di procedere che prende in considerazione i casi contrari, giacché non trascura di esaminare il valore di C.

Esiste anche una strategia di controllo ancora più rudimentale, che si traduce nel farsi impressionare soltanto dalla presenza di casi A. La loro presenza, quando si presentano in modo del tutto

sorprendente e inspiegabile, è sufficiente a confermarci nelle nostre credenze, o meglio, nei nostri **pregiudizi**.

Ecco, in questo passo di Francesco Bacone (1561-1626), un aneddoto concernente la forza persuasiva dei soli casi A:

Colui al quale, in un santuario, erano mostrati quadri appesi come voto da gente scampata a un naufragio, a chi lo incalzava di domande se non riconoscesse la potenza degli dei, chiese a sua volta: "Dov'è il ritratto di coloro che, pur avendo fatto il voto, sono morti ugualmente?". Questa considerazione vale per tutte le superstizioni come l'astrologia, i sogni, le divinazioni, le maledizioni.

La morale di questa lezione è che gli investitori hanno bisogno di consulenza molto più di quanto loro non si rendano spesso conto.

FOCALIZZAZIONE, INCERTEZZA E CONSULENZA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

S spesso, nel mondo finanziario, ci fidiamo di un esperto poiché è ritenuto tale dalla **communis opinio**: egli è circondato da fama per i suoi successi del passato. Non procediamo a un confronto tra la sua competenza e quella degli altri, e cioè al rapporto di valori A/C che caratterizza la sua abilità rispetto ai rapporti A/C di altri esperti. Il mondo, anzi la mente umana, non è cambiato dai tempi di Bacone.

Questa tendenza a un **controllo** incompleto delle nostre credenze è uno dei tanti esempi di **focalizzazione**, cioè di concentrazione su un aspetto parziale di un problema.

Ci si rappresenta una questione in modo semplificato, tralasciando alcune informazioni e si giunge a diagnosi infondate. Ovviamente, questo modo di fare presenta anche dei vantaggi, in termini di riduzione delle informazioni e, quindi, di rapidità di decisione. Come vedremo, molti problemi devono essere semplificati per venire affrontati con i mezzi del nostro pensiero, che sono limitati.

Il caso e la **probabilità** sono ingredienti essenziali della finanza classica e di quella comportamentale, ma il nostro senso comune risente di una tradizione millenaria aliena dalla nozione di probabilità. Ancor oggi, persone colte sono inclini ad attribuire memoria a eventi che non ce l'hanno, per esempio lanci di moneta o estrazioni di numeri al lotto. Sono gli ultimi cascami di una visione animistica del mondo.

Il lancio di una moneta costituisce da sempre l'esempio tipico di un processo generato dal caso. Quando non si hanno altri criteri, si lancia per aria una moneta e si decide sulla base della faccia visibile (per esempio, quando si gioca a calcio, per decidere chi inizia).

Proviamo a prendere in considerazione queste due possibili sequenze di otto lanci successivi di una moneta:

1) testa - croce- testa- croce- testa- croce- testa- croce

2) testa - testa -testa- testa-croce -croce- croce - croce

Immaginiamo di aver cominciato a lanciare una moneta per quattro volte. Supponiamo che sia venuta la prima metà della sequenza 1 oppure la prima metà della sequenza 2. Secondo voi è più facile, se siamo arrivati al quinto lancio, che esca la "croce" se i quattro lanci precedenti hanno prodotto la prima metà della sequenza 1 oppure la prima metà della 2? Potrebbe sembrare che, al quinto lancio, sia più probabile che esca "croce" se i precedenti quattro esiti del lancio sono quelli della sequenza 2 invece che quelli della 1. Immaginiamo adesso di essere al nono lancio. È più probabile che esca "testa" se siamo stati preceduti da otto esiti come in 1 oppure come in 2?

Da un punto di vista ingenuo, il caso scaturisce da un processo di auto correzione tale per cui una deviazione in una direzione dovrebbe indurre una correzione in senso opposto, riequilibrando così la serie. Secondo questa prospettiva, gli esiti precedenti dovrebbero influenzare i successivi: al quinto lancio "croce" ci sembra più probabile in 1 che in 2 e, al nono lancio, "testa" ci sembra più probabile in 2 rispetto a 1.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna,10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

FOCALIZZAZIONE, INCERTEZZA E CONSULENZA

Avendo interrogato duecento consulenti bancari, ho constatato che la maggioranza si rende conto che i dadi e le monete non hanno memoria e che quindi la probabilità che esca testa o croce è la stessa anche se prima sono uscite quattro teste (sequenza 2) oppure due teste e due croci (sequenza 1). Lo stesso all'ipotetico lancio nove.

Gli stessi consulenti, viceversa, non riescono a ben conciliare quest'assunto d'indipendenza dell'esito di un lancio da quello dei precedenti (la moneta non ha memoria) con la constatazione che, se lanciamo una moneta non truccata per otto volte, una dopo l'altra, ottenere quattro teste non ha la stessa probabilità che ottenerne tre, due, una o nessuna. Il punto è sottile: la moneta non ha memoria. Questo però non vuol dire che una sequenza, costruita aggregando otto lanci, abbia le stesse probabilità di ottenere "otto teste" rispetto a "quattro teste e quattro croci"! Ancora, un conto è la probabilità del caso di un singolo lancio, che è indipendente dagli altri; un conto è la probabilità di otto lanci consecutivi aggregati a una sequenza.

Ecco le probabilità del numero di teste quando si lancia una moneta per otto volte (assumendo l'ipotesi che la moneta non sia truccata):

Numero di teste	Probabilità
0	0,004
1	0,031
2	0,109
3	0,219
4	0,273
5	0,219
6	0,109
7	0,031
8	0,004

È evidente che è assai improbabile (4 probabilità su 1000) una sequenza di otto lanci in cui non esca mai "testa", mentre c'è un po' più di una probabilità su quattro che "testa" esca la metà delle volte.

I risparmiatori inesperti affrontano questo problema diversamente: loro pensano che i "mercati" abbiano memoria e la intrecciano con la loro personale memoria dei loro investimenti. Ragione che spiega perché un risparmiatore che possiede da anni il titolo Generali è ancorato a dei prezzi storici più alti (2009) e può pensare che acquistare altri titoli sia conveniente, almeno in una prospettiva a lungo termine, anche quando arrivano a valere meno della soglia psicologica di dieci euro. Di qui il suo stupore quando scopre che questa soglia al ribasso è stata raggiunta di nuovo e addirittura superata all'inizio del maggio 2012!

EFFETTO PLACEBO E CONSULENZA NELLA GESTIONE DEI RISPARMI

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82,6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Comunemente si crede che il processo scientifico sia un avvicinamento graduale alla "verità", nel senso che sappiamo sempre meglio come funziona il mondo (nel caso della psicologia quella parte del mondo che è la specie umana). In realtà, ciò che aumenta è la quantità d'ipotesi false sul funzionamento del mondo, poiché si tratta d'ipotesi che sono state respinte. La finanza comportamentale, con i suoi esperimenti, è stata molto efficace nel dimostrare che la mente umana, in quest'ambito, non funziona come quella del nuovo angelo dell'economia.

È stato relativamente facile, con un lavoro trentennale, trovare dei contro-esempi alle previsioni della finanza classica. È stato molto più difficile costruire la finanza comportamentale come una teoria unitaria. Ancora oggi non ci siamo riusciti.

In questa lezione tratteremo il rapporto tra la finanza comportamentale e l'effetto placebo.

Che cos'è l'effetto placebo?

Immaginate di essere un ricercatore che deve controllare l'azione di un farmaco che si pensa curi la depressione. Per controllare l'efficacia del farmaco, ricorrete a un numero elevato di volontari. Il loro compito consiste nel valutare quanto si sentono allegri giudicando il proprio stato d'animo con una scala che varia da 1 (depressione profonda) a 7 (beatitudine). Poniamo che l'autovalutazione media dei soggetti sia pari a 4,3. In seguito è somministrato il farmaco, e si attende che circoli nel sangue. A questo punto i soggetti procedono a un'altra autovalutazione e si scopre che il valore medio è salito a 6,1. Un'elaborazione statistica dei dati – che tiene conto della variazione interna al gruppo e dell'incremento da 4,3 a 6,1 – vi dice che la differenza è rilevante, poniamo, allo 0,005 (cioè ci sono meno di 5 probabilità su 1000 che sia dovuta al caso). A questo punto vi sembra di poter concludere che la somministrazione del farmaco ha come effetto il miglioramento dell'umore delle persone.

Questa conclusione è infondata. Che cosa fa, invece, uno sperimentatore esperto? Divide i volontari in due gruppi e a uno di essi rivela il punteggio di autovalutazione prima e dopo la somministrazione del farmaco, proprio come nel caso descritto. I soggetti dell'altro gruppo sono trattati nello stesso modo ma, invece del farmaco, ricevono sostanze inattive (per esempio, amido). Supponiamo che, così facendo, il ricercatore scopra che anche in questo caso i punteggi dell'autovalutazione salgano da una media di 4,3 a una media di 6,1. Come potrebbe spiegare questo risultato? Questo secondo gruppo esibisce un comportamento noto agli psicologi e ai medici: le persone rispondono ai farmaci e alle terapie nel modo in cui pensano "dovrebbero" rispondere. Credendo che il finto farmaco sia efficace, ci si convince di averne tratto giovamento. Si parla di "effetto placebo". È un effetto robustissimo. Studi recenti mostrano che più del 90% dei farmaci utilizzati fino al XX secolo, erano creduti efficaci in conseguenza dell'effetto placebo.

Quest'ultimo ha trionfato grazie all'avvento delle psicoterapie come forme di terapia di massa. Oggi è trasmigrato nella finanza comportamentale. Le persone si convincono della bontà dei consigli che danno a se stesse grazie all'effetto placebo, e così si auto-convincono della loro efficacia. Non procedono a un controllo sistematico degli effetti delle credenze che usano nel gestire i propri risparmi. E quindi non credono che dovrebbero essere consigliate da un esperto, che farebbe il loro bene più di quanto non lo facciano loro, o, per lo meno, il bene dei loro risparmi.



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

CHE COSA SONO I BILANCI MENTALI?

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

È attivo tanto nella ricerca di base sul comportamento economico quanto in ambiti maggiormente applicativi, dalla finanza comportamentale alle applicazioni di policy delle metodologie sperimentali. Inoltre il laboratorio promuove l'innovazione nelle metodologie di ricerca (ad esempio sperimentazione nel web) e nel software per la conduzione di esperimenti.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82,6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Esaminiamo un famoso esperimento naturale che sta a cavallo tra la psicologia e l'economia, ovvero il terreno della finanza comportamentale. L'esperimento aiuta a capire la scelta consumo/risparmio, il primo tipo di decisione da cui prende vita la possibilità d'investire.

Le persone decidono di spendere e consumare non soltanto in base alla ricchezza e al reddito corrente di un dato periodo della vita, ma anche in funzione di quello che pensano succederà loro in futuro. Capire il ruolo che giocano le aspettative è cruciale. Come si possono districare gli effetti del reddito corrente da quelli del reddito futuro? Talvolta è possibile trovare in natura, cioè in condizioni naturali, non guidati dallo sperimentatore, casi in cui reddito corrente e reddito atteso si muovono in direzioni diverse.

L'esperimento, studiato da Poterba del Massachusetts Institute of Technology (MIT), è costituito dai tagli fiscali scaglionati dall'amministrazione Reagan negli anni 1981-1983. Le aliquote d'imposta sul reddito dovevano essere ridotte in tre fasi: del 5% nel 1981, del 10% nel 1982 e dell'8% nel 1983, fino alla riduzione totale del 23%. Tali misure, d'impatto rilevante, furono approvate dal Congresso degli Stati Uniti nel luglio 1971 e divennero legge nell'agosto successivo.

Ecco le condizioni per un esperimento naturale: vi è l'aspettativa di una variazione cospicua del reddito netto derivante da una riduzione attesa delle imposte. Tali condizioni ci permettono di formulare la seguente domanda: la prospettiva della riduzione delle tasse, con conseguente incremento del reddito, ha modificato il risparmio delle famiglie americane? Usando le tecniche statistiche dell'econometria, Poterba ha dimostrato che l'attesa di tale incremento ha avuto scarsissimi effetti sui consumi della seconda metà del 1981.

Questo dato dimostra che i consumatori non

tengono conto del reddito atteso nelle loro decisioni di consumo? Non è detto. Trattandosi di un esperimento naturale, si può soltanto dire che le condizioni per un presunto aumento del reddito non comportano necessariamente un aumento dei consumi. È plausibile che gli americani pensassero che le misure sarebbero potute non diventare esecutive; o forse le persone tenevano conto delle variazioni attese del reddito ma non di quelle indotte da una variazione attesa delle imposte. Molte possono essere le motivazioni.

Dagli studi successivi è emerso che gli americani sono ricorsi a quello che in finanza comportamentale è chiamato **bilancio mentale**. La mente umana opera in modo locale, suddividendo in categorie separate entità economiche analoghe, ad esempio tutto quello che possediamo, e le nostre entrate mensili. Nel caso analizzato da Poterba, il punto di origine dell'incremento del reddito mensile influì sulle decisioni di consumo: se fosse stato sicuro che l'aumento derivasse da qualcosa che era considerato permanente, l'atteggiamento generale sarebbe stato più incline al consumo. Quando Greenspan mitigò gli effetti dello scoppio della bolla dei mercati finanziari, dopo il 2000, azzerando quasi il costo del denaro, gli americani furono più propensi ad acquistare case e il prezzo degli immobili s'impennò.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

CHE COSA SONO I BILANCI MENTALI?

Le persone si mostrarono più sicure del valore della proprietà immobiliare che delle promesse di Reagan. Così le banche prestarono i soldi a chi possedeva già una casa, garantendosi con l'aumento di valore dell'immobile. Questi prestiti tennero alti i consumi nonostante i redditi non salivano. Oggi invece, dopo l'ultima crisi, anche se il costo del denaro è molto basso, la paura del futuro induce al risparmio.

Insomma, non trattiamo il reddito al pari di una torta omogenea, e facciamo lo stesso con i nostri risparmi. Siamo persone immerse nella nostra storia. Andiamo verso il futuro volgendo gli spalle e scrutando il passato.

Lo studio degli effetti dei bilanci mentali presenta alcune complessità a livello metodologico. Può essere artificioso ricorrere a un esperimento classico e simulare la stessa situazione, raccontando, per esempio, una storia e domandando poi ai soggetti come si comporterebbero. Rispetto a tale artificiosità è talvolta preferibile l'imprecisione dell'esperimento naturale. E questo vale per molti quesiti della finanza comportamentale. Ecco il dilemma di chi lavora in questo campo di studi: esperimenti in condizioni artificiali o esperimenti in condizioni prive di controlli rigorosi o, ancora, semplice esame di serie statistiche di dati? La risposta più saggia è ovvia: cercare di controllare un'ipotesi con quanti più metodi possibili. In questa prospettiva è cruciale, per la finanza comportamentale, un metodo usato da settori della psicologia: la simulazione.

Consideriamo, per esempio, il dilemma della scarsa partecipazione ai mercati azionari. Un'analisi mostra che la percezione del rischio non è attribuibile soltanto al profilo finanziario dei titoli, ma anche alle caratteristiche personali degli investitori. È stato costruito un modello che tiene conto dei dati già noti (per esempio la diffidenza verso titoli sconosciuti). Questo modello è basato su due proposizioni che precisano

in termini formali come solo gli investitori con un certo livello di fiducia investiranno sui mercati azionari. Si calibra il modello tenendo conto dei vari parametri, per esempio i rendimenti di azioni e obbligazioni del dopoguerra: rispettivamente 12% e 5%. Si riesce così ad abbassare la percezione del rendimento delle azioni (12%), tenendo conto del rischio percepito di essere frodati (tale rischio è misurabile, indirettamente, tramite la sfiducia nei confronti delle grandi società). S'implementa il modello incorporando la differenza tra sfiducia e percezione del rischio. Infine si mostra che il modello spiega non solo le differenze tra gli individui (percezione del rischio), ma anche tra le culture (si passa dal 3% del Brasile al 67% della Danimarca). Gli autori di tale modello, Guiso, Sapienza e Zingales commentano: "Le nostre simulazioni suggeriscono che questo problema della fiducia è abbastanza rilevante da spiegare la percentuale di statunitensi benestanti che non investono sui mercati azionari".

L'eleganza del modello simulativo dei nostri ricercatori ha permesso di correlare comportamenti finanziari con variabili psicologiche personali e fattori culturali. Tale metodo ha il grande vantaggio di far emergere correlazioni che, talvolta, al senso comune, possono sembrare contro-intuitive.

EMOZIONI E CONSULENZA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università di Venezia Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: **I SOLDI IN TESTA**, Laterza, 2011. **PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI**, **IL Sole 24 Ore**, 2008.

La consulenza in ambito finanziario, contrariamente a quello che suppone talvolta il senso comune, non si limita a ridurre le asimmetrie informative, cioè al passaggio di saperi da un esperto a un non esperto. Essa coinvolge anche aspetti emotivi e di fiducia reciproca.

La fiducia è necessaria perché si conoscono a sufficienza gli scenari futuri (incertezza -> diversificazione).

In questi ambiti, se siamo soli, siamo costretti a decidere in situazioni d'incertezza, e questo, purtroppo o per fortuna, ci capita spesso nel corso dell'esistenza. Solo le forti emozioni possono liberarci da un senso d'incertezza e precarietà.

Ecco come Katherine Mansfield (1920, 2004, **Felicità**, Marsilio) descrive la **felicità** all'inizio dell'omonimo racconto:

Cosa ci puoi fare se hai trent'anni e svoltando l'angolo della strada, vieni sopraffatto, all'improvviso, da un senso di felicità - di assoluta felicità ...

Oppure la paura improvvisa, nell'attacco di **Sofia il vento**:

Di soprassalto - molto spaventata - si sveglia. Cos'è successo? È successo qualcosa di spaventoso. No - non è successo niente. È solo il vento che scuote la casa ...

Solo le forti emozioni ci fanno decidere senza decidere. Archie Goodwin non ha mai interrogato un testimone se non nello studio del suo capo, Nero Wolfe. Nell'ultimo giallo, scritto dal quasi novantenne Rex Stout, poco prima di morire, lo fa per la prima e ultima volta:

Lei guardò Wolfe, dritto negli occhi. Poi ... guardò me. "Possiamo andare in un'altra stanza?" Mi alzai. A volte non c'è bisogno di prendere decisioni, neanche col subconscio. Sono già prese. "Certo - dissi.

"La mia stanza è al piano di sopra."
(**A Family Affair**, trad. it. **Nero Wolfe** apre la porta al delitto, Omnibus Gialli Mondadori, 1980, p. 492).

Le forti emozioni, come mostra con grande sapienza Katherine Mansfield, sono transeunti, e la loro natura è talvolta ignota a noi stessi. Purtroppo, pur essendo un forte e benefico carburante per l'azione, quando gestiamo da soli, senza un consulente, i nostri risparmi, le forti emozioni, soprattutto l'euforia, la paura e il rimpianto, ci spingono in direzioni sbagliate. Quando invece le motivazioni per un'azione sono a noi trasparenti, in parte o del tutto, la loro struttura è spesso complessa e il conseguente processo decisionale è articolato nel tempo. Agli altri raramente è evidente quanta intelligenza ci sia nella nostra azione, quante riflessioni e capacità siano state dedicate per raggiungere gli scopi che ci siamo prefissati (Legrenzi, Papagno, Umiltà, **Psicologia Generale. Dal cervello alla mente**. Bologna, il Mulino 2012).

C'è un solo ambito delle azioni umane, almeno tra quelli meno intimi, e per noi rilevanti, in cui questa complessità apparentemente scompare, ed è quando seguiamo le vicende dei nostri risparmi. Le nostre emozioni, paura e euforia, alla fin fine, sono innescate soltanto dall'incremento e, soprattutto, dal calo dei valori dei nostri risparmi.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

EMOZIONI E CONSULENZA

Siamo sommersi di grafici e di spiegazioni (a posteriori), ma poi l'attenzione si concentra sull'esito finale: l'indice di un certo prodotto finanziario è più alto o più basso? è cresciuto più della media dei concorrenti o di un sistema di riferimento appropriato?

Di che cosa abbiamo paura in questi casi? Ovvio: che non si abbia incremento o, peggio ancora, il contrario. Purtroppo quando seguiamo i nostri risparmi abbiamo paura quando non dovremmo averla, e viceversa, come vedremo meglio nelle prossime lezioni.

La paura è un'emozione curiosa: ci assale come in Soffia il vento e non ci possiamo fare nulla, sfugge al nostro controllo. Se è prolungata, diventa ansia. Non possiamo chiedere alle persone se hanno paura di qualcosa per poi procedere a misure: le persone non sanno auto-esaminarsi, se si tratta di capire quanta paura hanno. Capita, come per altre emozioni, ad esempio l'ira, che un accurato esame personale delle nostre paure, e delle occasioni in cui queste si manifestano, tende a trasformarle.

"Solo le persone superficiali impiegano anni per liberarsi da un'emozione. Chi sia padrone di sé può porre termine a una sofferenza con la stessa facilità con cui inventa un piacere. Non voglio essere in balia delle mie emozioni. Voglio servirmene, goderle e dominarle"

Oscar Wilde, *Il ritratto di Dorian Gray*



PAURA E FINANZA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: **I SOLDI IN TESTA**, Laterza, 2011. **PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI**, *IlSole 24 Ore*, 2008.

In generale, una lunga tradizione di ricerca mostra che le persone non hanno paura delle cose veramente pericolose. Si limitano a temere gli eventi soggettivamente paurosi. Questo avviene per motivi diversi: talvolta le persone sono convinte di saper controllare un processo o un'attività più di quanto non ne siano effettivamente capaci. Hanno quindi più paura di viaggiare in aereo (mezzo non controllato e non abituale) che guidare la macchina (si ha l'impressione di padroneggiarla, ma il pericolo oggettivo è maggiore). Talvolta le persone non sanno valutare correttamente il rischio, perché è difficile stimarne l'entità se il fenomeno non tende a ripetersi spesso. Sono necessarie serie storiche relative al verificarsi di eventi analoghi nel passato, e talvolta le serie storiche "diagnostiche" sono troppo lunghe rispetto a quelle che sono le nostre memorie del passato. Risulta di conseguenza difficile divenire consapevoli dei pericoli di cui sono disseminate. Sia perché il pericolo non è percepibile per la sua rarità, sia perché non sembra toccarci direttamente (clima, ambiente, declino economico, terremoti, e così via, cfr. Legrenzi, **Meteo, finanza, terremoti**, *IlSole24Ore*, 19.4.2009). Quando poi l'evento eccezionale, e disastroso, si verifica, la rarità scompare. Con il senno di poi, l'evento sembra inevitabile perché il passato si congela. Di qui la naturale e spontanea tendenza a evocare scenari alternativi in cui l'evento non si è verificato. La nostra mente di fronte a tali scenari evoca la forte emozione del rimpianto. Le recenti vicende processuali relative al terremoto dell'Aquila sono una dimostrazione della forza di tale meccanismo.

Poggi e Viroli, nell'introduzione a un libro sull'educazione finanziaria, ricordano Machiavelli e i suoi inviti agli attori del mondo economico del suo tempo ad adeguarsi ai tempi (cit. in Poggi, Viroli, in **Educazione Finanziaria a Scuola**, a cura di E. Castrovilli, Guerini, 2011, p. 24):

... il che non nasce da altro, se non dalla qualità dei tempi, che si conformano o no col procedere loro (degli attori) ...

Ai tempi di Machiavelli, tuttavia, non si aveva la minima idea della brevità e, al contempo, della estrema lunghezza degli archi temporali che interessano chi decide oggi in scenari economici e finanziari (ci sono operatori che entrano e escono dai mercati per pochi secondi, e qui noi prenderemo nelle prossime lezioni in considerazione intervalli di 111 anni). Inoltre, come tutti i suoi contemporanei, Machiavelli ha un'idea intuitiva dei concetti di rischio e paura e, come vedremo, le intuizioni sui meccanismi di alcune emozioni ci portano fuori strada, almeno in quest'ambito.

In teoria, si potrebbe pensare che paura e avidità si compensino sui mercati finanziari, come ipotizzava Larry Summers, ex direttore del National Economic Council degli Stati Uniti. Sempre in teoria, queste due emozioni potrebbero funzionare come un termostato, controbilanciando le scelte di chi ha paura con quelle di chi ama il rischio. Se un titolo scende, il pauroso lo vende e chi ha un profilo di rischio più audace ne approfitta, e lo compra. Come vedremo le cose non stanno così, e l'ansia e la paura di perdite future, alla luce delle perdite pregresse, prevalgono. Come ammise lo stesso Larry Summers: "Un decennio fa, c'era sui mercati troppa poca paura (e troppa avidità). Ora, all'inizio del 2009, siamo nella situazione opposta. Troppa è la paura." (cfr. l'intervista in Nate Silver, **The Signal and the Noise**, Penguin Press, New York, 2012, pp. 38-39). Come vedremo nelle prossime lezioni, la teoria dei prospetti di Daniel Kahneman, premio Nobel 2002 dell'economia, spiega queste oscillazioni del mix avidità/paura.



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

IL RISCHIO IN FINANZA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82,6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: **I SOLDI IN TESTA**, Laterza, 2011. **PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI**, *IlSole 24 Ore*, 2008.

Nel mondo finanziario odierno il rischio è stato definito in modo preciso e corrisponde all'oscillazione di un valore nel tempo. Questa decisione, a suo tempo, è stata presa per motivi di ordine metodologico: la misura della oscillazione nel tempo, in statistica è chiamata deviazione standard. È molto conveniente "ridurre" il rischio alla misura dell'oscillazione di un valore nel tempo. Si tratta di un valore semplice da calcolare ed è il metro universalmente accettato per misurare la variabilità delle cose (cfr. **L'investimento**, *Le guide di Plus*, *Il Sole 24Ore*, 14.04.2012, p. 54 e **Psicologia e Investimenti**, n° 9/2012, *Le guide di Plus*, ottobre 2012).

L'esempio canonico, tratto da una nota introduzione di Cesarini e Gualtieri (*La Borsa*, *Il Mulino*, 2000, p. 93), è il confronto tra i titoli del tesoro statunitense a 1 mese, a 20 anni e l'indice S&P 500, l'indice cioè più usato per misurare le prestazioni della borsa americana (per una discussione cfr. Legrenzi, *Psicologia e investimenti finanziari*, *IlSole24Ore*, 2006, p. 93). Ecco i valori nel periodo 1926-1993:

Titoli del Tesoro a 1 mese = 3,32 deviazioni standard

Titoli del Tesoro a 20 anni = 8,67 deviazioni standard

Titoli S&P 500 = 20,46 deviazioni standard

La teoria classica assume che i valori di borsa, oscillando di più, sono anche più rischiosi rispetto ai titoli del Tesoro.

Robert E. Whaley, professore alla Vanderbilt University, in un articolo del 1993, introdusse l'indice VIX. Il VIX è calcolato sulla base dalle aspettative di volatilità dei mercati relative al prossimo mese. Quanta più alta è l'incertezza su quello che faranno i mercati di qui a un mese, tanto più l'indice VIX è alto. L'incertezza è desunta

dalle scommesse sul futuro degli operatori. Per dare un'idea, il VIX è storicamente oscillato da circa 10 a 60 (valore della settimana del 20 ottobre 2008, e nella prima settimana di aprile 2012 è a 16).

Contrariamente a molte credenze popolari, codificate nel romanzo dell'inglese Robert Harris (**L'indice della paura**, Mondadori 2011, **The Fear Index**, Hutchinson 2011), il VIX non è una misura della paura, ma dell'incertezza delle previsioni su come andranno i mercati tra un mese. E, in realtà, è utile come indice dell'incertezza degli operatori più che per fare previsioni. Infatti, se confrontiamo la volatilità prevista per il mese successivo, troviamo una correlazione molto alta con quella del mese appena trascorso (dati dal 1990 al 2009).

In realtà, la paura ha a che fare non tanto con le oscillazioni di valore dei mercati quanto con l'aspettativa, fondata o meno, di temute discese dei mercati, o, più precisamente, con il timore che la discesa già avvenuta inneschi altre discese, o addirittura la scomparsa di un titolo dal listino. Nel caso delle obbligazioni, si teme l'eventualità estrema che l'emittente non sia in grado di onorare l'impegno di pagamento degli interessi, o addirittura il rimborso del capitale (caso Grecia). Il VIX, invece, misura oscillazioni, sia in salita che in discesa.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

IL RISCHIO IN FINANZA

È noto che le discese fanno più male di quanto non siano piacevoli salite della stessa entità, secondo la funzione del valore studiata da Kahneman e verificata empiricamente in molti scenari, non solo quelli economici. Ne consegue che noi non abbiamo paura tanto del fatto che i valori oscillino, quanto dei valori che stanno andando o sono andati in giù. Infatti, una salita non compensa mai "psicologicamente" una discesa di pari entità. Data la maggiore oscillazione dei mercati azionari rispetto a quelli obbligazionari, è più probabile che i primi subiscano forti discese rispetto ai secondi (nell'anno peggiore, dal 1926 al 1993, i titoli del tesoro statunitensi sono scesi del 9%, la borsa del 43%: l'ultimo decennio è stato molto significativo a questo riguardo). Di qui la maggior paura per i titoli azionari dovuta anche al fatto che le persone, non guidate da un consulente, tendono a muovere i loro titoli tenendo presente quello che è successo in un passato di durata molto breve. La guida di un consulente oggi è più indispensabile che in passato perché, come osserva saggiamente Marco Liera (Sole24Ore, 25.11.2012, p. 16):

"L'investitore saggio dovrebbe dimostrare di aver capacità di adattamento ai nuovi scenari, evitando di illudersi di tornare alla presunta "normalità" dei tempi che furono".

RISCHIO E PREMIO AL RISCHIO

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: *I SOLDI IN TESTA*, Laterza, 2011. *PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI*, *IlSole 24 Ore*, 2008.

Si presume che i risparmiatori debbano essere risarciti del maggiore rischio delle azioni rispetto alle obbligazioni. Questa valutazione è coerente con il maggiore rendimento delle azioni rispetto alle obbligazioni. Il differenziale, di conseguenza, potrebbe in linea teorica venir concepito come la compensazione per la paura d'improvvisi e dolorose discese. In altre parole il timore di crolli temporanei dei mercati va risarcito con più alti rendimenti medi.

Si pensi che, dal 1926 a oggi, abbiamo avuto sette anni di calendario (dal 1° gennaio al 31 dicembre) in cui gli investitori statunitensi hanno perso in borsa più del 20%, mentre questo non è mai accaduto per le obbligazioni. Ora i dati mostrano che questa spiegazione della natura del cosiddetto premio al rischio, e cioè il differenziale positivo che premia i rendimenti azionari rispetto a quelli obbligazionari, non è completa nel senso che il premio al rischio appare di entità esagerata, almeno sul piano di una razionalità che non tenga conto degli effetti amplificatori del dolore innescato dalle perdite e della conseguente paura.

Se consideriamo i mercati statunitensi lungo il più che secolare intervallo di tempo che va al 1900 fino alla fine dell'anno scorso, la differenza di rendimenti annui, in termini reali (tolta cioè l'inflazione), è di più del 4%, essendo il rendimento medio delle azioni del 6.3%, mentre quelle delle obbligazioni governative del 1.8%. Il valore statunitense è rappresentativo di una storia di successo, anche se Australia, Sud Africa e Sve-

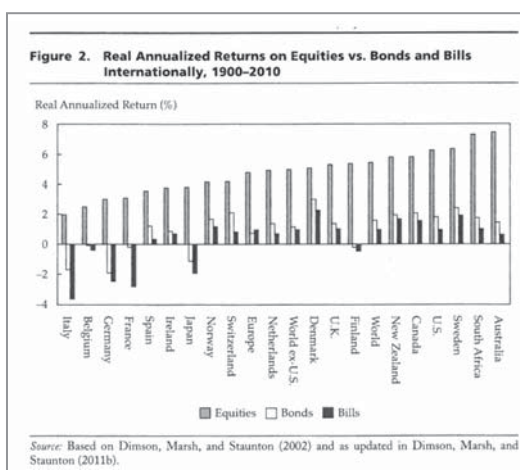
zia hanno fatto meglio di quel paese (cfr. Fig. 2). La media di tutte le borse del mondo, tranne gli USA, è soltanto del 5% (cfr. Dimson, Marsh, Stanton, 2011, p. 33 e segg., e Fig. 2).

La Fig. 2 ci mostra le differenze di rendimento

tra venti paesi, l'Europa e il mondo (senza gli USA). A prima vista risaltano le forti differenze, anche se nessun paese falsifica l'assunto che sui tempi lunghissimi (111 anni!), le azioni battano le obbligazioni. In questa superiorità delle azioni, i dividendi hanno avuto il ruolo più rilevante: spiegano più dei tre quarti dell'incremento totale. Nel periodo

1900-2011 il rendimento medio dei dividendi è stato il 4.1%, rispetto al ritorno medio delle azioni del 5.4%. È un dato curioso. Sul breve e medio termine, quello su cui per solito decidono gli investitori, il peso dei dividendi è spesso trascurato. Le azioni che hanno dato dividendi alti sui tempi lunghi hanno reso complessivamente molto di più, e questo si è ripetuto anche in questo secolo. Il rendimento medio dei dividendi dei paesi di cui in Fig. 2 è attualmente del 2.7%, più basso purtroppo della media storica.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

RISCHIO E PREMIO AL RISCHIO

Questi dati sembrano indubbiamente favorire le azioni sulle obbligazioni. Eppure da un decennio la grande maggioranza dei risparmi preferisce le seconde alle prime. Il fatto è che un decennio corrisponde a un intervallo consono ai tempi "umani", rispetto al disumano "più di un secolo" (cfr. Fig. 2). È la nostra esperienza dei mercati quella che conta, l'esperienza che facciamo nel corso della nostra vita, e non le statistiche che coprono più di un secolo. Gli episodi di crisi, come quella che stiamo attraversando, con i suoi riflessi sui mercati, hanno superato le attese più pessimistiche. Osserva al riguardo Nassim Taleb, nel suo ultimo saggio *Antifragile* (2012, p. 34):

"I professionisti della gestione del rischio si basano sugli episodi del passato che corrispondono "al peggior scenario possibile". E usano questi scenari negativi per stimare i rischi futuri, nell'ambito dei cosiddetti "stress test". Essi considerano la peggior recessione, guerra, disoccupazione, cambiamento storico dei tassi. Ed è questo il loro criterio per stimare il peggior scenario possibile futuro. E tuttavia trascurano questo fatto: il peggior scenario possibile, quando capita, supera i peggiori del passato. Ho chiamato tale aporia il problema di Lucrezio, ispirandomi al filosofo latino che scrisse che lo sciocco crede che la più alta montagna del mondo sia la montagna più alta che ha visto ... analogamente Alan Greenspan, precedente responsabile della Federal Reserve, si scusò con il Congresso adducendo il classico "non era mai successo prima".

LE LUNGHE SERIE STORICHE CI ILLUDONO. L'ANTIFRAGILITÀ DI TALEB.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: *I SOLDI IN TESTA*, Laterza, 2011. *PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI*, *IlSole 24 Ore*, 2008.

Alla fine della lezione precedente, la n° 14, avevo citato l'ultimo libro di Nassim Taleb, **Antifragile**, appena pubblicato da Random House. E l'avevo citato parlando delle tecniche volte a prevedere "il peggior scenario possibile", a partire dalla serie storica delle criticità del passato (è press'a poco quello che fanno le banche quando elaborano i cosiddetti **stress test**). Se noi esaminiamo lunghe serie storiche, e le rappresentiamo in grafici come quello della Fig. 2 (lezione 14) compiamo un'operazione statisticamente corretta, ma indirettamente possiamo contribuire a ingannare il lettore-risparmiatore, e il consulente che lo assiste. E lo inganniamo perché gli lasciamo credere che quella regolarità si traduca in una regola, cioè qualcosa su cui può contare invariabilmente (per esempio nello scegliere la strategia di allocazione dei risparmi, cioè nel mix azioni-obbligazioni-immobili). Questi grafici mostrano, al contrario, una regolarità che - se esaminata sui tempi consoni alla durata della nostra vita, e persino di quella dei risparmiatori meno impazienti e più saggi - è continuamente violata. Se così non fosse, i mercati non ci darebbero sorprese, e noi non avremmo mai paura di quel che ci può riservare il futuro. E invece il mondo della finanza è continuamente sorprendente. Succedono cose non previste dagli esperti, o, almeno, non prevedibili in quei termini e con le dimensioni in cui poi capitano. La crisi recente ci ha reso familiari con questo stato di cose.

Qual è la ricetta per farvi fronte? Secondo Nassim Taleb, il nostro vocabolario quotidiano ci fornisce due concetti, quello di fragilità, e quello di robustezza, che è poi il contrario di fragilità: le cose robuste non si rompono, sono infrangibili. E tuttavia le cose robuste si limitano a resistere, aspettando tempi migliori. Sono simili al corpo dell'antico re Mitridate, che prendeva un po' di veleno ogni giorno, per diventare invulnerabile agli avvelenamenti. Quando facciamo così, cono-

sciamo all'incirca la natura dell'imprevedibile e ci attrezziamo per farvi fronte prevenendolo, e rendendo corpo e mente più robusti. Purtroppo oggi i sistemi economici e finanziari ci mettono di fronte a incertezze e non a rischi, e all'impossibilità di calcolare l'entità dei possibili guai del futuro a partire da quelli del passato.

I sistemi anti-fragili, invece, si nutrono delle sorprese, le incorporano dopo che sono capitate, imparano da esse, si modificano diventando così sempre più anti-fragili.

Da un punto di vista teorico generale, il concetto di antifragilità non è poi così nuovo. Ci si rifà all'antica massima di Charles Darwin: "Chi sopravvive meglio non è il più intelligente, non è il più robusto, ma chi si adatta meglio ai cambiamenti". La differenza è che nell'evoluzione darwiniana questo processo è nascosto, perché avviene su tempi plurimillenni. Taleb invece cerca di convincerci a ispirare a questo principio le nostre vite.

Taleb ci invita a stabilire la quota di risparmi che ci possono servire, nello scenario più negativo possibile, e separarla, differenziandola, dalla quota dedicata alle future generazioni. I primi devono essere messi in strumenti super-sicuri, con i secondi invece (in genere sono una fetta molto inferiore, se non per i super-ricchi) possiamo prendere rischi fidandoci delle serie storiche come quelle di Fig. 2.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



SWISS & GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Fondazione
Università
Ca'Foscari



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

LE LUNGHE SERIE STORICHE CI ILLUDONO. L'ANTIFRAGILITÀ DI TALEB.

In conclusione, non un singolo portafoglio, in cui è distribuito il "nostro" livello di rischio, ma una torta fatta di due fette molto diverse. Non è un consiglio nuovo. È esattamente quello che hanno spiegato con dovizia di dati Bodie e Taqu (**Risk less and prosper**, Wiley 2012, cap. 5), ricordando che i tempi lunghi della superiorità indubbia delle azioni sono troppo lunghi per la maggioranza degli umani. A parte la Grande Depressione, spesso paragonata alla nostra crisi attuale, "se avessimo comprato l'indice statunitense nel 1965, ci sarebbero voluti 18 anni prima di vedere un rendimento reale positivo, e alla fine del 2010 abbiamo terminato un ventennio in cui il rendimento reale medio è stato del 4%" (e non quello della Fig. 2).

I consigli diventano meno scontati quando Taleb cerca di convincerci a impostare la nostra vita secondo l'antifragilità. Non si tratta solo di fare una vita frugale, imparando ad avere bisogno di poco. Dobbiamo inoltre scegliere i lavori e utilizzare il tempo libero adottando precetti volti a garantire la nostra anti-fragilità. Ad esempio il posto fisso è fragile, perché dipende da un solo datore di lavoro. Lavori come il taxista, l'artigiano, il consulente, la donna di servizio sono anti-fragili, perché non dipendono da un solo datore di lavoro, che può fallire e licenziarci. Insomma dipendono noi, e non dall'esterno. Il tempo libero dedicato ai libri e alla cultura è anti-fragile, mentre quello dedicato ai consumi o al turismo è vulnerabile, e così via (la ricetta si applica a diete, medicine, salute, sistemi politici, e quant'altro).

Più in generale, le persone che non risparmiano sono fragili, quelle frugali non lo sono, e diventano col tempo abbienti.

Sul **Sole240re** (2 dicembre, p. 12), Fabrizio Galimberti risponde a una lettera di Luca Martello. Il lettore gli scrive:

"Lavorando in banca da decenni, ho potuto farmi un'idea su come si evolvono nel tempo i patrimoni familiari. La mia conclusione è che i poveri rimangono poveri perché non vogliono risparmiare. È come se il povero avesse paura di morire, senza aver utilizzato tutto ciò che ha guadagnato, giorno per giorno ... per i poveri le ricchezze si disperdono come acqua nel deserto".

Risponde Galimberti: "Lei dice: i poveri sono tali perché non risparmiano, non perché non hanno voglia di lavorare ... ma ci sono abbastanza casi di gente che ha cominciato povera e si è fatta ricca, per concludere che l'importante è la massima eguaglianza dei punti di partenza."

Una recente e ingegnosa ricerca di Shah, Mullainathan e Shafir (**Science**, 2 novembre 2012) ha creato condizioni sperimentali di ricchezza e povertà. Gli autori hanno cambiato il budget di "punti" destinato a chi partecipava a un gioco difficile che richiedeva l'uso di questi punti. I risultati interessanti sembrano dare ragione a Luca Martello. Si è scoperto che coloro che decidono in condizioni di "povertà" si concentrano sulle scelte immediate, dato il loro limitato margine di manovra, trascurando una prospettiva a lungo termine: "i poveri risparmiano, ma per

uno scopo specifico, non fanno risparmi fine a se stessi" (p. 684). Taleb direbbe che chi si comporta così è fragile. Chi invece costruisce margini di manovra, con anche piccoli risparmi, ma aspecifici, è antifragile.

Non sempre la percezione di ciò che è antifragile è corretta. Gli italiani hanno due terzi dei risparmi investiti in immobili, e questa percentuale supera l'80% per gli ultra sessantenni (Dalla Zuanna e Weber. **Cose da non credere**, Laterza 2011). Lo hanno fatto per difendersi da eventuali circostanze avverse. Eppure un immobile per definizione, non si può spostare, non è facile da vendere, non se ne conosce il prezzo esatto, è costoso da mantenere. Ciononostante, per l'italiano medio, che si basa sulle sue personali esperienze storiche, era l'emblema dell'antifragilità. Il fondo sovrano norvegese, il più ricco del mondo con un patrimonio di \$660 miliardi, possiede lo 0.3% in immobili, 60.3 in azioni e 39.4% in obbligazioni (1.12.2012, dbanerjee2@bloomberg.net). Ora progetta d'arrivare, col tempo, fino a quasi il 5% in immobili e, di questi, possedere l'1,7% negli Stati Uniti. La Norges Bank, che gestisce il fondo norvegese, deve solo pensare alle future generazioni.

BILANCIO DI FINE ANNO: PRECISI MA NON ACCURATI

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: *I SOLDI IN TESTA*, Laterza, 2011. *PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI*, *IlSole 24 Ore*, 2008.

Con la fine del 2012 si chiude un lungo periodo in cui le previsioni degli esperti sono state spesso disattese rispetto a quello che è poi successo sui mercati e nel mondo. Una fase piena di sorprese, e non sempre piacevoli. Come ho già detto, abbiamo imparato persino a misurare le sorprese, rilevando quante volte il mondo non va come ci si sarebbe aspettati (Swiss & Global ha elaborato un suo indice delle sorprese, basato sullo scarto tra previsioni ed eventi successivi). Tutto il lungo periodo della crisi è iniziato con la sottovalutazione da parte di S&P e Moody's del rischio associato ai mutui immobiliari statunitensi.

Questa sottovalutazione ci ha spostato dagli scenari rassicuranti del rischio calcolato, quello cioè che si presume misurato dalle agenzie di rating, alle paludi dell'incertezza. Come ha ricordato con una miriade di dettagliate analisi Nate Silver, nel suo saggio *The Signal and the Noise* (2012), il dramma più profondo della nostra cosiddetta età dell'informazione è dovuto al fatto che, sebbene le conoscenze sugli andamenti del mondo stiano crescendo, in parallelo cresce sempre di più il dislivello tra quello che abbiamo imparato e quello che crediamo d'aver imparato sul mondo. Questo gap non è stupefacente: quando s'incomincia a capire qualcosa, gli interrogativi si moltiplicano. In sintesi, come diceva Chomsky, questo scarto dipende dal procedere razionale e scientifico che trasforma i misteri in problemi. Questi ultimi, a loro volta, ne generano, a cascata, molti altri.

La differenza tra il sapere e il credere di sapere si accompagna a predizioni verosimili, che appaiono molto precise, ma non sono accurate. Moody's faceva dei computi precisi fino al decimale, e misurava così i rischi associabili ai vari scenari. Purtroppo queste valutazioni non erano accurate. E non lo erano perché i periodi su cui si basavano i calcoli erano troppo corti, o le

situazioni prese in esame non erano basate su campioni abbastanza ampi. Per esempio non si pensava che negli Usa, non avendo memoria di bolle immobiliari almeno da una generazione, potesse formarsi una gigantesca bolla immobiliare al rialzo (non riconosciuta per tempo come tale). Eppure si era verificata in Giappone, a partire dagli inizi degli anni novanta. Fare previsioni precise e non accurate è come credere di saper tirare bene con una pistola perché le pallottole finiscono sempre nello stesso punto del bersaglio. Ma quel punto può non essere il centro del bersaglio, anche se noi pensiamo di essere abili perché tiriamo sempre nello stesso punto. E, per complicare le cose, il bersaglio può qualche volta essere colpito per puro caso.

Nel romanzo di Italo Calvino *Il cavaliere inesistente* si narra dell'amore di Rambaldo per la bella Bradamante, a sua volta innamorata di Agilulfo, il cavaliere inesistente. Bradamante "fa insieme a Rambaldo una gara di arcieri; lei lo sgrida e non l'apprezza; lui non sa che è per gioco:

- Colpisci il segno ma sempre per caso.
- Per caso? Se non sbaglio una freccia!
- Anche t'andassero bene cento frecce, sarebbe sempre per caso!
- Cosa mai allora non è per caso? Chi riesce a riuscire non per caso?

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



SWISS & GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Fondazione
Università
Ca' Foscari



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

BILANCIO DI FINE ANNO: PRECISI MA NON ACCURATI

Lentamente Agilulfo s'avvicinò, prese l'arco ... I suoi movimenti non erano quelli dei muscoli e dei nervi che cercano d'approssimarsi a una mira: egli metteva a loro posto delle forze in ordine voluto, fermava la punta della freccia nella linea invisibile del bersaglio... La freccia non poteva che andare a segno. Bradamante gridò: - Questo sì è un tiro!"

Più in generale i tiri con l'arco, e le predizioni, possono essere di quattro tipi:

- 1) non accurate e non precise (i colpi vanno lontani dal centro e in modo disperso)
- 2) accurate e non precise (colpi alla stessa distanza dal centro ma dispersi)
- 3) non accurate e precise (colpi concentrati nella stessa zona del bersaglio, ma non in centro)
- 4) accurate e precise (colpi concentrati tutti nel centro).

E anche nel caso 4, bisogna saper distinguere quando si centra perfettamente il bersaglio grazie alla fortuna, e quando lo si fa con abilità.

Se un campione di osservazioni è ristretto, possiamo non capire come stanno le cose perché scambiamo l'abilità per il caso e la fortuna (i gestori che battono continuamente gli indici per due, tre anni o anche più: ma quanti sono i gestori in totale? e qual è il periodo complessivo di tempo considerato?).

SUI TEMPI LUNGI SI RITORNA ALLA MEDIA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: *I SOLDI IN TESTA*, Laterza, 2011. *PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI*, *IlSole 24 Ore*, 2008.

Sta per iniziare un nuovo anno ed è quindi la buona occasione per cercare di esaminare non in termini ultra secolari, ma per periodi più corti la media dei rendimenti delle varie borse mondiali. I rendimenti sui tempi lunghi possono essere un inganno. Come ricorda David Dreman in **Contrarian Investment Strategies. The Psychological Edge** (Free Press, 2012): "La storia dei mercati ci fornisce continui esempi della credenza illusoria che le deviazioni dalla norma siano la nuova norma. Gli investitori, a metà del 1982, pensavano che le azioni non fossero più un buon investimento e Business Week fece un numero speciale intitolato "La morte delle azioni" (il valore del Dow era allora inferiore a quello del 1965). Da allora al 1987 il valore del Dow era quadruplicato. Alla fine del 1990, l'opinione corrente era che i mercati "orso" fossero cosa del passato perché la Fed aveva imparato a padroneggiare il ciclo economico" (p. 72). In realtà le medie sui tempi molto lunghe sono indicative proprio del fatto che, prima o poi, si ritorna alla media, secondo il noto principio della "regressione verso la media", che vale non solo in borsa ma anche nelle prestazioni degli sportivi (cfr. T. J. Moskowitz, J. Wertheim, **Scorecasting**, Crown Archetype, 2011). Se è vero che sui tempi lunghi si ritorna alle medie storiche, è anche vero che per gli investitori e il loro mondo questi tempi sono troppo lunghi. E allora si è tentati, ogni volta, dal pensiero che il mondo è cambiato, e si escogitano teorie e spiegazioni per render conto di questo cambiamento. La regressione verso la media è un meccanismo anti-intuitivo e David Dreman è più duro: "Dato che gli esperti dei mercati non conoscono i principi della regressione più di quanto non li conosca l'uomo comune, ogni volta si inventano teorie spurie per spiegare gli scostamenti dalla media, nel bene e nel male" (p. 73, op cit.).

Torniamo così alla nostra media sui 110 anni. Si badi bene che la graduatoria relativa ai rendimenti delle borse nei vari paesi su un arco di 110 anni non è più che tanto influenzata dal fatto che il metro di misura utilizzato per tutti i paesi è il dollaro, contrariamente a opinioni diffuse e basate sulle esperienze personali (sempre su intervalli non abbastanza lunghi). Se confrontiamo, in Fig. 3, i rendimenti reali nella valuta locale e in dollari, le differenze, su un arco di tempo di 111 anni, sono minime. La graduatoria continua ad avere a un estremo l'Australia e, all'altro, l'Italia, fanalino di coda.

Ovviamente 111 anni sembrano un'era biblica rispetto alle comuni esigenze, calcoli, speranze, emozioni di un risparmiatore medio. E, in effetti, lo sono, e, per capire un po' di più, è bene cominciare a segmentare il periodo. Facciamo una cosa semplice. Spacchiamo il secolo scorso in due. Tormentata è stata la prima metà, dal 1900 al 1945: due guerre mondiali, una depressione in mezzo, timore del comunismo ed inizio della guerra fredda. Insomma, per un motivo o per l'altro, il rendimento medio delle azioni USA è stato del 3.4% in termini reali. Nel mezzo secolo successivo abbiamo avuto altri timori: crisi di Cuba, guerra fredda, terzo conflitto mondiale, diffusione delle atomiche.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



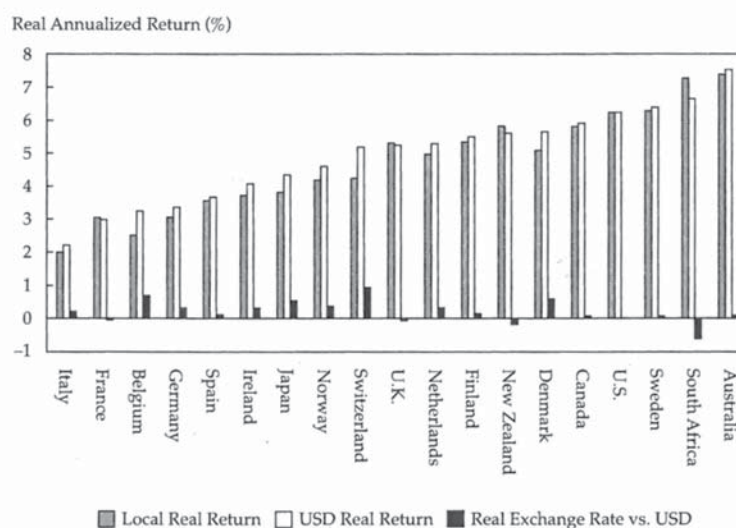
LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

SUI TEMPI LUNGI SI RITORNA ALLA MEDIA

Per fortuna, nessuno dei guai temuti è capitato. In compenso abbiamo avuto un incremento incredibile della produttività, grazie alle nuove tecnologie, e una diffusione della democrazia. Il rendimento medio delle azioni è stato del 9% dal 1950 al 1999. Anche le riflessioni dell'entità del premio al rischio sono state influenzate dagli scenari.

Si tenga presente che il rendimento medio su 111 anni è per l'appunto una media che ha presentato forti oscillazioni. I test statistici ci permettono di estrapolare i rendimenti reali che possiamo aspettarci per i prossimi 111 anni. Questi potrebbero oscillare dal 3% al 10%, e quindi essere anche più bassi del valore medio che abbiamo visto nei precedenti 111 anni. Potremmo persino pensare, sul piano puramente statistico, che l'entità del premio al rischio del secolo scorso è stata anomala e che il suo valore nel prossimo secolo non sarà così alto (cfr. Nate Silver, *The signal and the noise. Why so many predictions fail - but some don't*. Penguin Press, New York, 2012).

Figure 3. Real Annualized Equity Returns in Local Currency and U.S. Dollars, 1900–2010



Source: Based on Dimson, Marsh, and Staunton (2002) and as updated in Dimson, Marsh, and Staunton (2011b).

L'ENTITÀ DEL PREMIO AL RISCHIO E LA SCELTA TRA AZIONI E OBBLIGAZIONI

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

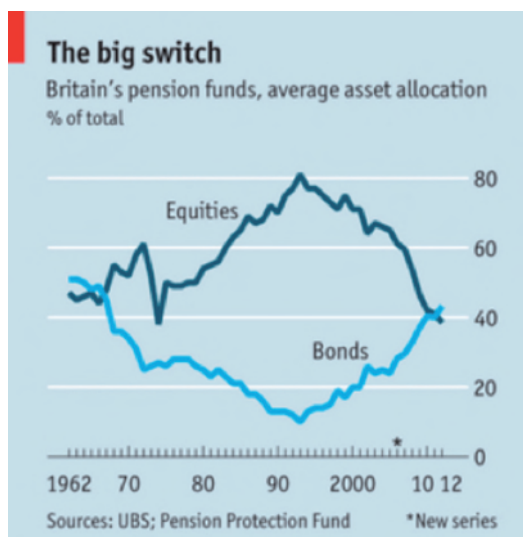
Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: *I SOLDI IN TESTA*, Laterza, 2011. *PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI*, *IlSole 24 Ore*, 2009.

Quando, nel 1985, Mehra e Prescott scrivono il loro classico lavoro sull'entità del premio al rischio si domandano, alla luce dei dati del dopoguerra, come mai questo valore sia così alto. Le persone hanno così tanta paura e così poca fiducia nei mercati azionari, al punto da voler essere compensate in misura rilevante della paura di maggiori oscillazioni impreviste, soprattutto se si tratta di discese? Grazie a Kahneman, sappiamo che solo un'emozione forte come il dolore, collegata a discese rapide dei mercati, può spiegare l'entità eccessiva, e quindi teoricamente irrazionale, del premio al rischio. Secondo i calcoli di Mehra e Prescott, basati sulla durata media degli investimenti, le persone avrebbero dovuto avere molta meno paura e fidarsi di più delle azioni per collocare i loro risparmi (cfr. Legrenzi, 2009, p. 64 e segg.). Di qui la credenza, assai diffusa tra i risparmiatori anglosassoni della passata generazione, che nessun investimento - sui tempi lunghi - riesca a battere le azioni.

Oggi convinzioni di tal fatta sono meno popolari tra la nuova generazione: nel trentennio che finisce nel 2012, le azioni statunitensi hanno battuto le obbligazioni governative solo di poco più dell'1%. Se poi si considera il nuovo secolo, e cioè gli scorsi 12 anni, le azioni hanno reso il 7.6% in meno delle obbligazioni. E questo non è avvenuto solo negli Stati Uniti, ma in tutto il

mondo (la differenza negativa è del 6% in Europa e di poco più del 6% nel mondo).

Secondo Buttonwood, sull'*Economist* del 1-7 dicembre 2012, i due mercati "orso" del nuovo secolo hanno fatto traballare la convinzione nella presunta superiorità delle azioni anche per intervalli di una certa lunghezza, quali sono quelli che interessano i fondi pensione, una vecchia e consolidata tradizione britannica. Dallo schema a fianco riportato, si vede come si sia tornati indietro di mezzo secolo nella proporzione di azioni e obbligazioni detenute dai fondi pensione britannici.



The Economist, December 1st - 7th 2012

Fu George Ross Goobey, il responsabile del fondo pensione dell'Imperial Tobacco, a sostenere per primo, negli anni cinquanta, che le azioni erano l'allocatione più adatta per un fondo pensione. In effetti i fondi pensione erano interessati ai tempi lunghi, e non erano quindi influenzati dai cambiamenti a breve termine dei listini azionari.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



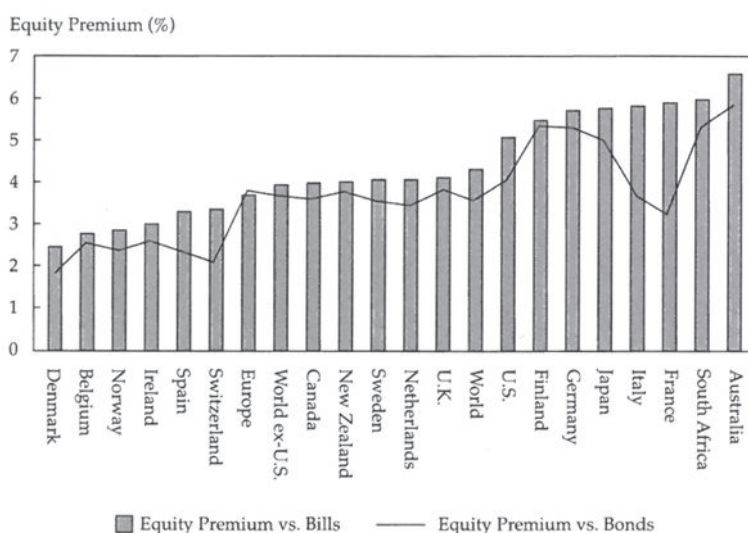
LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

L'ENTITÀ DEL PREMIO AL RISCHIO E LA SCELTA TRA AZIONI E OBBLIGAZIONI

Con un orizzonte lungo si poteva trarre vantaggio proprio dall'entità del premio a rischio, studiata da Mehra e Prescott e descritta nella figura 4 sotto riportata.

Gli esperti dei fondi pensione britannici si accorsero tuttavia che le azioni stavano diventando molto care e cominciarono a ridurne il peso fin dagli anni novanta, dopo che avevano raggiunto la proporzione del 81% dei loro portafogli nel 1993. Le vicende dell'ultimo eccezionale dodicennio hanno fatto il resto e oggi i fondi pensione hanno il 43,2% in obbligazioni e il 38,5% in azioni: il sorpasso è tornato dopo quasi sessant'anni (cfr. schema). È interessante ricordare come gli esperti dei mercati abbiano anticipato il largo pubblico che ha continuato ad avere sempre fiducia, fino allo scoppio della mega-bolla all'inizio del nuovo secolo.

Figure 4. Worldwide Annualized Equity Risk Premium Relative to Bills and Bonds, 1900-2010



Note: Statistics for Germany are based on 109 years, excluding the hyperinflationary years of 1922-1923.
Source: Based on Dimson, Marsh, and Staunton (2002) and as updated in Dimson, Marsh, and Staunton (2011b).

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

FOLLOW US ON



I TEMPI LUNGI SONO DIS-UMANI: ARDUO TENERNE CONTO

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: **I SOLDI IN TESTA**, Laterza, 2011. **PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI**, **IL Sole 24 Ore**, 2009.

I dati di questo nuovo secolo sono ben diversi da quelli medi rilevati nel lungo passato descritto nella Fig. 4 della lezione uscita giovedì scorso. In Fig. 4 si constata direttamente l'entità del premio al rischio associato alle azioni rispetto a obbligazioni e titoli di stato. Ricordo come, in Fig. 4, l'Italia risalga molte posizioni dall'ultimo posto, in cui era finita in Fig. 2 e 3 (cfr. precedenti lezioni), perché le obbligazioni hanno avuto nel nostro paese rendimenti reali negativi. Di questo i risparmiatori non hanno avuto per anni piena consapevolezza, data la difficoltà a ragionare in prezzi relativi e prezzi reali in luogo di prezzi nominali (torneremo su questo punto). I titoli di stato al 18% piacevano, anche se l'inflazione era al 20%. Erano quindi preferiti alle azioni, sorprendentemente dal punto di vista della razionalità economica. L'Italia in passato è stata caratterizzata da un cospicuo premio al rischio, cioè una forte convenienza delle azioni su obbligazioni e titoli di stato. Questa convenienza è sfuggita ai più: risulta facilmente comprensibile la soddisfazione di un rendimento nominale del 18% dei BOT, trascurando il peso dell'inflazione.

Ricordo che, molti anni fa, cercai di esemplificare questo meccanismo (che gli esperti chiamano **illusione monetaria**, termine coniato da Keynes, e da lui discusso a lungo) a un importante dirigente. Questi era responsabile di una banca che aveva uffici in più di venti paesi. In uno di questi paesi, l'inflazione è del 15% annuo. In un altro paese del 2%.

"Immagina - gli dissi - due impiegati. Entrambi lavorano come apprendisti in una filiale di due paesi in cui il tasso d'inflazione è diverso. Entrambi hanno uno stipendio iniziale di mille euro. Dopo un anno soddisfacente, sono assunti definitivamente con un aumento, rispettivamente del 2%, dove l'inflazione è del 2%, e del 15%

dove l'inflazione è del 15%. Quale dei due sarà più contento? L'impiegato il cui stipendio passa da 1.000 euro a 1.020 euro? O l'impiegato il cui stipendio passa da 1.000 euro a 1.150 euro?"

Intuitivamente il secondo, anche se l'aumento reale, in termini d'incremento percentuale del potere d'acquisto, è il medesimo. Lo stesso vale per i titoli di stato: piacevano di più quelli di una volta con un rendimento del 18% che non quelli analoghi di oggi con un rendimento del 4%, anche se nel primo caso non coprivano l'inflazione, mentre oggi quelli al 4% la pareggiano ampiamente.

Ora, anche su tempi meno secolari di quelli della Fig. 4, considerando l'indice Comit di quando io avevo 35 anni (e cominciai sistematicamente a risparmiare, per la prima volta in vita mia, non con uno scopo prossimo e definito, come l'acquisto di un'auto o una vacanza, ma in vista di un futuro indeterminato), troviamo al 22 dicembre del 2012, esattamente 35 anni dopo, un incremento di 47,5 volte, con un rendimento medio annuo dell'11,7 al lordo delle imposte e del costo bancario di mantenimento del portafoglio (entrambi in passato modesti). E' stata così ampiamente superata l'inflazione media di questi 35 anni, pari al 5,7% annuo.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

I TEMPI LUNGI SONO DIS-UMANI: ARDUO TENERNE CONTO

Come osserva Marco Liera (*ilSole24Ore* del 23.12.2012), un risultato come questo può essere ottenuto alle seguenti condizioni:

- 1) comprare l'indice della borsa e non singoli titoli, diversificando così il portafoglio sulla base della capitalizzazione delle diverse azioni presenti nell'indice Comit;
- 2) reinvestire i dividendi;
- 3) restare indifferenti a boom e crolli delle quotazioni.

L'ultima è la condizione più difficile da ottemperare. Se le discese non ci facessero molto più male delle salite, come dimostra la funzione del valore di Kahneman, essere indifferenti alle perdite temporanee e puntare sui tempi lunghi non dovrebbe essere così difficile. Purtroppo questa è una caratteristica della mente degli uomini, e persino di quella delle nostre cugine scimmie, come ho mostrato nel libro *I soldi in testa*.

"... il mio sogno era lo sviluppo di una macroeconomia comportamentale coerente con lo spirito originario della Teoria Generale di John Maynard Keynes (1936).

La dottrina macroeconomica non avrebbe più sofferto delle conseguenze di soluzioni di breve termine come le sintesi neoclassiche, che avevano ignorato l'enfasi posta nella Teoria Generale sul ruolo di fattori psicologici come i bias cognitivi, la reciprocità, la correttezza, l'effetto gregge o sociologici come lo status sociale.

Il mio sogno era rafforzare la teoria macroeconomica incorporando gli assunti affinati dall'osservazione di questi comportamenti"
(George Akerlof, 2002)

I TEMPI LUNGI: AUTO-INGANNI E UTILITÀ DEI CONSULENTI

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: *I SOLDI IN TESTA*, Laterza, 2011. *PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI*, *IlSole 24 Ore*, 2009.

L'asimmetria tra perdite e guadagni, in termini di dolore e piacere, risale alle origini più remote della storia della nostra specie, a milioni di anni fa. Ed è stata un'asimmetria che si è rivelata adattiva e salutare per centinaia di migliaia di anni, quando vivevamo in ambienti ostili, dove le perdite spesso coincidevano con la fine della vita (cfr. Eibl-Eibesfeldt, *The biology of peace and war*, Viking, 1979). Oggi però, la conseguente fortissima avversione alle perdite, e il dolore a loro associato, rendono quasi impossibile restare indifferenti ai crolli delle quotazioni azionarie. Da un punto di vista psicologico le perdite hanno all'incirca un effetto negativo di valore soggettivo doppio rispetto all'effetto positivo di guadagni della stessa entità. Dato che le obbligazioni oscillano meno delle azioni, se noi controlliamo spesso il valore del nostro portafoglio, le perdite delle azioni ci preoccupano di più rispetto all'apparente stabilità delle obbligazioni. Quanto più spesso controlliamo il portafoglio, tanto meno ci accorgiamo dei vantaggi generati dal premio al rischio calcolato sui tempi lunghi e registrato in Fig. 4.

Benartzi e Thaler (1995) hanno stimato che controllare l'andamento del proprio portafoglio con una frequenza inferiore a un anno (e tutti lo fanno, la maggioranza delle persone lo fa ogni mese, se non ogni settimana) spiega il punto d'indifferenza percepita tra azioni e obbligazioni (cfr. le due figure sottostanti). Il termine da loro coniato è "myopic loss aversion": se cioè una persona guarda troppo da vicino (myopic), cioè troppo spesso, le perdite temporanee del portafoglio aumentano di salienza e si cerca di evitarle (loss aversion). Sarebbe meglio essere presbiti, e riuscire a vedere solo da lontano, cioè sui tempi lunghi.

Le due figure qui sotto riportate indicano come si possa stabilire il punto di pareggio "emotivo" tra il dolore delle perdite, associato a un esame sempre più frequente di un portafoglio azionario, che rende più probabile la constatazione di discese tem-

poranee (le lunghezze degli intervalli di controllo sono indicate sull'asse orizzontale dei due schemi sotto riportati), e la riduzione di tale dolore in un portafoglio obbligazionario (il livello dell'utilità soggettiva è indicato sull'asse verticale). Se l'esame è fatto con intervalli superiori a una certa durata, la superiorità del primo sul secondo emerge in modo lampante, soprattutto se riusciamo a concentrarci sui rendimenti reali e non su quelli nominali (cosa peraltro difficile, come si è detto).

Un'altra differenza psicologica sostanziale è attribuibile al fatto che, anche quando i titoli di stato scendono di valore - com'è successo spesso in Italia negli ultimi anni avendo i mercati paura dell'elevato debito pubblico - ci si può sempre consolare sapendo che a scadenza ci verrà reso il 100% del loro valore nominale. C'è cioè un traguardo certo nel futuro, ed è la data in cui sarà restituito il capitale iniziale. Tale meta rassicurante ridurrà o annullerà il costo emotivo di eventuali perdite temporanee del valore delle obbligazioni, o dei titoli di stato (a patto, beninteso, che l'ente emittente o l'Italia non vadano a gambe all'aria). Questa percezione spiega come mai i consulenti facciano talvolta acquistare titoli di stato con scadenze diverse, una dopo l'altra, in modo da cancellare, ogni volta, eventuali perdite precedenti (valori delle obbligazioni inferiori alla parità), e rassicurare così il cliente sul futuro. Il valore certo a una scadenza prestabilita è un grande vantaggio "psicologico" dei titoli di stato sulle azioni.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



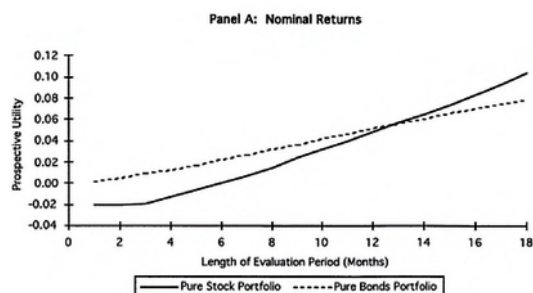
LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

I TEMPI LUNGI: AUTO-INGANNI E UTILITÀ DEI CONSULENTI

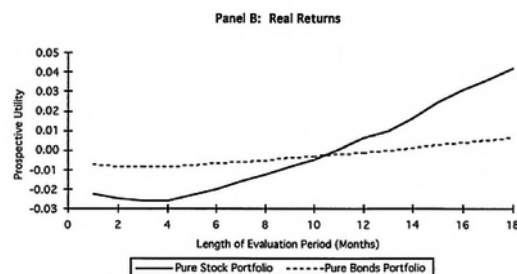
Tale vantaggio contribuisce a spiegare l'entità del premio al rischio di Fig. 4 (per un esame approfondito di tali meccanismi rimando a Hersch Shefrin, *Beyond Greed and Fear*, Oxford University Press, 2002, pp. 145-148).

Le due figure sottostanti indicano i punti di pareggio soggettivo tra la soddisfazione generata dagli andamenti di due portafogli, uno di azioni e uno di obbligazioni (la prima tiene conto dei rendimenti nominali, e corrisponde a quello che fanno i più, la seconda dei rendimenti reali, il criterio oggettivo che permette confronti intertemporali). Secondo Benartzi e Thaler (1995, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, pp. 73-92), tale punto è definito dalla lunghezza dell'intervallo temporale con cui noi controlliamo il valore del portafoglio, che oscilla di più nel caso delle azioni che non in quello delle obbligazioni. Se lo controlliamo raramente, cioè meno spesso di un anno (cfr. asse orizzontale), emerge la superiorità oggettiva delle azioni (e non occorre aspettare le medie risultanti dai 110 anni delle figure precedenti!).

Per quanto tali dati siano obiettivi, almeno per quanto concerne il passato, e cruciali, essi non guidano sempre le scelte di un risparmiatore, soprattutto se non ha un esperto che gli spiega questi meccanismi. Anche se il periodo per accertarsi della superiorità delle azioni sulle obbligazioni si è allungato nel corso di questo secolo, per ora sfortunato per le azioni, il fenomeno sui tempi lunghi resta immutato. Ovviamente non sappiamo quale sarà l'entità futura del premio al rischio medio dei prossimi 110 anni. Lo sapremo solo nel 2123. Come abbiamo già detto nella lezione 17 del 3 gennaio, esso potrebbe teoricamente – sulla base del passato – oscillare dal 3% al 10%. Ma è assai improbabile che il premio al rischio scomparirà! Non scomparirà mai, perché la mente umana non perderà una caratteristica così essenziale come l'avversione alle perdite, che ci accompagna da centinaia di migliaia di anni. Beninteso, eccetto che nel caso della gestione dei nostri risparmi, è un atteggiamento sano e prudente, da non sconsigliare, visto che, in ogni modo, siamo fatti così. Ecco il motivo per cui è bene avere un consulente, e non fare di testa propria, a meno di non essere veramente esperti ed emotivamente "freddi", anche quando abbiamo a che fare con i nostri soldi. La mente funziona in modo tale da ingannarci sistematicamente, e noi purtroppo non ce ne accorgiamo. Chi è immune da tali auto-inganni?



Ecco perché solo confronti come quelli della Fig. 4, pubblicata nella lezione n° 18, sono oggettivamente cruciali per un risparmiatore, in dubbio se investire nelle obbligazioni o nelle azioni che lui conosce, quelle cioè italiane (gli investitori tendono a investire in titoli che conoscono, tendenzialmente quelli del loro paese, perché la nozione di diversificazione è contro-intuitiva, come vedremo meglio più avanti).



PUNTI DI SVOLTA

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

IL LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE, nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management. Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

Swiss & Global Asset Management, gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo.

A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Per chi vuole saperne di più consigliamo i saggi del Professor Legrenzi: **I SOLDI IN TESTA**, Laterza, 2011. **PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI**, **IlSole 24 Ore**, 2009.

Ora che il 2012 è finito, cerchiamo di fare un bilancio non solo dell'ultimo anno, ma del decennio, e persino del trentennio. Per quanto concerne gli stati d'animo diffusi, va detto che non si era mai visto tanto pessimismo in giro come nello scorso anno, per lo meno nei confronti delle azioni e, più in generale, dell'andamento dell'economia e dei rischi associati a tale andamento (anche in Italia, purtroppo, il clima è improntato al pessimismo, cfr. il sondaggio a p. 9 di **Plus**, **ilSole24Ore**, 5.1.2013). In Germania e negli Stati Uniti, la maggioranza dei titoli obbligazionari graditi dal pubblico, e acquistati dai risparmiatori, non riesce neppure a coprire l'inflazione (eppure costituivano la maggioranza dei portafogli!). E non è un fenomeno di breve periodo. Il 30.12.2011 i rendimenti dei governativi tedeschi erano del -0.036 a un anno, e del 0,157 a due anni. Un anno dopo, il 2.1.2013, i valori corrispondenti erano: -0,007 e 0,028. Neppure i titoli a tre e cinque anni coprono l'inflazione attuale che si aggira intorno al 3% (cfr. **Il Sole24Ore** 3.01.2013, p. 4). Quando una persona, che è stata posta di fronte all'incertezza, e poi si è sentita molto scottata dagli eventi negativi, dopo aver patito cercherà ad ogni costo la sicurezza, in modo da evitare di ricadere in simili condizioni e stati d'animo. Questo spiega la preferenza per titoli governativi super-sicuri, con una scadenza certa e quindi un traguardo rassicurante, anche se questi titoli rendono indubbiamente meno dell'inflazione. Si tratta d'investimenti che distruggono, per così dire, parte del risparmio accumulato in passato. L'analisi del meccanismo psicologico che conduce a queste scelte, una sorta di auto-inganno, almeno dal punto di vista della razionalità economica, è stata fatta in dettaglio nella lezione n° 20 del 24 gennaio.

In termini di rendimenti reali, la situazione ricorda il 1981, più di trent'anni fa, negli Stati Uniti. Anche allora c'era molto pessimismo in giro, so-

prattutto nei confronti delle azioni (che da allora ebbero poi un ventennio d'oro), e quell'anno era stato il picco più basso del mercato orso statunitense delle obbligazioni. Il rendimento di un titolo governativo USA trentennale, emesso nel 1970 con scadenza nel 2000, era, il 26 ottobre 1981, del 15.21%. Il titolo in questione quotava meno del 56% della parità (la sua cedola fissa era del 7.875%). Quello è stato il punto di svolta. Non fu percepito subito, perché il pessimismo di allora induceva a pensare che l'inflazione sarebbe rimasta a lungo con valori a due cifre (nei terribili anni 70, l'inflazione media dei paesi sviluppati raggiunse il 15%, e rimase a lungo a due cifre). Il pessimismo di oggi è rivolto, soprattutto, agli investimenti in azioni (che, peraltro danno spesso dividendi più alti delle cedole dei governativi supersicuri; cfr. i dati delle preferenze degli italiani nel sondaggio di **Plus** sopra citato, e il **big switch** dei fondi pensione britannici nella lezione n°18 di giovedì 10/1). Se un risparmiatore avesse puntato nel 1981 sui titoli governativi statunitensi o britannici, egli avrebbe ottenuto un rendimento superiore al 5% dell'inflazione di questi due paesi per i successivi trent'anni, cioè fino ai tempi attuali, quelli in cui, purtroppo, il ciclo è definitivamente terminato. Oggi siamo di nuovo a un punto di svolta: i titoli governativi supersicuri non coprono neppure l'inflazione.

L'esame del passato ci insegna che è difficile percepire i momenti in cui iniziano queste svolte.

(segue a pag.2)



Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Prof. Paolo Legrenzi - Laboratorio di Economia Sperimentale

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.
Via Duccio di Boninsegna, 10 - 20145 Milano, Italia
T +39 02 3660 4900 - F +39 02 3660 4901
www.swissglobal-am.it

FOLLOW US ON



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

PUNTI DI SVOLTA

La vita ci scorre di fronte agli occhi, e la società dell'informazione ci segnala, magari sbandierandoli, piccoli cambiamenti, quelli di ogni giorno o, al massimo, della settimana. I media vogliono "aggiornarci" con notizie fresche, non annoiarci con statistiche pluridecennali. Il punto di svolta è affogato nella quotidianità, e questo vale per la politica, la storia, e anche per i mercati finanziari. Per esempio, per limitarsi ai tempi recenti, l'inizio del 2009, in piena crisi (e paura, se non panico), sarebbe stato il punto di svolta per "mettersi in azione", per usare il gioco di parole con cui si chiude l'ultimo supplemento **Plus del Sole24Ore** (29.12.12).

Nelle previsioni di fine 2012 Laszlo Birinyi, il presidente della Birinyi Associati, sostiene che nel 2013 avremo un altro punto di svolta:

"Siamo all'inizio di un mercato toro, come nel 1982 e nel 1992: i mercati resteranno forti per quattro/cinque anni, anche se alla fine del 2012 pochi se ne sono ancora accorti. E tuttavia, nel corso del 2013, ci sarà un punto di svolta: i piccoli risparmiatori torneranno gradatamente sulle azioni, dopo esserne usciti negli ultimi quattro anni (\$275 miliardi usciti dai fondi azionari negli ultimi quattro anni). Alla fine del 2012, abbiamo ancora bassi rapporti p/e (prezzi/utili) e le prime timide avvisaglie di un mutato atteggiamento da parte degli investitori. La probabilità d'incrementi futuri dei mercati azionari ora è alta".

Tutti cercano di prevedere i punti di svolta, ma in realtà questi si rivelano tali solo a posteriori: Birinyi, ottimista, aveva già previsto nel corso del 2012, per ben due volte, lo sfondamento, mai avvenuto, della soglia di 1.500 punti da parte di S&P 500 (il 3.1.2013 è a 1462). Se e quando le sue previsioni per il 2013 si sveleranno come veritiere, ci si dimenticherà di quelle troppo ottimistiche del passato.

Ci si dimentica anche delle previsioni pessimistiche. Un buon esempio è proprio quanto è successo nel 2012, come ricorda nel suo pezzo di fine anno Floyd Norris (**New York Times**, 31-12-2012):

"Un anno fa, alcuni pensavano che il 2012 sarebbe stato l'anno in cui sarebbe saltata l'eurozona, i più che almeno un paese avrebbe abbandonato l'euro. Non è successo. Le banche, che sembravano il peggior investimento, dato il loro indebitamento, si sono rivelate la scelta migliore e, più in generale, i mercati azionari europei sono saliti in media più di quelli statunitensi. Sono state le scelte dei politici e dei banchieri centrali a dominare la scena ..."

Questi esempi, basati sulle previsioni di singoli, e noti, opinionisti, non devono mai farci dimenticare che le migliori previsioni sono quelle che si fanno aggregando le stime dei singoli operatori, esperti o sondaggisti. Questo vale in molti campi: dalle previsioni politiche a quelle economiche, dalle sportive a quelle meteorologiche. Le previsioni meteorologiche hanno molti punti

in comune con quelle finanziarie. La competizione tra operatori indipendenti, e quindi il fatto che siano disponibili più fonti che si possono aggregare, ci permette di fare una media delle previsioni dopo aver aggregate. E sappiamo che la media tende a essere più accurata della maggioranza delle previsioni di ciascun singolo operatore. Se poi la previsione è rivolta al grande pubblico, ed esce sui media, quel che conta, come in finanza, è la percezione dell'accuratezza, non l'accuratezza di per sé. Quando i dati e il modello predicono 50% delle probabilità che faccia bello, e 50% che faccia brutto, 50% che un mercato salga, e 50% che scenda, la previsione comunicata al pubblico tende spesso a favorire un poco una delle due ipotesi equiprobabili. Chi fa le previsioni evita il 50-50 perché sa che il 50%-50% può venir percepito dai più come ammettere che non si sa (come tirare una moneta e far decidere il caso; in realtà **non sapere veramente** equivale a dire che non si sa neppure se sarà 50%-50%, ma le intuizioni delle persone non funzionano così, cfr. Nate Silver, **The Signal and the Noise**, Penguin, 2012, pp. 131-133). E allora, se l'esperto non sa, che cosa ce ne facciamo delle previsioni?

I SOLDI IN TESTA

7 febbraio 2013

Lezione N°22 || AGGREGAZIONE DELLE SCELTE

Il meccanismo dell'aggregazione delle scelte produce effetti forti e sorprendenti. Possiamo persino chiedere a una persona singola, incerta circa il valore di una stima, di esprimerla servendosi di una forchetta di valori, cioè individuando un numero minimo e uno massimo tali da identificare un intervallo entro cui cadrà la risposta (per esempio: a quanto sarà il DAX a fine 2013? Risposta possibile: tra 7.000 e 8.000). Poi, una volta eseguito questo compito, possiamo chiedere alla stessa persona di fare una seconda stima, formulando un'altra forchetta. Scopriremo così che, dopo averci pensato su e aver fatto una seconda valutazione, si è più accurati se si aggregano le due stime e ci si basa sul valore risultante (cfr. Herzog e Hertwig, *The Wisdom of Many in One Mind: Improving Individual Judgements with Dialectical Bootstrapping*, *Psychological Science*, 2009).

Si è più accurati, quindi, quando si fa la media delle due previsioni, rispetto al valore delle due previsioni singole. La media corregge parzialmente gli errori presenti nelle due stime. E' come se scomponeste un individuo in più persone, che fanno valutazioni diverse nel tempo, e poi calcolaste la media dei differenti giudizi. In questo caso non aumenta la precisione, ma l'accuratezza (ricordate la differenza: una stima sembra apparentemente più precisa di due, che esprimono dispersione nei giudizi, ma la media delle due è più accurata di ciascuna). Naturalmente le persone non sono consapevoli di questo meccanismo. Se lo fossero, in molti casi sarebbero meno impulsive.

Questo non vuol dire che sia sempre vantaggioso mettersi ad aggregare disinvoltamente previsioni provenienti da fonti diverse. Questo fenomeno, che è stato spesso chiamato "la saggezza delle folle" (the wisdom of crowds) funziona solo a

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

precise condizioni. Per esempio, i mercati finanziari potrebbero venir concepiti come dei grandi aggregatori di scelte dei singoli operatori, ma non abbiamo una registrazione delle scelte dei singoli, fatte in modo indipendente, in modo da confrontarle con i valori risultanti dall'aggregazione, che sono poi quelli a noi noti. Anzi è dubbio che le valutazioni siano fatte in modo indipendente, e non sulla base di un effetto gregge e di imitazioni reciproche, e quindi non si può parlare di condizioni adeguate per una aggregazione corretta.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

I punti rilevanti da tenere presenti quando si usa la metodologia dell'aggregazione delle stime sono i seguenti:

1) le previsioni da parte di più esperti, fatte in modo autonomo, e relative a un futuro incerto, se aggregate, sono più accurate delle previsioni fatte dalla maggioranza dei singoli esperti. Per esempio, se aggregate le stime di molti economisti, la valutazione risultante prevede gli eventi futuri meglio delle stime della maggioranza dei singoli economisti. Questo non implica che la media così ottenuta sia meglio delle previsioni di tutti gli economisti. Alcuni economisti o esperti di finanza prevedono meglio di quella che è la media delle previsioni di tutti. E tuttavia non sappiamo se si tratta di abilità o fortuna (per controllarlo basta andare a vedere se un economista prevede sempre meglio della media; spesso, se si fa questo controllo, si resta delusi: ricordate il dialogo di Calvino circa la precisione e accuratezza nella gara tra arcieri?). I giornali, in seguito, si concentrano su chi ha azzeccato il futuro, e questo ci induce a credere che l'abilità sia molto più importante del caso.

2) Il principio dell'aggregazione, cioè della saggezza delle folle, funziona solo se le singole stime, che poi andate ad aggregare, vengono fatte del tutto indipendentemente le une dalle altre. La presenza invasiva e potente dei media rende difficile ottenere tali condizioni al di fuori degli esperimenti o dei sondaggi costruiti in modo da ottemperare rigorosamente a questo criterio. Esiste un effetto gregge che impedisce di ottenere i benefici dell'aggregazione, soprattutto nel campo dei mercati finanziari, dove tutti seguono le previsioni di tutti gli altri. Addirittura tali previsioni sono indicate da numeri (i future), a differenza di quanto avviene nello sport (se non nel mercato delle scommesse, che esprimono in effetti "l'attesa media" di un risultato).

3) La presenza dei media (giornali e TV) tende a esaltare le previsioni azzeccate dei singoli. Inoltre gli eventi, giorno dopo giorno, vengono presentati, ogni volta, come di estremo "spicco". L'opinione corrente risente proprio dal flusso quotidiano dei media, e trascura le tendenze a lungo termine, che non sono quindi percepite dal grande pubblico. Tutto ciò fa sì che

giudicare i mercati finanziari servendosi di medie storiche ottenute su lunghe durate (come i 110 anni delle lezioni precedenti) sia illuminante per gli studiosi, ma al contempo illusorio per la massa dei risparmiatori. Illusorio perché non corrisponde alle intuizioni dei più, e alle loro decisioni a breve-medio termine. Infine è incongruente rispetto ai ritmi dei processi di attenzione condivisi dai media (agenda setting, nel gergo tecnico). La mente umana è colpita dai "picchi", dalle "deviazioni" rispetto a ciò che ritiene consueto, da ciò che si presenta come straordinario, e non dai fenomeni di lunga durata. La diffusione delle informazioni, giorno dopo giorno, sfrutta questo atteggiamento.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

4) Le stime provenienti da diverse fonti indipendenti devono essere di natura quantitativa, non qualitativa, e si deve anche conoscerne il grado di certezza in termini probabilistici. Possiamo che le previsioni abbiano a che fare con un problema molto rilevante per il futuro dell'economia mondiale, e cioè l'evoluzione della Cina verso un sistema democratico o la sua implosione per le tensioni interne a un sistema autocratico (le autorità cinesi, per esempio, hanno recentemente deciso di schedare tutti i siti internet). In scenari come questi non ha alcun senso aggregare le stime di ottimisti e pessimisti. Come osserva Robert Keohane:

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



“Gli scienziati conoscono il grado di probabilità associato alle loro previsioni. I politologi dovrebbero cercare di imitarli. Allo stato attuale chi è interessato al futuro degli assetti mondiali deve seguire il consiglio del fisico Niels Bohr: cercare di non fare previsioni, specialmente se hanno a che fare con il futuro (Foreign Affairs, luglio-agosto 2012).”

Alla fine del 2012, gli statunitensi avevano per lo più una visione pessimistica della loro società, e, in particolare, di come andavano l'economia e la politica. Eppure Greg McKune (Reuters, 1.1.2013), commentando il pessimismo presente nei risultati dell'ultimo sondaggio IPSOS del 2012, ricorda tutte le difficoltà e i problemi di lungo periodo della società statunitense che sono migliorati nel corso del 2012. Solo pochi opinionisti statunitensi hanno notato e commentato i seguenti fatti: istruzione: più del 30% di ventiquenni ha terminato il college, il più alto livello dal dopoguerra (2012 come punto di svolta); debiti dei consumatori: stanno calando dai picchi pre-crisi (2012 come punto di svolta); beneficenza: non ha risentito più che tanto della crisi, ed è in crescita; cancro e fumo entrambi in calo: fuma ormai solo il 18% degli adulti e dal cancro si guarisce sempre più spesso; maternità dai 15 ai 19 anni di età: in forte calo (2012 come punto di svolta); obesità e guida in stato di ubriachezza: in calo (2012 come punto di svolta); pene di morte: in calo; inquinamento atmosferico e quantità rifiuti: entrambi in calo.

Queste tendenze, accentuatesi nel 2012, sono tutte positive e talvolta corrispondono a dei punti di svolta. Non sono state però messe in luce agli occhi dell'opinione pubblica. Si tratta, infatti, di miglioramenti sul lungo periodo, trascurati dai media che esaltano le differenze (spesso negative) con un ritmo giornaliero o settimanale. Tipico è il caso dei mercati azionari (vedi sopra), dove le notizie escono continuamente, giorno dopo giorno, e per di più, vengono spesso enfatizzate soprattutto quelle negative.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

14 febbraio 2013

Lezione N°23 || PUNTI DI SVOLTA, ILLUSIONI E AUTO-INGANNI: LA PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

Ernesto Galli della Loggia, nel suo saggio *Tre giorni nella storia d'Italia* (Mulino 2010), ha indicato i tre punti di svolta storico-politici del secolo scorso: la marcia su Roma (1922), la sconfitta del fronte social-comunista (1948), l'ascesa di Berlusconi (1994).

Ricordo bene l'ultimo di questi tre punti di svolta. Eppure, anch'io, solo a posteriori l'ho riconosciuto come tale. Suppongo che sia vero per tutti e tre questi momenti critici quello che sostiene Galli della Loggia: pochi pensavano, dopo la vittoria del 1994, che sarebbe cominciato un quindicennio di forte influenza berlusconiana, così come non era stata riconosciuta pienamente nel 1922 e nel 1948 la profondità e la durata dei cambiamenti seguiti ai due precedenti punti di svolta. Per esempio, solo molto dopo il 1994, è divenuto evidente ai più che: "all'inizio del 1990 giunge a termine il processo di modernizzazione del paese, iniziato dopo la guerra ... allora cominciarono a perdere rapidamente influenza la famiglia, la chiesa e la scuola, i tre principali canali di formazione ...". Possiamo paragonare questo processo di riconoscimento a posteriori dei punti di svolta ai cambiamenti di paradigma nella storia della scienza.

Thomas Kuhn, nel suo classico *La struttura delle rivoluzioni scientifiche* (Einaudi 1969), ha mostrato che nella storia della scienza coloro che hanno anticipato un punto di vista vengono "riconosciuti" solo dopo che questo punto di vista è stato accettato da tutti ed è divenuto, nel gergo di Kuhn, scienza normale: L'unica anticipazione completa è anche la più famosa: quella di Copernico da parte di Aristarco, nel III secolo a.C.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Si è spesso ripetuto che ... l'astronomia eliocentrica avrebbe potuto cominciare diciotto secoli prima ... ma quando Aristarco propose la sua ipotesi, il sistema di Tolomeo non presentava "eccezioni" eliminabili da un sistema eliocentrico ... non essendoci eccezioni al sistema geocentrico, un sistema non era superiore all'altro ...

Non erano cioè noti agli astronomi dati discordanti con l'ipotesi di Tolomeo, e cioè eccezioni che, una volta riconosciute e



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

dichiarate come anomalie, cioè come osservazioni falsificanti la teoria, avrebbero messo in crisi la prospettiva tolemaica. L'analogia tra il modo di procedere della storia della scienza e quello della storia della finanza non è così sorprendente. Entrambe dipendono da decisioni, più o meno condivise, della collettività degli operatori. Un'eccezione rispetto a una media storica (per esempio un alto valore p/e in un dato periodo) è riconosciuta come un'anomalia solo dopo che una bolla scoppia (come per esempio quella del 2000) o, meglio, viene fatta scoppiare dalla comunità di chi decide e opera.

Khun mostra in modo convincente che anche nella scienza scoprire eccezioni non è sufficiente. Non era sufficiente accorgersi nel 2008 che i rapporti p/e erano eccezionali rispetto alle medie storiche. Infatti, pur essendo eccezionali, hanno continuato a gonfiarsi: solo quando il valore è stato superiore di quattro volte alla media storica, la bolla è stata fatta scoppiare. E solo a quel punto è stata riconosciuta dai più non come un'eccezione ma come un'anomalia (cfr. op. cit., capitolo sesto: L'anomalia e l'emergere delle scoperte scientifiche). Lo stesso è avvenuta con la mega-bolla giapponese degli anni novanta che si è gonfiata a lungo e non è stata ancora riassorbita a più di trenta anni di distanza.

Analogamente, nel secolo scorso, pochissimi avevano colto l'importanza del modello teorico di un cervello artificiale quando Alan Turing pubblicò nel 1936 l'articolo in cui espone il modello alla base di tutti i computer. Egli divenne molto più famoso quando riuscì a decifrare, nel corso della seconda guerra mondiale, il cosiddetto codice Enigma, il cifrario usato dai tedeschi per comunicare con i sottomarini. A un centenario esatto dalla sua nascita (1912), abbiamo ristabilito la giusta gerarchia degli eventi e riconosciuto quello che è stato il vero punto di svolta innescato dal suo lavoro.

I media, giorno dopo giorno, vivono inflazionando i punti di svolta: dichiarano tale la prossima elezione, nel febbraio 2013! il calo dello spread!, e così via. E tuttavia, solo a posteriori, noi tutti riusciamo a individuare e isolare i pochi punti critici veri. Mentre ci siamo in mezzo, e li stiamo attraversando, li confondiamo con gli altri. In seguito sembrano ovvi, e

resteranno così, fissati per sempre in un passato che ora è congelato. Lo stesso avviene, purtroppo, per i mercati finanziari: se le previsioni ottimistiche sulle borse di alcuni esperti si avvereranno, questi esperti saranno esaltati. A quel punto i risparmiatori riterranno ovvie tali previsioni, perché il passato si è congelato rispetto alla fase precedente. Allora, quello che oggi è diventato un "passato" non era altro che un futuro incerto e fluido. Fluidità che si dissolve con il trascorrere del tempo, mentre il futuro si fissa diventando presente e, poi, passato.

Il mondo della finanza è ricco di rimpianti, sentimento ingiustificabile, anzi incomprensibile, dal punto di vista di chi adotta la razionalità economica. Si perdono risorse mentali e tem-



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

po a riflettere su un passato per tutti ormai imm modificabile. Se conoscete la mitologia greca, avrete notato che anche gli dei dell'Olimpo modificano il futuro, a loro piacimento, ma non possono modificare il passato. Più banalmente, tutti i film che riportano sulla terra angeli e diavoli, attribuiscono loro il potere di cambiare il futuro, ma non il passato. Ricordo a questo proposito quello che credo sia l'ultimo della serie: il diavolo, attore Brad Pitt, in Vi presento Joe Black, 1998.

Eppure riflettere sul passato, farne un bilancio, è molto comprensibile, anche quando questo bilancio non può certamen-

PER CHI VUOLE SAPERNE DI PIÙ CONSIGLIAMO I SAGGI DEL PROFESSOR LEGRENZI:

I SOLDI IN TESTA, Laterza, 2011.

PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI,
Il Sole 24 Ore, 2008.

te essere una guida per il futuro. Fare un bilancio in punto di morte è un caso limite. Nel Gattopardo di Tomasi di Lampedusa, il principe di Salina, morente ...

"... faceva il bilancio consuntivo della sua vita, voleva raggranellare fuori dall'immenso mucchio di cenere delle passività le pagliuzze d'oro dei momenti felici. Eccoli, due settimane prima del matrimonio, sei settimane dopo ... molte ore in osservatorio, assorto nell'astrazione dei calcoli e nell'inseguimento dell'irraggiungibile ..."

Il rimpianto, in questo caso, permette, per un'ultima volta, di godere nuovamente dei pochi momenti felici. La proiezione sul passato, immodificabile, e i conseguenti rimpianti è riconducibile alla capacità, quando ritorniamo sul nostro passato, di esaminare i cambiamenti avvenuti nel frattempo (per lo più spiacevoli, direbbe il Gattopardo). Noi ci guardiamo alle spalle, e riconosciamo tutti i cambiamenti che abbiamo fatto, quelli che ci hanno condotto a essere quello che oggi siamo. E tuttavia, quando rivolgiamo gli occhi al futuro, tendiamo a pensare che resteremo gli stessi, quello che potrà cambiare sarà solo il mondo attorno a noi.

Quoidbach, Gilbert e Wilson, chiamano questo fenomeno "l'illusione della fine della storia" (The end of history illusion, Science, 4 gennaio 2013, vol. 339, pp. 96-98). Questi studiosi dell'università di Harvard hanno interrogato circa 19mila persone, dai 18 ai 68 anni d'età. È emersa una tendenza generale a sottostimare quanto una persona cambierà in futuro. Si ammettono i cambiamenti del passato, anche profondi, ma si pensa, ogni volta, di essersi definitivamente stabilizzati. Le persone di mezza età – dice Gilbert (New York Times, 3.1.2013) – si voltano indietro a guardare com'erano da giovani, con un misto di divertimento e rimpianti. Quello di cui

spesso non sono consapevoli è che i loro sé futuri, tra dieci o vent'anni, penseranno lo stesso dei loro sé di oggi. E come se, ogni volta che si raggiunge una certa età, una data persona, con le sue abitudini, preferenze ed emozioni, si congelasse e proiettasse il suo stato d'animo e i suoi gusti, concepiti come immutabili, nel futuro."

Gilbert e coll. hanno interrogato le persone in merito ai loro tratti di personalità, alle preferenze (di ogni tipo: vacanze, cibi, hobbies, libri, musiche, film, e così via) e hanno chiesto di fare predizioni sul futuro e valutazioni dei cambiamenti del passato. Un dato banale è che le persone più giovani dichiarano di aver fatto più cambiamenti nella decade precedente che non le persone più anziane. Ciò che accomuna tutti è la presunzione di stabilità del loro sé nel futuro. Poi, quando questo futuro diventa passato, ci si accorge, dieci anni dopo, che si è cambiati molto di più di quanto non si pensasse dieci anni prima. L'effetto non dipende da errori di memoria. Piuttosto è riconducibile al fatto che sentirsi "stabilizzati" ci fa sentire bene, maturi. Inoltre predire il futuro è molto più impegnativo, emotivamente e cognitivamente, che non valutare il passato. Ragion per cui è più facile e comprensibile la storia, in un film, in cui interviene un essere sovranaturale che cambia il passato o congela il presente, come nelle trasformazioni mitologiche (per esempio Dafne trasformata in un albero d'alloro, e casi analoghi). Le persone confondono la difficoltà a immaginare il futuro con l'improbabilità di cambiamenti nel futuro: di qui l'illusione. Ci disturberebbe ammettere che cambieremo senza sapere come di fatto cambieremo.

Nel romanzo-saggio L'uomo senza qualità (Einaudi, 1962) di Robert Musil, c'è un punto in cui il protagonista, Ulrich, "non chiede altro che essere un uomo senza qualità" (p. 124). E lo chiede proprio in contrasto a quello che è l'auto-inganno dei più. Costoro credono, divenuti adulti, d'aver raggiunto nella vita uno stato stabile, avendo incanalato e controllato, grazie alle loro qualità, un numero molto più vasto di possibilità: "Si potrebbe sostenere persino che sono stati ingannati; infatti è impossibile scoprire una ragione sufficiente per cui tutto sia andato proprio così come è andato; avrebbe potuto andare diversamente; essi hanno influito pochissimo sugli avveni-

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



menti ... Ancora più strano, però, che quasi nessuno se ne accorga; adottano la persona che è venuta loro ... giudicano le sue vicende ed esperienze ormai come le espressioni delle loro qualità, e il suo destino diventa merito o disgrazia loro.”

In questo passo c'è l'intuizione della scoperta di Gilbert e dei suoi collaboratori. Musil allude al meccanismo d'inganno, da parte della vita, e di auto-inganno, poi, da parte nostra, per convincerci che la nostra vita è stata espressione delle nostre qualità. Questo meccanismo d'inganni e auto-inganni è anche l'essenza delle scoperte della finanza comportamentale: la mente c'inganna, e noi ci auto-inganniamo pur di convincerci che tali inganni “sono stati espressioni delle nostre qualità, delle nostre scelte consapevoli”. La non consapevolezza è l'aspetto cruciale e ineludibile: Solo che gli uomini non lo sanno, intuiva Ulrich; non sanno nemmeno lontanamente come si fa a pensare; se si potesse insegnar loro da capo a pensare, vivrebbero anche in un modo diverso (p. 36).

L'effetto “illusione fine della storia (individuale)” richiederebbe appunto una consapevolezza che non c'è, per questo è un'illusione. Un'illusione pericolosa se agisce negli scenari di cui qui ci occupiamo. Tale illusione, infatti, comporta degli

effetti collaterali negativi di vario tipo. Alcuni banali: ci facciamo tatuaggi e filmati di cui poi ci pentiamo da “grandi”, quando cambiamo preferenze o il mondo ci costringe a cambiarle. Altri meno banali e più negativi, purtroppo, si riscontrano nel campo della progettazione economica e finanziaria della nostra vita. I giovani e le persone di mezza età tendono a sottovalutare di quanti risparmi e cure avranno bisogno da vecchi: da giovani non ne hanno bisogno, e credono che resteranno sempre così, che non ne avranno bisogno mai.

Questo è il motivo per cui questa ricerca è così importante per la finanza comportamentale. Le persone non pianificano il loro futuro economico, nella sua incertezza. Il fatto è che non “vedono” letteralmente questa incertezza. E questo è anche il motivo per cui sarebbe bene affidarsi a esperti, a un consulente, che, vedendoci dal di fuori, in modo oggettivo, ci spingerà ad essere meno cicale e più formiche. Riusciremo così, grazie al suo aiuto, a impostare una pianificazione finanziaria anche in vista di periodi della vita in cui crediamo che non ne avremo mai bisogno. L'illusione della fine della storia ha il pernicioso effetto di ridurre ai nostri occhi l'incertezza futura.

Tutto quelle negative.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

21 febbraio 2013

Lezione N°24 || PUNTI DI SVOLTA VERI, RISCHIO E CORRELAZIONI

Chi, della mia generazione, ha dimenticato il miscuglio di emozioni, diverso per ciascuna persona, ma per tutti notevole, suscitato dal crollo del muro di Berlino? Pochi ricordano invece che fu il caso a determinarne la data esatta, il 9 novembre 1989. Fu l'incauta dichiarazione fatta a tarda sera da Schabowski, lo stanco funzionario addetto ai media della DDR, incalzato dai giornalisti. Schabowski non sapeva bene che cosa dire, era stufo, ed era in chiusura di una conferenza stampa serale. Le sue parole innescarono un processo che nessun capo della DDR riuscì più a controllare e bloccare (cfr. il mio *Credere*, Il Mulino, 2008, pp. 10-12).

Oggi sappiamo che il socialismo reale aveva cominciato la sua parabola discendente molti anni prima del crollo del muro (si sapeva anche in Russia, secondo le testimonianze contenute nella biografia di Limonov, scritta da Emmanuel Carrère, Adelphi 2012). Forse il vero punto di svolta mondiale era avvenuto nel 1979, quando Deng Xiaoping era andato in visita negli Stati Uniti e aveva avviato le riforme economiche. Così sostiene lo storico britannico Niall Ferguson (30.11.2012, *New York Times*, *Turning points*). Allora ebbe inizio la grande convergenza, mettendo fine alla grande divergenza, e cioè alla contrapposizione degli ultimi secoli tra l'Occidente e il resto del mondo. *The West prevalse su The Rest* grazie al mix di scienze, tecnologie e rivoluzioni industriali, che ormai quasi tutto il mondo sta facendo sue. Il classico di Jared Diamond, *Armi, acciaio e malattie* (1998), spiega le cause e il formarsi della forte divergenza negli ultimi cinque secoli. Divergenza che oggi si sta riducendo rapidamente: si prevede che nel 2017, meno di quarant'anni dopo il

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

viaggio di Deng Xiaoping, il PIL cinese supererà quello statunitense (tenendo conto del potere d'acquisto nei due paesi). Vorrei qui ricordare anche l'ultimo libro di Jared Diamond, *The World until Yesterday* (Penguin 2012) perché offre una lunga riflessione sulla concezione del rischio degli occidentali rispetto a quella molto più prudente delle popolazioni tribali della Nuova Guinea. Una delle cose che aveva colpito Diamond, nei primi lunghi soggiorni della foresta della Nuova Guinea, a partire dagli anni settanta, era l'atteggiamento che lui chiama "paranoia costruttiva". Si era accorto, per esempio,



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

che nella scelta dei posti dove sostare o erigere tende, gli indigeni tenevano conto di pericoli non esperibili immediatamente, apparentemente del tutto improbabili. Sembravano paranoici, fissati su rischi inesistenti, e invece questo era un atteggiamento costruttivo, preventivo nei confronti di pericoli possibili su tempi molto lunghi. Per esempio, controllare quanto un albero fosse sano prima di passarvi sotto, o montare una tenda, perché un ramo secco poteva cascarti in testa. Jared Diamond impara a diventare prudente anche nella vita di Los Angeles, basandosi sull'esame di molte più possibilità rispetto a quelle che è per solito incline a considerare la cultura occidentale dei nostri tempi. Quello che è stato chiamato brevismo, o, da Tommaso Padoa Schioppa, La veduta corta (Mulino, 2009), fa sì che gli stessi guai o incidenti continuino a ripetersi, e ogni volta ci sorprendano. Bisogna prendere in considerazione scenari su tempi più lunghi e su spazi più vasti, come ci ha insegnato la recente crisi. La regina Elisabetta, in visita alla London School of Economics, chiese: se era così grande, la più grande dopo la crisi degli anni trenta del secolo scorso, come mai non ve ne eravate accorti? La risposta, disarmante, è che non ci siamo comportati con paranoia costruttiva.

Ritorniamo sul tema cruciale del rischio e sui punti di svolta pluridecennali nella convenienza comparata di portafogli azionari e a reddito fisso, già discussi nella precedente lezione. Commentiamo ora l'anno passato e il decennio trascorso dal punto di vista dell'andamento degli hedge funds. Si sperava che questi fossero la panacea nei periodi di violenti alti e bassi dei mercati azionari, iniziati con l'inizio del nuovo secolo, che ci ha già regalato due mercati orso di forte virulenza. Ebbene, l'anno scorso gli hedge sono saliti in media del 3% contro il 18% dell'indice S&P500. Anche il decennio trascorso non è stato soddisfacente. Un classico portafoglio, fatto dell'indice S&P 500 (60%) e di titoli governativi mondiali (40%), tenuto fermo dal 2003, ha reso il 90%, ben più del magro 17% degli hedge (prestazioni medie misurate con l'indice HFRX, cfr. Economist, 22.12.2012, p. 101, e sottratte le spese: circa il 2% medio). Forse il 2013 sarà un punto di svolta nel corso del ventunesimo secolo, come sostiene Lazslo Birinyi, e la stessa Swiss&Global (cfr. strategie di investimento 2013). Inizierà un periodo buono per le azioni, e forse anche per gli

hedge, battendo il pessimismo che ha favorito le obbligazioni per lungo tempo. Si pensi che una quota del Fidelity Magellan, il fondo azionario più diffuso nelle famiglie statunitensi, che tanta soddisfazione aveva dato nel ventennio 1980-2000, vale oggi meno che 13 anni fa! Un punto da sottolineare, in relazione ai presunti punti di svolta in economia e finanza e alla nostra capacità di riconoscerli e di regolarci di conseguenza, è la quantità di dati oggi disponibili. Una quantità del tutto impensabile solo pochi decenni fa. Non è detto però che una maggiore quantità d'informazioni conduca sempre a previsioni più accurate! Il governo statunitense fornisce circa 45.000 statistiche economiche. Se si volessero controllare le



Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

relazioni tra coppie di dati forniti da due di queste statistiche, per vedere se covariano insieme, avremmo più di un miliardo di possibili combinazioni (per l'esattezza 1.012.477.500: 45mila per 44.999 diviso per 2). Per esempio, c'è una relazione tra l'incremento di valore del Nasdaq e la crescita della disoccupazione in Alabama? Tra il rapporto \$US e \$AUS e l'import della Cina? Se non avete una teoria in proposito, che possa essere controllata in più modi, si tratta di quesiti comprensibili ma privi di senso (cfr. Nate Silver, op. cit., p. 250 e segg.). Una correlazione diventa interpretabile se dietro all'andamento parallelo di due variabili c'è un fattore sottostante che spiega il collegamento tra le due. Per esempio, Luca Davi sul Sole24Ore del 5.1.2013 (p. 25) si domanda se c'è un modo di prevedere come andrà il mercato del lusso: Volete capire come andrà il mercato del lusso? Date un'occhiata ai bilanci e all'andamento in Borsa dei casinò di Macao.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



PER CHI VUOLE SAPERNE DI PIÙ CONSIGLIAMO I SAGGI DEL PROFESSOR LEGRENZI:

I SOLDI IN TESTA, Laterza, 2011.

PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI,

Il Sole 24 Ore, 2008.

Gli analisti del Credit Suisse hanno scoperto che c'è una correlazione positiva tra i ricavi delle sale da gioco della capitale mondiale dell'azzardo e la domanda mondiale di beni di lusso. Di fatto se le puntate aumentano significa che i ricchi cinesi, che su Macao convergono da tutto il paese, hanno più soldi da spendere anche per i beni di lusso. Visto che i titoli dei Casinò hanno sovraperformato, i titoli del lusso potrebbero seguire a ruota ... Questa è una correlazione interpretabile in termini di causalità tra la ricchezza dei cinesi, manifestata dalle visite ai casinò di Macao, e l'acquisto di beni di lusso. Ovviamente molte correlazioni sono possibili. Tante più quante più informazioni sono disponibili, per esempio, agli analisti del Credit Suisse. Succede così che la crescita delle informazioni, e quindi delle correlazioni teoricamente possibili, è più rapida della crescita delle relazioni sensate, fondate su modelli plausibili che leghino cause ed effetti. In altre parole aumenta di

più il rumore che non la presenza di veri segnali. Di conseguenza, dietro le apparenze e la facilità di trovare schemi e correlazioni, l'era internet ha portato più rumore, non molte più relazioni causali basate su modelli teorici e verificabili. In conclusione, l'enorme quantità di dati e la loro continua diffusione contribuisce a nascondere i veri punti di svolta e incoraggia una prospettiva "corta", particolarmente dannosa nella gestione del portafoglio, soprattutto in assenza di un esperto. Il vantaggio di rivolgersi a un esperto lo si constata bene nella tabella sotto riportata. Personalmente seguo da tre anni esatti, mese dopo mese, tutti i prodotti Julius Baer. Sono un sotto-insieme molto piccolo di quanto le più importanti fabbriche offrono al mercato, ed è quello che conosco di più. Eppure, esaminando nella tabella le analisi di correlazione, confesso che non avrei saputo individuare le coppie con correlazione <0.50, e cioè le coppie che offrono i maggiori benefici in termini di diversificazione. Per farlo avrei dovuto avere un computer in testa! Ecco perché si ha bisogno di un esperto: troppi dati, abbondanza di correlazioni apparenti ma prive di significato, grande difficoltà a individuare i "veri" punti di svolta. Conseguenza di tutto ciò: difficile diversificare bene il portafoglio senza un consulente esperto.

	JB BF ABS	JB BF Absolute Return	JB BF Absolute Ret Def	JB BF Absolute Ret EM	JB BF Absolute Ret PI	JB BF Euro	JB BF Credit Opportunities	JB BF Euro Government	JB BF Emerging (EUR)	JB BF Total Return	JB BF Global Convert	JB BF Global High Yield	JB BF Inflation Linked	JB BF Local Emerging
JB BF ABS	1													
JB BF Absolute Return	-0.02	1												
JB BF Absolute Ret Def	-0.06		1											
JB BF Absolute Ret EM	0.10			1										
JB BF Absolute Ret PI	-0.07				1									
JB BF Euro	0.1	0.45		0.40	0.36	1								
JB BF Credit Opportunities	0.14					0.45	1							
JB BF Euro Government	-0.01	0.21	0.34	0.14	0.13		0.06	1						
JB BF Emerging (EUR)	-0.06					0.35	0.09	1						
JB BF Total Return	0.20						0.12		1					
JB BF Global Convert	0.15					0.17	-0.08			1				
JB BF Global High Yield	0.13					0.28	-0.10				1			
JB BF Inflation Linked	0.09			0.42	0.47	0.44	0.33	0.49	0.29	0.32	1			
JB BF Local Emerging	0.08					0.22	-0.02						0.27	1

Coppie che presentano i maggiori benefici in termini di diversificazione, mostrando una correlazione negativa

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

28 febbraio 2013

Lezione N°25 || RISCHIO, CORRELAZIONI, CAUSE

L'apparente facilità di vedere schemi e correlazioni nei dati dipende dalla moltiplicazione delle informazioni, che diventano sovrabbondanti, e dalla tendenza a confondere le coincidenze, del tutto casuali, con rapporti di causa. La nostra specie ha selezionato una capacità di riconoscere relazioni e scoprire rapporti causali superiore a quella di qualsiasi altro animale (cfr. Nate Silver, op. cit., p. 12). Purtroppo tale tendenza, vantaggiosa da un punto di vista evolutivistico, oggi ci nasconde il ruolo del caso presente in realtà complesse e ricche di possibilità. Il caso, che si presenta sotto forma di coincidenze, si nasconde ai nostri occhi proprio come aveva intuito Robert Musil parlando di come ci auto-inganniamo pur di dare un senso alla nostra vita (cfr. lezione precedente). Dato che non prendiamo in considerazione in modo corretto le combinazioni di possibilità, che spesso sono troppe, possiamo confonderci in vari modi. Per esempio non capendo come cambiano le probabilità nel problema dei tre contenitori (cfr. il mio I soldi in testa) o non rendendoci conto di quante possibilità sono veramente in gioco.

Un semplice esempio mostra la difficoltà, anche in un problema apparentemente facile, nel computare il numero di possibilità che possono essere in gioco in un dato scenario: Immaginate di avere nel cassetto 20 calzini blu e 20 grigi in disordine. E' mattina presto, fa buio. Quanti calzini dovrete prendere alla cieca per essere del tutto sicuri di averne due dello stesso colore? Molte persone rispondono 21 (provate voi stessi con un'amica/o amico). Noi erroneamente immaginiamo di cominciare con un calzino blu, e, se sfortunati, di dover tirare fuori tutti i 20 calzini blu per essere veramente sicuri di trovarne uno grigio, una volta esauriti tutti quelli blu. Eppure la domanda non era di trovare due di colore diverso, ma due

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

dello stesso colore (per essere presentabili). E allora non ne occorrono più di 3: supponiamo che il primo calzino sia blu. Il secondo può essere blu o grigio. Se è blu, il problema è risolto: ne abbiamo due dello stesso colore. Se è grigio, ne dovrete tirare fuori un terzo: questo può essere blu o grigio. A questo punto, in ogni modo ne avete due dello stesso colore.

Quello che ci inganna, o ci fa esitare nel fornire la risposta esatta, è il calcolo delle possibilità. Quante possibilità ci sono per una coppia dello stesso colore? E' la stessa sorgente d'inganno che ci fa sembrare poco credibile che si tratti soltanto di coincidenza quando un gestore batte gli indici per molti



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

anni di fila, o una coincidenza la correlazione tra l'andamento di due titoli. Ma quante possibilità erano in gioco? Nell'esempio dei calzini si sbaglia pensando che ci vogliano più di tre calzini presi a caso. Nel caso dei gestori o dei titoli, se non si tiene conto del numero molto grande di gestori, o del numero immenso d'informazioni relative alle correlazioni possibili tra titoli, siamo indotti a credere che la coincidenza non sia veramente tale. Al contrario è intuitivo pensare che la sequenza di successo di quel particolare gestore debba essere segno di abilità, e la correlazione tra due valori finanziari debba avere un senso, esprimere una regolarità sottostante.

E ce ne convinciamo senza basarsi su un numero sufficiente di casi. Ci sembrerà improbabile che tale coincidenza sia avvenuta per puro caso. Talvolta invece l'aumento del numero di casi è illusorio. Poniamo che i calzini di due colori siano non 40 ma 400: l'aumento nel numero è irrilevante! Con tre estrazioni dal cassetto siamo sempre sicuri di averne due dello stesso colore! E tuttavia l'intuizione non sempre funziona così. Se peschiamo al buio e abbiamo 400 calzini (200 blu + 200 grigi), ci potrà forse sembrare che siano necessarie più estrazioni che con 40 calzini (20 blu + 20 grigi) o che con 4 calzini (2 blu + 2 grigi).

PER CHI VUOLE SAPERNE DI PIÙ CONSIGLIAMO I SAGGI DEL PROFESSOR LEGRENZI:

I SOLDI IN TESTA, Laterza, 2011.

PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI,
Il Sole 24 Ore, 2008.

Più in generale, noi tendiamo a escludere il ruolo del caso, e quindi ci poniamo il problema di costruire schemi, teorie o modelli per spiegare le coincidenze (cfr. P. Diaconis, *Statistical Problems in ESP Research*, *Science*, 1978, pp. 131-136). Nel caso specifico dei mercati, si tratta di un atteggiamento che sopravvaluta le coincidenze interpretandole secondo schemi di causa-effetto. Anche in questo caso è cruciale il fatto che non abbiamo mai presente quante cose svariate e diverse possano succedere nei mercati sui tempi lunghi. Noi ci concentriamo solo su quel che ci interessa, che conosciamo, e

che per solito dipende dalla nostra biografia d'investitori.

La morale di questo esempio è che le predizioni scientificamente fondate non sono cresciute al ritmo delle informazioni disponibili, che presentano incrementi esponenziali. La questione metodologica più contro-intuitiva, e che è alla base di molti errori nelle previsioni finanziarie, è riconducibile alla natura delle cosiddette cause unilaterali. Quando cioè X causa Y, $X \rightarrow Y$, ma non viceversa, noi possiamo prevedere il valore di X sulla base del valore di Y, ma non possiamo fare il contrario. Se, per esempio, il valore del \$AUS (Y) dipende dall'entità dell'import cinese (X), in base al rapporto causale



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

unilaterale $X \rightarrow Y$, noi non possiamo, viceversa, stimare il valore di Y (import) sulla base dei cambiamenti del \$AUS. Spesso invece il senso comune è incline a fare previsioni in entrambe le direzioni, sulla base di trend storici correlati, e quindi scambia $X \rightarrow Y$ con $Y \rightarrow X$ (cfr. George Sugihara et al., *Detecting Causality in Complex Ecosystems*, *Science*, 338, 26.10.2012, pp. 496-500). Il tema delle correlazioni, applicato alle scelte di portafoglio, è delicato per gli stessi motivi per cui è delicato il tema del rischio.

Discutiamo l'esempio costituito dai comparti Julius Baer che distribuiscono la cedola. Si tratta di prodotti che proteggono il capitale in quanto le cedole dei comparti sono generate dalle cedole dei titoli in portafoglio. Questo è un fatto molto apprezzato dalla maggior parte dei clienti, che si basano su

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



	JB Credit Opportunities	JB Total Return	JB Local Emerging	JB Global High Yield	JB Emerging Markets Corporate	JB Emerging Markets Inflation Linked
JB Credit Opportunities	1.00					
JB Total Return	0.80	1.00				
JB Local Emerging	0.69	0.48	1.00			
JB Global High Yield	0.75	0.60	0.72	1.00		
JB Emerging Markets Corporate	-	-	-	-	1.00	
JB Emerging Markets Inflation Linked	-	-	-	-	-	1.00

bilanci mentali separati: da un lato il capitale e dall'altro la rendita del capitale. Se questa rendita corrisponde alle cedole dei prodotti JB, i più apprezzano il fatto che queste rendite sono il risultato dei titoli in portafoglio dei vari comparti.

Consideriamo, nella tabella precedente, la correlazione più bassa, quella di 0,48 tra il JB Local Emerging e il JB Total Return. Qual è il significato di questa bassa correlazione, come va interpretata? In primo luogo va osservato che questa bassa correlazione abbassa il rischio complessivo di portafoglio. In pratica una fetta del portafoglio composta di questi due fondi oscilla meno nel tempo di un'identica fetta del portafoglio composta, per esempio, da JB Total Return e da JB Credit Opportunities, in quanto l'andamento di questi due prodotti è correlato allo 0,80. Non ci sarebbe una grande diversificazione in quella fetta di portafoglio con due prodotti correlati allo 0,80. In altre parole, non sarebbe tanto diverso avere solo il JB Total Return (si passerebbe da 0,80 a 1,00, dato che la correlazione è massima, cioè di 1, quando si misura la correlazione di una variabile con se stessa).

Fin qui l'analisi è ovvia. E tuttavia tale analisi è valida solo se si accompagna, nella comprensione, ad alcuni vincoli, cioè precauzioni nell'interpretarla:

A) gli indici di correlazioni sono basati sulle rilevazioni fatte in passato; non è detto che questo passato sia rappresentativo di quello che succederà in futuro.

B) Il fatto che due comparti siano decorrelati non vuol dire che quando l'uno scende l'altro necessariamente sale e viceversa, possono entrambi scendere insieme di fronte a eventi avversi di forte entità.

C) E' importante sapere quanto lungo è il passato che si prende come sistema di riferimento per misurare le correlazioni; più lungo è, più affidabili sono gli indici di correlazioni perché in un periodo lungo possono essere capitati eventi eccezionali; ad esempio, se il passato è fatto di tre anni, come nella tabella sopra riportata (e in quella della lezione precedente sempre relativa ai comparti JB), si deve tener presente che in questi tre anni non sono capitati eventi eccezionali.

D) Da un punto di vista psicologico, per la tranquillità dei clienti finali, è importante mostrare non tanto le correlazioni, ma la statistica con la presentazione dei risultati mese per mese, come viene fatta nelle presentazioni JB. Sono le perdite, infatti, più che le oscillazioni nel tempo (volatilità) a preoccupare le persone, molto più sensibili alle perdite che ai guadagni.

Riprenderemo questo punto parlando di probabilità, rischio e diversificazione. Un approfondimento specialistico, ma non difficile, è contenuto nel capitolo 9 (Correlation: Facts and Fallacies) del saggio di Jack D. Schwager, Market Sense and Nonsense, John Wiley, 2013.

I SOLDI IN TESTA

7 marzo 2013

Lezione N°26 || PROBABILITÀ, RISCHIO, MISURA DEL RISCHIO, BENESSERE

Molte scienze moderne non potrebbero funzionare se non si potesse utilizzare il concetto di probabilità e le sue misure. L'economia e la finanza non fanno eccezione. Il concetto di rischio, così importante nella teoria del portafoglio, è collegato alla nozione di probabilità. E' quindi essenziale fare chiarezza su alcuni concetti di base: la probabilità spesso inganna, e noi ci auto-inganniamo con essa.

Invece di partire da una definizione generica di probabilità, partiamo dalla certezza. Se siamo certi che qualcosa è accaduto, possiamo dire che la probabilità corrispondente a questo evento è 1, se siamo certi che un evento non è accaduto, allora la sua probabilità è zero. Quindi possiamo, in via preliminare, dire che la probabilità sta tra 0 e 1: entrambi questi valori indicano due certezze. In mezzo ci sta la probabilità. Nel senso comune qualcosa è improbabile o probabile nei casi in cui non è certo né che sia sì, né che sia no.

Per capire come funziona la probabilità, soprattutto quella che interessa i risparmiatori, va fatta una distinzione preliminare: la probabilità corrispondente alle cose che succedono nel mondo va separata dalla probabilità filtrata dalle nostre menti, creando quelli che spesso sono inganni e, in campo economico e finanziario, purtroppo, auto-inganni. Per illustrare questa distinzione mi servirò di un aneddoto raccontato da Carlo Rovelli:

Nell'istituto dove lavoravo qualche anno fa, una malattia rara non infettiva colpì cinque colleghi, a poco tempo l'uno dall'altro. L'allarme fu forte e si cercò la causa del problema. Pen-

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

sammo che ci fossero contaminazioni chimiche nei locali dell'istituto, ma non fu trovato niente. L'apprensione crebbe e qualcuno, spaventato, cercò lavoro altrove. Una sera raccontai questi eventi a una cena, e un amico matematico si mise a ridere: "Ci sono 400 piastrelle sul pavimento di questa stanza; se lancio 100 chicchi di riso per terra – ci chiese – troveremo cinque chicchi sulla stessa mattonella?". Rispondemmo di no: ci sarebbe stato solo un chicco ogni 4 piastrelle. Sbagliavamo: provammo molte volte a lanciare davvero il



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

riso e c'era sempre qualche mattonella con due, tre, e anche cinque o più chicchi. Perché mai? Perché chicchi "lanciati a caso" non si dispongono in bell'ordine, a eguale distanza l'uno dall'altro. Atterrano appunto, a caso, e ci sono sempre chicchi disordinati che arrivano su piastrelle dove sono arrivati anche altri chicchi. D'un tratto, il problema dei cinque colleghi malati prese tutt'altro aspetto. Cinque chicchi di riso sulla stessa mattonella non significano che la mattonella possieda forze attira-riso. Cinque persone malate non significano che il nostro istituto fosse contaminato ... Noi professori sapientoni eravamo caduti in un errore di statistica, ci eravamo convinti che il numero fuori media di malati richiedesse una causa. Avevamo confuso la media con la varianza (Domenicale de IlSole24Ore, 23.1.2013).

Qual è la morale di questa storiella che a noi qui interessa? Ricordate le statistiche che ho chiamato dis-umane, in quanto coprivano archi temporali troppo lunghi per gli uomini? Mi riferisco alle statistiche che mostravano la forte superiorità delle azioni su altri tipi di investimenti su un arco di 110 anni. Queste statistiche ovviamente non servono a un consulente che ha a che fare con i clienti, ma sono utili per fare un ragionamento rivolto a chi è convinto comunque della superiorità delle azioni.

PER CHI VUOLE SAPERNE DI PIÙ CONSIGLIAMO I SAGGI DEL PROFESSOR LEGRENZI:

I SOLDI IN TESTA, Laterza, 2011.

**PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI,
Il Sole 24 Ore, 2008.**

I 110 anni della statistica corrispondono appunto alle 400 piastrelle. La superiorità delle azioni non si è distribuita equamente per tutti i 110 anni. Nella prima metà del secolo scorso, con guerre e dittature, il premio al rischio è stato molto inferiore mediamente al premio al rischio della seconda metà, in cui i guai sono stati temuti, ma per fortuna non sono mai accaduti (per esempio la guerra fredda si è dissolta). Come ho già mostrato, se andiamo ancora più in dettaglio, ad esempio all'inizio di questo secolo, iniziato nel 2000, abbiamo

registrato forti punti di svolta da un triennio all'altro: la media è per l'appunto una media, e mostra molta varianza, cioè oscillazioni nel tempo.

Questi sono tutti dati oggettivi, e si rivolgono al passato: sono stati registrati e codificati, proprio come quando provate a contare quanti chicchi cascano su ognuna delle 400 piastrelle. Ma ecco una differenza sostanziale: nel caso delle piastrelle potete fare un esperimento e potete ripeterlo più volte. Per esempio: lanciare per 100 volte di fila i chicchi e contare ogni volta quanti ne sono caduti su una particolare



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

piastrella. Questo non lo possiamo fare con le registrazioni del premio al rischio perché ognuno dei 110 anni è capitato una sola volta e non è ripetibile: non sono eventi riproducibili a piacere, come in un esperimento. Quindi non si può estrapolare, cioè ricavare, quella che sarà la probabilità del prossimo anno sulla base della media dei 110 anni precedenti. Possiamo solo dire che ci aspettiamo che, anche nei prossimi 110 anni, ci sia una superiorità delle azioni sul resto, e cioè un certo valore del premio al rischio. Ma di quale entità? Non lo sappiamo, come si è già detto nella lezione n° 20 (24.1.13). Se poi passiamo dal passato al futuro il quadro si fa ovviamente più incerto. Ma è il futuro che interessa al risparmiatore, non certo le statistiche del passato, e tanto meno quelle dis-umane tratte da periodi ultrasecolari. Nell'Economist del 26 gennaio 2013 (p. 61), Buttonwood si esercita nelle previ-

sioni relative alla prossima decade, provando a proiettare i rendimenti delle varie asset class registrati alla fine del 2012. L'esercizio si applica alle tre grandi aree di interesse per l'Economist: Stati Uniti, Europa e Gran Bretagna. Se teniamo presente i valori corretti per l'inflazione, come nella tabella seguente, il quadro per le obbligazioni governative è deludente: è probabile che non copriranno neppure l'inflazione presente in tutte e tre le grandi aree. Un po' meglio farà il credito, cioè le obbligazioni non governative. Per le azioni il calcolo è più complesso, e la forchetta di valori prevista è molto ampia, basandosi sui rendimenti attuali e sulla possibilità che si ritorni alle medie storiche del passato (ma quale è l'intervallo temporale da prendere in considerazione? Il decennio appena trascorso o un intervallo più lungo?). Forse le sorprese più positive verranno dagli immobili, dopo un così lungo sacrificio in tutte e tre le aree, anche se la previsione è strettamente collegata alla forza e alla durata della ripresa economica. I rendimenti attuali degli immobili, sopra la media storica dati i prezzi sacrificati, farebbero ben sperare (forse non in Italia, dove la situazione è particolare, dato il mix di mancata crescita, sia economica che demografica, e di impoverimento della prossima generazione). Immaginiamo che le ampiezze delle forchette siano sensate e che il rendimento effettivo della prossima decade stia in mezzo. Supponiamo

inoltre di costruire un portafoglio fatto per metà in azioni e per il resto suddiviso equamente in liquidi, obbligazioni governative e non, e immobili. Dovremmo aspettarci un rendimento del 2.2% negli USA e del 3.3% in Europa. Non eccitante, ma non male, se le cose andassero veramente così.

Dato che c'è forte interesse circa che cosa succederà in futuro, si è provato a introdurre delle misure volte a misurare le aspettative, per lo meno a breve termine. Si badi bene che qui andiamo su un terreno nuovo: le aspettative non si registrano nel mondo, su quello cioè che è successo in passato (vedi sopra), come nel caso dei 100 chicchi caduti sulle piastrelle o i premi al rischio corrispondenti a ciascuno dei 110 anni passati. Le aspettative sono dentro le teste delle persone. Dato però che le persone agiscono in base a quello che si aspettano, possiamo andare a misurare le loro azioni, o, più esattamente, il costo delle loro azioni. Poniamo che voi temiate che un indice azionario, per esempio lo S&P500 possa nel futuro scendere. Allora potete assicurarvi contro questa eventualità e, ovviamente, l'assicurazione ha un costo. Il costo dell'assicurazione è una misura indiretta delle aspettative presenti sul mercato. Non nella testa di una specifica persona, ma nella media ponderata di tutti gli operatori (alcuni contano più di altri perché è la massa delle assicurazioni che conta, non il numero delle persone che si assicurano).

Il Chicago Board Options Exchange Volatility Index, più brevemente VIX, è appunto un indice che misura il costo di usare opzioni per assicurarsi contro perdite del S&P 500, fortemente salito in gennaio 2013. L'indice della volatilità dello S&P 500 relativo a 5 giorni, una misura della oscillazione dei prezzi sul breve, è crollato nel mese di gennaio al valore più basso dal 2005. Per dare un'idea ora è sotto il 5%, mentre alla fine di dicembre 2012, quando si temeva per l'accordo in prossimità del baratro fiscale, aveva raggiunto il valore di 26. E' evidente però che questo modo di misurare le aspettative ha un respiro corto, rispetto a quello costruito estrapolando dal passato per periodi lunghi come un decennio. Il primo è una misura delle aspettative a breve diffuse nel mercato, ed ha un prezzo perché è una sorta di assicurazione quotata, il secondo invece è basato su tecniche più precarie che contemplano le

Buy the numbers

Projected ten-year inflation-adjusted returns

Dec 31st 2012, annual % change, low/high range

Asset	United States	Europe	Britain
Cash	-0.25/1.50	0.50/1.75	0.75/2.50
Gov't bonds	-4.00/1.25	-2.50/1.25	-3.75/0.50
Credit*	-3.00/3.25	-2.75/3.00	-3.50/2.50
Equities	-1.00/8.00	0.75/9.50	1.00/9.00
Property	0.25/8.75	1.00/9.50	nil/8.00

Source: Standard Life Investments

*Investment-grade corporate bonds

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



proiezioni dei valori del passato, il ritorno sulle medie storiche e, soprattutto, l'assenza di eventi eccezionali, come guerre e terrorismo o altri incidenti inattesi e negativi. Però ha il vantaggio di riferirsi a intervalli futuri medio-lunghi.

Infine va osservato che anche il VIX non corrisponde ai timori dell'investitore medio, cioè della stragrande maggioranza dei non esperti, perché è un indice che misura le oscillazioni, in certo qual modo un indice che misura i timori più che i dolori. Per avere un indice corrispondente ai soli dolori, questo dovrebbe dare un peso maggiore all'entità delle discese, che è quello che i risparmiatori temono. E tutto ciò spiega come mai i risparmiatori, per lo più, non siano investiti nei modi suggeriti dall'Economist, ma premino le obbligazioni, governative e non, rispetto alle azioni.

Eppure sono le forti crescite delle azioni a dare i rari momenti di felicità. Alla nostra generazione è accaduto nel 1997-1999, e nel 2009-2011. Forse due attimi su un intervallo semisecolare. Per la maggioranza dei risparmiatori vale probabilmente quanto osserva Alice Munro alla fine del racconto *La luna nella pista di pattinaggio* (Il percorso dell'amore, Einaudi, 2007, p. 172):

“Chissà se quei momenti significano davvero, come sembra, che avremmo a disposizione una vita felice nella quale ci imbattiamo, consapevolmente, solo qualche rara volta? Chissà se gettano su quel che precede e quel che segue, tutto ciò che è accaduto nella nostra vita, o che noi abbiamo fatto accadere, una luce tale da rendere ogni cosa trascurabile?”

I SOLDI IN TESTA

14 marzo 2013

Lezione N°27 || IL RISCHIO DELL'EMITTENTE, LA PAURA E LA DIVERSIFICAZIONE

Le obbligazioni presentano un rischio, definibile come eventuale incapacità dell'emittente di pagare gli interessi e il capitale. Questo rischio viene stimato dalle società di rating che usano una scala ordinale a sei valori:

- AAA, rischio minimo
- AA, rischio modesto
- A, rischio medio basso
- BBB, accettabile
- BB, accettabile con attenzione
- B, attenzione specifica con monitoraggio continuo

Questa scala ordinale può venire letta in modo intuitivo, e per solito si traduce nell'uso di aggettivi come quelli sopra indicati (cfr. Il Sole 24Ore, Guide di Plus 24, marzo 2012, n°3, Le obbligazioni, p. 33). Se poi gli aggettivi sono fatti corrispondere a stime di probabilità (cfr. lezioni 8 e 13), non è facile capire il senso di previsioni dei rischi espresse sotto forma di descrizioni di forchette di valori di probabilità.

Queste, se lette isolatamente, cioè senza un confronto numerico in termini di aumento o diminuzione del rischio, sono ancora meno perspicue e trasparenti, per l'investitore di cultura media, delle espressioni linguistiche sopra citate. Ecco le forchette di probabilità, sempre tratte dalla guida di Plus sopra citata:

- AAA, probabilità di default a 5 anni: 0,1%
- AA, probabilità di default a 5 anni: da 0,16% a 0,56%
- A, probabilità di default a 5 anni: da 0,63% a 0,89%

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

- BBB, probabilità di default a 5 anni: da 2,81% a 5,54%
- BB, probabilità di default a 5 anni: da 8,62% a 16,27%
- B, probabilità di default a 5 anni: da 21,96% a 39,23%

Se esaminiamo l'elenco sopra indicato (op. cit., p. 74), i valori e l'ampiezza delle forchette di probabilità di un default dicono poco all'investitore medio. Non sempre passare da una scala ordinale, come quella con gli aggettivi, a una scala intervallo, come quella con le probabilità, chiarisce le idee, soprattutto quando le forchette sono tanto ampie.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Che cosa significa, intuitivamente, una percentuale di default dello 0,1% nei prossimi cinque anni? C'è un'ambiguità ancora maggiore rispetto a dire che, per domani, le probabilità che piova sono il 33%, cioè una su tre. Che cosa implica? Vuole forse dire che in giornate, per cui è stata fatta in precedenza questa previsione, piove una volta su tre? Oppure, che invece di piovere sempre, domani avremo pioggia per un terzo del tempo? Oppure che giornate simili a quella di oggi precedono una giornata piovosa una volta su tre? E così via ...

Nella tabella precedente, tratta dalla guida di Plus, l'unico elemento perspicuo, leggibile immediatamente, è la constatazione di un salto, percepibile a occhio, nel rischio associato a una tripla AAA rispetto alle obbligazioni meno sicure, dalle doppie AA in giù. Si passa dall'1 per mille al 16/56 per mille, cioè a una forchetta di sedici-cinquantasei volte maggiore! Da una volta su mille delle AAA, a sedici volte su mille delle AA, come minimo! In realtà la stessa forchetta della AA è molto ampia, perché spazia da 16 a 56. Quindi una AA può arrivare ad avere persino 56 probabilità in più di default rispetto a una AAA.

Come abbiamo già ricordato, la ricerca della massima sicurezza ha indotto nel 2012, e continua a indurre molti anche nel corso del 2013, a mettere i risparmi in titoli tripla AAA, che diventano sempre più rari e ambiti, pur offrendo rendimenti reali fortemente negativi.

PER CHI VUOLE SAPERNE DI PIÙ CONSIGLIAMO I SAGGI DEL PROFESSOR LEGRENZI:

I SOLDI IN TESTA, Laterza, 2011.

PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI,

Il Sole 24 Ore, 2008.

La paura, in seguito a quest'ultimo decennio, è divenuta tale che molti investitori accettano di ridurre in termini reali il loro patrimonio pur di eliminare drasticamente il massimo

possibile di rischi. Oggi molti si domandano come mai la paura è tale da indurre ad acquistare Bund a 10 anni, cioè obbligazioni governative triple AAA, il cui rendimento è inferiore all'inflazione. I momenti di massima paura, come vedremo meglio più avanti, andrebbero forse più saggiamente intesi non come motivazione e stimolo per rifugiarsi in una tripla AAA, ma come un segnale di un punto di svolta, un concetto che abbiamo già analizzato.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Perché è così difficile, così anti-intuitivo, vedere nella paura un segnale per il futuro, un contrassegno di un presente o prossimo punto di svolta, invece che un effetto psicologico che si associa a un pericolo o a un danno del passato che ci ha reso ansiosi? La risposta è semplice. Per solito, nel corso della vita, in molti scenari, è saggio e prudente evitare quello che in precedenza ci ha causato molta paura. Cerchiamo di non ricadere nelle situazioni in cui abbiamo corso grandi pericoli. Purtroppo, trasferendo questa stessa strategia ai mercati azionari, facciamo scelte meno sensate, giustificate solo sul piano emotivo. Per esempio, abbiamo più paura della borsa quando questa è scesa a lungo e ci ha fatto soffrire. E allora vendiamo, quando invece sarebbe il momento per fare l'opposto, o, almeno, per non vendere. La paura, di solito, serve a renderci meno vulnerabili, ma in questi scenari specifici,

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



viceversa, non ci induce a fare quello che sarebbe conveniente per i nostri risparmi. Per ora limitiamoci a osservare che, normalmente, in tutti gli scenari pericolosi, esclusi quelli economico-finanziari, spesso il comportamento adattivo e razionale consiste non solo nell'aver paura, ma anche nel ricordarsi delle paure del passato. E' il ricordo delle paure che ci tiene lontani dai pericoli.

I risparmiatori americani hanno subito, in questi primi dodici anni del nuovo secolo, due docce fredde: quella iniziata nel 2000 e quella dell'ultima crisi. Quando poi, nel marzo 2009, le azioni erano molto economiche, almeno su base storica, i più non ne hanno approfittato perché, in meno di un quindicennio, avevano già sofferto per ben due volte. E neppure gli esperti l'hanno fatto più che tanto, dato che i gestori dei fondi pensione statunitensi si sono comportati come quelli britannici (cfr. dati già presentati). Ma sono stati soprattutto gli investitori singoli ad aver perso l'occasione di cavalcare il più forte incremento dei mercati statunitensi dal 1998 (5.6 trilioni di crescita dal marzo 2009 e 481 società su 500 dello S&P 500 con incrementi di valore, cfr. per un'analisi dettagliata cfr. 24.12.12, lyhomasson@bloomberg.net).

La paura col tempo si attenua, ma il suo dissolversi è completo solo quando arriva una nuova generazione. Bisogna che svanisca la memoria della precedente generazione, sostituita dalla successiva, quella che non è stata scottata. Quando un risparmiatore (soprattutto maturo: un sessantenne o un settantenne, e quindi privo di un orizzonte senza limiti di fronte a lui), ha subito due mercati orso dal principio del secolo, e se li ricorda bene perché ci è cascato dentro, evita di cascarci per una terza volta perché teme il classico: "non c'è due senza tre!". Nel 2009 il valore delle azioni era basso su base storica, e si sarebbe potuto sperare nell'azione del fattore "regressione verso la media", la tendenza cioè a riallinearsi ai valori storici, quando ci si è molto distaccati da essi, sia andando troppo in alto rispetto alla media storica che calando troppo in basso. Ma l'emozione "paura" è più forte del ragionamento "ci sarà un ritorno verso la media", e così l'investitore "maturo" non ci si è avventurato, proprio perché

riteneva di esser diventato saggio e di aver imparato a tener conto delle sue esperienze passate. E così ha finito per trascurare la svolta più rilevante, e la più grande occasione di guadagno capitata in questo secolo.

Resta poi un'altra domanda, dal punto di vista della razionalità economica: come mai, dal 1998 al 2008, per un intero decennio, i mercati differenziavano assai poco i rendimenti dei Bund, i titoli governativi tedeschi, rispetto ai Btp, quelli italiani? Solo alla fine del 2011 è scoppiata la febbre dello "spread", cioè della differenza di rendimento tra il governativo decennale tedesco e quello italiano. Eppure la probabilità di default in termini di rating era già allora assai diversa, perché differenti erano le valutazioni delle agenzie (vedi sopra la tabella). Questo fatto dimostra ancora una volta che sono la reputazione e la paura, e non soltanto la misura del rischio oggettivo, ove questa è possibile, a influenzare la differenza di rendimenti tra i titoli governativi dell'area euro.

A questo fattore psicologico, la paura, se ne aggiunge un altro, ancora più paradossale, connesso al tentativo degli operatori esperti di anticipare gli eventi, formulando previsioni sul futuro e dando per scontate tali previsioni. Dato che passare da una valutazione AAA a una valutazione AA comporta un aumento del rischio di almeno sedici volte, ci aspetteremo che questo cambiamento del livello di rischio sia correlato a un grande cambiamento nel valore del titolo (più rischio = rendimento più alto = prezzo più basso del titolo). Vedremo nella prossima lezione che le cose non stanno sempre così.

I SOLDI IN TESTA

21 marzo 2013

Lezione N°28 || PAURA, DIVERSIFICAZIONE, EVOLUZIONE DARWINIANA

La paura è cattiva consigliera anche per un altro aspetto, quello della diversificazione, su cui torneremo più volte. Poniamo che una persona sia molto impaurita e decida di comprarsi il titolo che considera più sicuro, un governativo quinquennale tedesco che, essendo una Tripla AAA, ha probabilità di default a 5 anni soltanto del 0,1%. E' quindi molto più sicuro di un titolo doppia BB, che ha una probabilità di default più grande di almeno venti volte. Supponiamo, viceversa, che acquisti quote del JB Emerging Bond Fund, un fondo che contiene titoli mediamente doppia BB, quindi fatto di un insieme di pezzi ciascuno dei quali è, considerato in se stesso, molto più rischioso del titolo tedesco. E tuttavia questi titoli sono centinaia, con valute ed emittenti diversissimi.

Dato che:

- ➔ ciascun titolo obbligazionario copre una percentuale minima del fondo,
- ➔ i fallimenti degli emittenti sono eventi per larga parte indipendenti,

la probabilità di default di ciascuno di essi va moltiplicata per le probabilità degli altri. Alla fine non è più probabile che fallisca, nel suo complesso, il JB Emerging Bond Fund, rispetto al singolo titolo quinquennale tedesco. Questo effetto combinato di rischio e diversificazione non viene colto dai non addetti ai lavori, che, impauriti, si rifugiano spesso in un titolo super-sicuro che non compensa nemmeno l'inflazione, invece di acquistare una quota piccola di un fondo all'interno di un portafoglio a sua volta molto diversificato. Per esempio, all'interno di un portafoglio assai diversificato, una piccola

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

quota del JB Emerging Bond Fund, che rende cinque volte più della tripla AAA tedesca, ed è a sua volta molto diversificato al suo interno.

Se un portafoglio è molto differenziato al suo interno, è comunque molto più anti-fragile, capace cioè di resistere agli eventi inattesi che colpiscono un paese, o una parte del mondo. Il portafoglio concentrato su un paese è molto più vulnerabile, anche se si ha molta fiducia nello sviluppo di quel paese. La diversificazione estrema funziona come l'evoluzio-



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

ne di una specie animale, che affronta il futuro producendo molti varianti, rispetto a una specie che si replica sempre nello stesso identico modo, generazione dopo generazione. Quando l'ambiente cambierà in modi imprevisi e imprevedibili, una parte dei varianti si adatterà meglio al nuovo ambiente. E così la specie nel suo complesso si modificherà sopravvivendo, anche se perderà per strada gli elementi inadatti ai nuovi ambienti. Non importano più che tanto le caratteristiche di ogni variante, è la differenziazione che conta.

Un esempio storico illustra molto bene questo punto, e cioè la vulnerabilità di un portafoglio concentrato su un solo mercato, quando capitano eventi rari, e quindi del tutto inattesi (cfr. Buttonwood su Economist del 9 febbraio 2013, p. 62, cfr. figura qui riportata, dove sono mostrati i valori delle due borse, statunitense e russa, in termini di rendimenti complessivi, dal 1865 fino alla rivoluzione sovietica del 1917).



Nei cinquanta anni dopo la fine della guerra civile americana, la borsa di San Pietroburgo ha avuto rendimenti sistematicamente superiori alla borsa di New York. Cento dollari statunitensi erano diventati più di 500 dollari nel 1910 a San Pietroburgo e poco più di 200 a New York. Fino al 1917, agli albori della rivoluzione sovietica, il rendimento cumulato era stato più che doppio. Poi, di colpo si passò a zero, dopo un anno di rivoluzione. Allora il concetto di diversificazione non era disponibile, almeno non nei termini della finanza contemporanea. Solo per caso, alcuni aristocratici avevano residen-

ze all'estero, e questo fece la differenza tra guadagnarsi da vivere come cameriere o taxista o sopravvivere grazie a una stentata rendita! Oggi le cose sono diverse: anche se la grande potenza industriale che ha più forte sviluppo è la Cina, nessuno affiderebbe tutti i suoi risparmi a quel paese. Eppure, ancor oggi, le persone tendono a investire in quello che conoscono, e questa strategia porta inevitabilmente a preferire il paese natio, e il proprio continente, comunque quello che si conosce meglio.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Gli studiosi Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton, della London Business School, nel pubblicare quest'anno la loro statistica sui rendimenti delle diverse borse dal 1900 al 2012, hanno corretto le statistiche dell'anno scorso, includendo nella banca dati paesi come la Russia e la Cina (andati a zero nel 1918 e nel 1949), e paesi travagliati come l'Austria, la cui borsa dal 1900 al 2012 ha subito ben 97 anni consecutivi di perdite in termini reali. Tenendo conto anche di questi eventi rari, ma evidentemente non impossibili, il rendimento medio delle azioni su questo periodo ultrasecolare è sceso dal 5,4% al 5%. Sempre buono, rispetto ad altre possibilità d'investimento calcolate su un arco così lungo e sui paesi per cui sono disponibili statistiche (ovviamente anche il valore degli immobili, per esempio, è andato, per i rispettivi proprietari, a zero in Russia, in seguito alla rivoluzione). E tuttavia, se teniamo presente che, per la mia generazione, gli Stati Uniti sono diventati il sistema di riferimento, sia sui media sia presso gli studi specialistici degli addetti ai lavori, possiamo

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



renderci conto di come questo sistema inneschi una prospettiva deformante. Infatti, la media mondiale, dal 1990 al 2012, è stata del 5%, ma è composta di un 6,3% degli USA e di un 4,4% di tutto il resto del mondo. Questo è dovuto alla forte capitalizzazione della borsa americana e al conseguente peso rilevante dei suoi ottimi rendimenti. La stima dei tre professori della London Business School per i prossimi 20-30 anni è del 3% annuo per gli USA, molto meno dell'eccezionale seconda metà del secolo scorso. La tendenza a vedere il mondo partendo da casa propria, e quindi sopravvalutando quel che è vicino, e si conosce meglio, è dura a morire. Le borse dei 4 paesi BRIC - termine coniato da O'Neill di Goldman Sachs nel 2001, alludendo al concetto di "mattone", cioè alla forza di quelle economie: Brasile, Russia, India e Cina - hanno guadagnato il 424% nella decade che è terminata nel 2010. Risultato non sorprendente se si pensa che in quel decennio i BRIC hanno avuto una crescita media annua del 6,6%. Con il consueto ritardo questi paesi sono stati inseriti nei portafogli dei risparmiatori, ma l'entusiasmo degli anni più recenti ha reso queste borse oggi care rispetto alle altre aree del mondo. Alla fine di febbraio 2013 l'Euro Stoxx 50 vale 10.9% in termini di p/u, lo S&P 500 è a 13.7% e il MSCI Asia Pacific Index è a 14.8%. Come sempre si procede guidando con lo specchietto retrovisore: ancora una volta è la paura che ci ha procurato l'incerto futuro dell'Europa ad aver depresso le quotazioni. Il punto non è l'ignoranza della vastità degli scenari mondiali, oggi a tutti noti, ma la difficoltà cognitiva ed emotiva a usare una strategia veramente differenziata su così tante variabili. Una strategia che presuppone che non conosciamo il nostro futuro e che non dobbiamo basarci su quello che conosciamo meglio. Così come la strategia dell'evoluzione delle specie biologiche è contro-intuitiva, dato che implica l'azione del caso, lo è anche la nozione economico-finanziaria di diversificazione.

Il nocciolo della difficoltà consiste nel fatto che è richiesto un cambiamento di prospettiva. Capire cioè che la sorte del nostro portafoglio è fatta dai mercati che scelgono, ben più che dalle nostre scelte personali. Noi dobbiamo limitarci a diversificare per ridurre il rischio e per essere pronti per ogni evenienza. Per assumere questa prospettiva dobbiamo considerare il portafoglio come qualcosa che si replica nel tempo, e

replicandosi va incontro ad ambienti diversi, e viene poi selezionato da questi ambienti o, meglio, dalle mutazioni di questi ambienti. Se introduciamo delle varianti diversificando il portafoglio, questo sarà meno fragile a fronte di cambiamenti futuri. Tale strategia si può applicare a tutti gli artefatti, anche a quelli materiali costruiti all'interno di una data cultura, nei casi in cui non è disponibile o non è applicabile un progetto "a priori". Ad esempio, in Polinesia, le popolazioni locali costruiscono diversi tipi di imbarcazioni, e poi scoprono che certi tipi di imbarcazioni vanno meglio in determinate condizioni del mare. Non conoscendo queste ultime, procedono per prove ed errori. Il mercato è un progettista "cieco" così come lo è il mare rispetto alle canoe e la natura rispetto alle specie animali (cfr. Peter Godfrey-Smith, *Darwinian populations*, Oxford UP, 2009, p. 154 e segg.).

L'analogia darwiniana illumina anche il processo che sta dietro ai meccanismi di imitazione delle scelte di successo, e del graduale diffondersi del successo del passato, per imitazioni successive da parte di sempre più membri di una popolazione. Di conseguenza i processi di contagio che portano alla diffusione per imitazione implicano ritardi anche negli "aggiustamenti". Di qui il fatto che chi ha reso il 424% nella decade precedente, l'area mondiale cioè che ha fatto meglio, diventerà quella preferita e anche quella più cara in termini di p/u. Si creano così le condizioni perché la regressione verso la media faccia il suo consueto lavoro sui periodi temporali lunghi, quelli che abitualmente ci sfuggono. E tuttavia la regressione verso la media agisce su durate di gran lunga troppo estese, anche se non sono necessari i 112 della statistica di Elroy Dimson, Paul Marsh e Mike Staunton, della London Business School, quella relativa ai rendimenti delle diverse borse dal 1900 al 2012. Ovviamente questo è un arco temporale ridicolo, se non per gli studiosi nella prospettiva da cui siamo partiti in questa lezione. Intervalli temporali così lunghi sono ingestibili sia a livello cognitivo sia a livello emotivo.

PER CHI VUOLE SAPERNE DI PIÙ CONSIGLIAMO I SAGGI DEL PROFESSOR LEGRENZI:

I SOLDI IN TESTA, Laterza, 2011.

PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI,

Il Sole 24 Ore, 2008.

I SOLDI IN TESTA

28 marzo 2013

Lezione N°29 || VALUTAZIONI DELLE AGENZIE DI RATING, ASPETTATIVE E PAURE

Le statistiche compilate da Bloomberg, seguendo i cambiamenti sui rating dei debiti sovrani di Moody's e S&P, mostrano che:

- ➔ nel 2012 abbiamo avuto ben 32 cambiamenti di rating che sono stati ignorati il 56% delle volte, nel senso che si sono rivelati in seguito ininfluenti;
- ➔ dal 1974 alla fine del 2012, per ben il 47% delle volte, il rendimento del titolo degradato è sceso invece di salire! L'esempio recente, e più clamoroso, è quello della Francia: perde la tripla AAA di Moody's il 19 novembre 2012, e lo yield scende al 1,98%, in quanto il titolo, cioè l'OAT, sorprendentemente, si apprezza invece di deprezzarsi (il rendimento del decennale poi risale al 2,23 in data 25 febbraio 2013 per le difficoltà legate al debito europeo).

L'istinto "contrarian" dei mercati si spiega con il fatto che, quando un'agenzia cala la scure su un titolo, il mercato ha spesso già anticipato la decisione. Il giudizio dell'agenzia si rivelerà quindi ininfluenza, essendo già scontato nei prezzi (e, in effetti, il decennale con la tripla AAA francese rendeva – ben prima di novembre 2012 – quasi un punto in più del Bund, cioè l'analogo decennale emesso dalla Germania; per una trattazione analitica e un commento cfr. il pezzo di Poggi su il Sole24Ore del 19.12.2012, p. 37).

In un articolo, un po' tecnico ma illuminante, di Alessandro Piergallini e Michele Postiglia (Fiscal Policy and Public Debt Dynamics in Italy, Rivista Italiana degli Economisti, XVII, 2012, 417-440), si mostra come, nella storia unitaria del paese, si siano avuti solo tre periodi (1861/1863; 1926; 1946/1981) in

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

cui è stato rispettato il criterio del trattato di Maastricht, e cioè un debito inferiore al 60% del PIL (il prodotto interno lordo, in inglese GDP). Quando il debito ha raggiunto livelli ritenuti preoccupanti, e percepiti come tali dall'opinione pubblica, si è intervenuti con appropriate e decise politiche fiscali. Non sempre è stata utilizzata la tecnica della riduzione del debito tramite inflazione, quella che oggi è spesso definita come "repressione finanziaria". La repressione finanziaria era stata utilizzata in Italia e in altri paesi, per esempio gli USA, dopo l'ultima guerra mondiale. Così il Giappone, che deve gestire il



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

più alto debito dello stato rispetto al PIL, dichiara oggi di voler fare, con un obiettivo/inflazione al 2% (cfr. 26.12.12, ynohara1@bloomberg.net). Nel frattempo, il valore dello yen è già sceso di più del 10% nei confronti di dollari e euro.

L'Italia, nella sua storia unitaria, ha mostrato di saper reagire ai cumuli eccessivi di debito. Per solito l'entità del debito è divenuta centrale all'interno del dibattito pubblico ed è emersa la paura delle conseguenze della spesa eccessiva. Secondo le parole di Quintino Sella, parole rivolte al parlamento l'11 dicembre 1872: è quando si votano le spese, e non le tasse, che si chiedono sacrifici ai contribuenti.

Le tecniche adottate per il rientro del debito sono storicamente più di una. Per lo meno le seguenti, o un loro mix:

- ➔ non pagarlo ai creditori, come ha fatto la Grecia nel 2011/2012 e, a suo tempo, l'Argentina;
- ➔ usare l'inflazione, per ridurlo gradatamente, come in molti paesi dopo le guerre;
- ➔ ricorrere a misure di politica fiscale, che è la tecnica più dolorosa, come hanno ben capito gli italiani nell'ultimo anno in seguito all'adozione dell'amara ma necessaria ricetta: taglio spese/aumento tasse.

Ovviamente l'adozione di una o l'altra di tali tecniche ha effetti molto diversi sui risparmiatori. Se si usa l'inflazione, la repressione finanziaria non è notata dai più e agisce in modo silente. Ragion per cui è molto pericolosa per gli investitori, soprattutto per quelli con titoli a reddito fisso. Se invece si adottano politiche fiscali esplicite, allora l'eccessivo debito viene per solito presentato al pubblico come un pericolo nuovo e sconosciuto, pauroso, e tale da richiedere sacrifici. In conclusione, non solo il senso del rigore, ma anche la paura spinge a imboccare un cammino virtuoso di rientro dal debito.

La paura indotta dal verificarsi di un evento singolo, non previsto, rappresenta un caso limite. In generale la mente umana è più allenata e abile nel valutare la probabilità di un singolo evento, collocabile dentro una serie storica di eventi analoghi, rispetto alla stima del cambiamento di probabilità di eventi singoli, come si può mostrare con molti esperimenti (tipico

quello dei tre contenitori, descritto nel libro *I soldi in testa*). Abbiamo già detto che noi abbiamo paura degli eventi soggettivamente paurosi, e non di quelli oggettivamente pericolosi.

La paura indotta da un evento singolo, che giudicavamo del tutto improbabile, se non impossibile, ci può purtroppo condurre a scelte non molto ponderate, che possono auto-danneggiarci, come si è già accennato. Questo avviene non solo per le paure finanziarie, quando per esempio, in casi eccezio-



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

nali, i mercati sono molto scesi di valore, e abbiamo patito in modo prolungato per uno stato di cose ansioso da cui vogliamo liberarci (allontanando a ogni costo la sorgente della paura, e quindi vendendo ciò su cui siamo in perdita e ci ha fatto soffrire). Capita anche per altri tipi di paure.

Un caso tragico è costituito dalle morti dei 256 passeggeri che viaggiavano sugli aerei l'11 settembre 2001. Le persone che stavano vicino a New York, impressionate dall'evento, potendo spostarsi in macchina, preferirono evitare i viaggi in aereo.



Una ricerca dettagliata di Wolfgang Gaissmaier e Gerd Gigerenzer (9/11, Act II: A Fine-Grained Analysis of Regional Variations in Traffic Fatalities), pubblicata nel novembre 2012 su *Psychological Science*, mostra che la scelta di andare in macchina, invece che in aereo, causò negli USA 1.600 morti addizionali rispetto alle consuete statistiche stagionali. Questo incremento (di circa sei volte i morti in aereo: erano stati

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:  

256) si spiega con l'impatto della paura (determinata da quanto uno abitava distante o vicino a New York), e con la possibilità effettiva di sostituire il trasporto aereo con l'uso di autostrade.

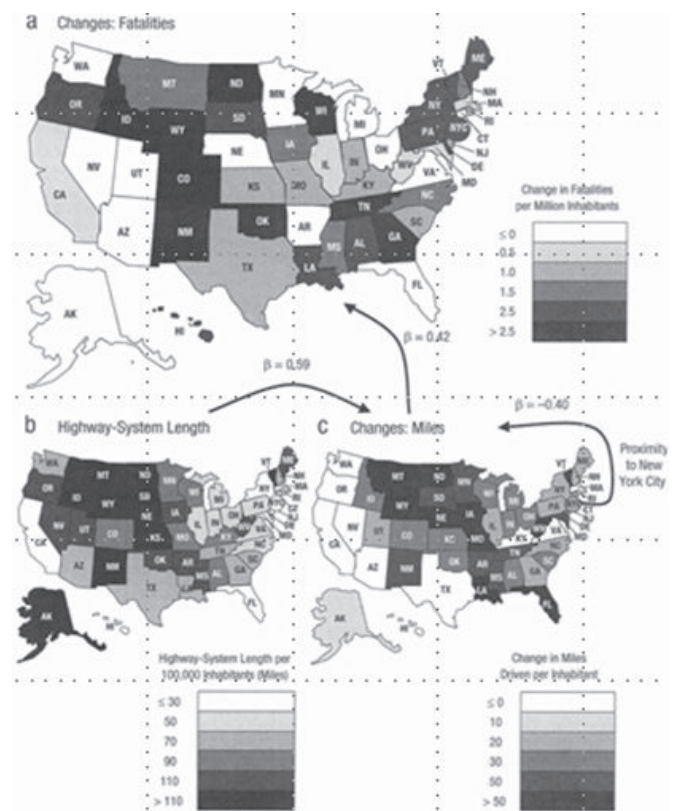
Le sottostanti due mappe degli USA indicano, in basso, con colori sempre più scuri, la distanza da New York e la presenza di autostrade in quello specifico stato. Vediamo le conseguenze di questi due fattori nella mappa grande degli USA, che riporta l'aumento delle morti, avvenuto rispetto alle medie storiche, nei tre mesi successivi (più scuro = più incremento).

In conclusione la possibilità di evitare di viaggiare in aereo e il livello di paura, in funzione del luogo di residenza (più o meno vicino a New York), spiegano le scelte apparentemente irrazionali del tipo di mezzo di trasporto, così come i due mercati "orso", nell'ultimo decennio, spiegano la paura, e il conseguente acquisto di obbligazioni supersicure, che non pareggiano neppure il tasso di inflazione. Una scelta forse auto-lesionistica, dal punto di vista del portafoglio. Di sicuro tranquillizzante in termini di stati d'animo.

PER CHI VUOLE SAPERNE DI PIÙ CONSIGLIAMO I SAGGI DEL PROFESSOR LEGRENI:

I SOLDI IN TESTA, Laterza, 2011.

PSICOLOGIA E INVESTIMENTI FINANZIARI,
Il Sole 24 Ore, 2008.



I SOLDI IN TESTA

04 aprile 2013

Lezione N°30 || CAPIRE LA DIVERSIFICAZIONE

La nozione di diversificazione ha una lunga storia. Bisogna preliminarmente distinguere tra la diversificazione ingenua, basata sul buonsenso, e la diversificazione così com'è stata teorizzata in finanza.

La diversificazione ingenua è molto intuitiva e la troviamo già chiaramente formulata nel Mercante di Venezia, l'opera scritta da Shakespeare alla fine del 1500. Quando Antonio confida che potrà restituire il debito contratto con il banchiere Shylock fonda la sua sicurezza sul fatto che si aspetta che almeno una delle tre navi mandate in giro per il mondo su rotte diverse possa tornare a Venezia, e permettergli così un lauto guadagno. Antonio ricorda come abbia scelto tre rotte differenti proprio per minimizzare il pericolo di eventi avversi, come bufere e altri incidenti. Questo tipo di diversificazione si basa su un assunto molto semplice, che richiama una ricerca di sicurezza, almeno sul piano psicologico, di natura, per così dire, assicurativa. La probabilità di un esito negativo, nel caso di Antonio il fallimento, dipende dal numero delle possibilità indipendenti. Nel caso di Antonio sono tre. Le rotte sono tre, e sono diverse (con esiti cioè indipendenti l'uno dall'altro). Antonio confida di non fallire: gli sembra improbabile che tutte e tre le navi affondino. Poniamo, proprio per essere pessimisti, che ciascuna nave abbia una possibilità su due di non tornare. In tal caso abbiamo una possibilità su otto che non torni nessuna nave ($\frac{1}{2}$ per $\frac{1}{2}$ per $\frac{1}{2}$ = $\frac{1}{8}$). Ovviamente, trattandosi di una tragedia, si verifica proprio quella possibilità su 8 dato che, sfortunatamente, non torna indietro nessuna delle tre navi.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Se noi abbiamo esaminato n possibilità, la diversificazione ingenua funziona con il criterio $1/n$. Dividiamo cioè le nostre risorse totali per le n possibilità d'investimento prese in considerazione. A questo punto $1/n$ delle risorse viene assegnato a ciascuna delle n possibilità. Questa strategia si traduce nel prendere tutti i nostri risparmi, e nel suddividerli per $1/n$, in modo da distribuirli equamente sulle n possibilità prese in considerazione.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

L'adozione di tale strategia corrisponde, il più delle volte, alla scelta di differenziare il tipo d'investimento in funzione dei diversi scopi futuri. Talvolta il risparmio, allocato in un certo modo, serve proprio a un dato e specifico obiettivo, per esempio: pagare il mutuo. Viceversa, il risparmio allocato in altri modi serve per finalità più a lungo termine (per esempio: vecchiaia, figli, etc., cfr., per esempio, Plus del Sole 24Ore, 5.1.2013).

A questo punto la differenza tra la diversificazione ingenua e quella fatta secondo la teoria classica del portafoglio diventa chiara se consideriamo tutti i risparmi come una torta composta di più fette. La teoria finanziaria prevede che, per andare oltre una diversificazione ingenua, si debba conoscere la correlazione tra incrementi e decrementi di valore di ciascuna delle varie fette della torta nel tempo in rapporto a incrementi e decrementi delle altre fette. In parole povere si deve sperare che, quando una o più fette diventano più sottili, perché le allocazioni scelte perdono di valore sui mercati, altre fette incrementeranno il loro valore e si ingrosseranno. Questo succede se incrementi e decrementi di ciascuna delle fette della torta non sono perfettamente correlati tra loro: se cioè non aumentano o diminuiscono insieme, in modi identici, così che ogni cambiamento di una fetta della torta replichi il cambiamento delle altre. Se invece quando alcune fette decrescono, le altre crescono, e viceversa, allora abbiamo un guadagno complessivo di sicurezza, nel senso che il rischio totale del portafoglio è inferiore alla somma dei rischi di ciascuna fetta. Di conseguenza il valore totale del portafoglio è più stabile nel tempo, e il rischio che oscilli nel suo valore complessivo diminuisce.

Se le possibilità prese in considerazione sono poche, allora si capisce anche a occhio come funziona la diversificazione. Per esempio, l'esperto che costruisce portafogli, su Plus del Sole24Ore del 5 gennaio 2013, consiglia a un signore, dal profilo prudente, un portafoglio composto di 80% di risorse allocate su un conto corrente remunerato (acquisto di casa con mutuo), e, per il restante 20%, di un ETF azionario Italia. In questo caso, quattro quinti dei risparmi sono destinati all'accensione di mutuo, prevista tra un anno. Il quinto restante, in azioni, è pensato sul lungo termine. Queste due allocazioni non sono

troppo correlate, pur essendo entrambe nella stessa valuta: l'euro. Un profilo più aggressivo, consigliato a un altro risparmiatore, prevede tre tipi di obbligazioni e due fondi azionari. Anche qui obbligazioni e azioni non sono correlate tra loro, mentre lo sono i due tipi di ETF azionari.

Nelle fabbriche dei professionisti, tuttavia, si costruiscono i prodotti contemplando un numero molto più alto di possibilità, che possono essere differenziate in svariati modi.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Consideriamo, per esempio, il fondo sul lusso Julius Baer, gestito da Swiss & Global. Come si vede dalle due torte sottostanti, le azioni scelte dai gestori di questo fondo sono suddivisibili per aree geografiche e per settori di beni di lusso. Ognuno di questi settori, a sua volta, contiene molte azioni di quell'ambito merceologico, ciascuna con pesi diversi. In questo caso è evidente che non si può capire né seguire l'andamento complessivo "a occhio". Se poi il portafoglio totale contiene una quota del fondo "lusso", ma anche altre quote destinate ad altri fondi, azionari e obbligazionari, soltanto un computer può misurare le correlazioni tra le varie fette della torta e il loro andamento nel tempo. A questo punto non c'è più nulla d'intuitivo.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

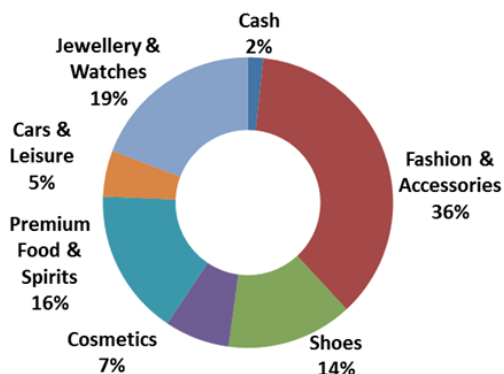
jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:  

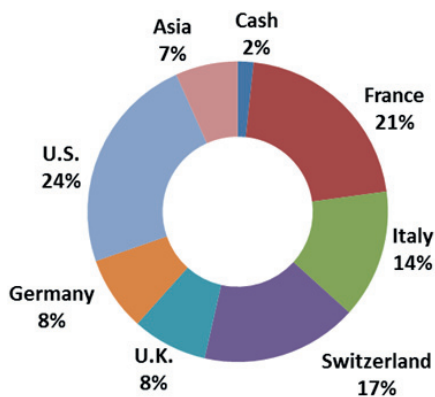
Julius Baer Luxury Brands Fund

Diversificazione in regioni e gruppi di prodotti

Allocazione settoriale



Allocazione geografica



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

11 aprile 2013

Lezione N°31 || SPIEGARE E COMUNICARE LA DIVERSIFICAZIONE

Finora abbiamo considerato la diversificazione come tecnica per costruire i prodotti finanziari da parte di chi sta nelle fabbriche, e cioè gli addetti ai lavori che gestiscono i fondi. Le cose diventano più delicate quando si tratta di presentare la diversificazione al cliente finale da parte del consulente che illustra le caratteristiche di un prodotto di una data fabbrica. Al cliente viene spontaneo domandarsi come mai l'esperto non sappia giudicare quale o quali di queste numerose possibilità siano da preferirsi rispetto alle altre. In tutti gli altri campi, almeno quelli in cui ci si rivolge a esperti, questi conoscono per solito quale sia la strategia migliore da adottare in ogni tipo di scenario per quello specifico cliente. Il dietista ci consiglia la dieta più adatta a noi, l'agenzia di viaggi la località di vacanze consona ai nostri gusti, l'avvocato individua la procedura di separazione legale più adatta a quella crisi matrimoniale, il medico indica la migliore cura, l'amico conoscitore della città suggerisce il miglior ristorante di pesce, e così via. In campo finanziario, no. Qui si deve ammettere che il futuro è largamente ignoto: per affrontare questa incertezza ci si difende ricorrendo a una strategia che ne minimizza i rischi. E non tutti i rischi sono calcolabili. Oltre alla misura dei rischi, basata sulle stime degli andamenti passati di un titolo o dei mercati, troviamo la nebbia dell'incertezza. Tale nebbia si dirada con il progressivo avvicinarsi del futuro, e con il suo diventare presente, per poi congelarsi in un passato imm modificabile. Questo fatto non è di comprensione immediata per il cliente finale che potrebbe spontaneamente dare più fiducia a un consulente pronto a dichiarare di conoscere con certezza quali titoli, quali mercati, quali valute, e così via, si riveleranno in futuro i migliori.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

In altre parole non è banale spiegare e consigliare strategie di diversificazione. Di fatto sono spesso adottate delle strategie di comunicazione intermedie: non si sa quali azioni o mercati andranno meglio, ma si ritiene che un dato settore, come quello del lusso, sia da preferire per quel tipo di cliente, con quella prospettiva temporale e quel profilo di rischio. Si preferisce quindi sovra-pesare questo tipo di allocazione rispetto a altre.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Di conseguenza, quelle che sono adottate sono spesso delle strategie miste, dove la diversificazione finanziaria è presentata non in termini assoluti, dichiarando una totale incertezza, ma favorendo alcune soluzioni su altre, considerandole più adatte a quello specifico cliente. Si adotta cioè un approccio che possiamo chiamare "sartoriale", recuperando così in parte la nozione intuitiva di un esperto che sa quel che è meglio per ogni tipo di cliente. Ciononostante, si è sempre su un terreno molto diverso da quello dell'amico che ci consiglia il miglior ristorante di pesce di quella località, a noi sconosciuta e, poi, il miglior vino per quel tipo di pesce. Il consulente esperto deve, in fin dei conti, spiegare al cliente finale che lui, come tutti gli altri, sa di non sapere e che agisce in modo da ammortizzare tale ignoranza. Ciononostante, questo suo ignorare il futuro è guidato da una preparazione e conoscenza che permetterà al cliente di affrontare questo futuro con molti meno rischi rispetto a scelte fatte di testa sua. Non è un concetto facile da assimilare. La letteratura mostra che molti consulenti finanziari, pur conoscendo la nozione corretta di diversificazione, si rivolgono ai clienti spiegando loro una strategia semplificata, basata sulla diversificazione ingenua $1/n$. Non solo, persino chi insegna finanza nelle università statunitensi non tiene conto della varianza delle singole fette del portafoglio, e della loro correlazione reciproca, ma adotta una diversificazione "semplificata" per costruire il suo portafoglio personale. L'adozione di tale strategia conduce a esiti non così diversi rispetto a quelli che caratterizzano chi insegna letteratura inglese, che è ovviamente meno conoscitore della materia (A.M. Hibbert et al., Can diversification be learned? The Journal of Behavioral Finance, 2013, vol. 13, pp. 38-50).

Nonostante la difficoltà tecnica della nozione di diversificazione, e i connessi problemi di computo, già avere familiarità con il concetto, grazie a un minimo di educazione finanziaria, ha effetti positivi sulle scelte di portafoglio (cfr. Cavezzali, Gardenal, Rigoni, Alfabetizzazione finanziaria e asset allocation dei non esperti: uno studio sperimentale, *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, 1, 107-133, cfr. anche su quel numero della rivista l'articolo di Nadia Linciano sulla consulenza finanziaria).



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

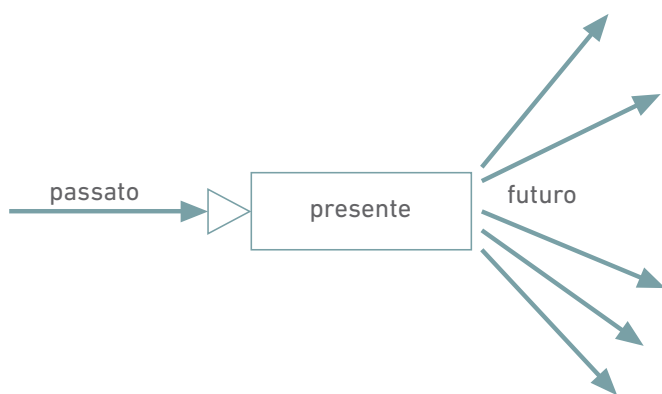
18 aprile 2013

Lezione N°32 || DIVERSIFICAZIONE E RIMPIANTO

Abbiamo trattato, nella lezione precedente, i problemi di comprensione e comunicazione del concetto di diversificazione del portafoglio. Ho descritto la difficoltà nell'accettare la figura del consulente finanziario. Egli è l'unico tipo di esperto che non ha una sola ricetta, migliore delle altre, da offrire ai suoi clienti. Tale stato di cose è difficile da comunicare a priori, quando cioè si tratta di decidere come impostare un portafoglio per il futuro.

Poniamo di essere giunti a oggi, al momento presente, e che si aprano di fronte a noi varie possibilità di scelta, come sempre avviene non solo nella gestione dei risparmi, ma anche nella gestione della nostra vita, a meno d'essere molto abituarini.

Quale strada percorrere delle diverse vie che possiamo imboccare? C'è una via migliore delle altre?



LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Nel momento "presente" il consulente non sa, a priori, quale sia la via migliore delle altre (cfr. il rettangolo nella figura). E sa anche che il passato è una guida imperfetta. Di conseguenza, non affronta il futuro cercando la via migliore, ma un insieme di vie probabilmente migliori, almeno a suo avviso. Imposta così un portafoglio differenziato con la metodologia già esaminata. Così, di fatto, percorre più d'una



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.

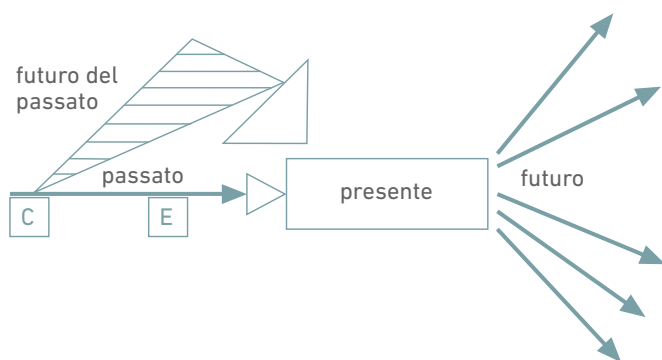


Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

strada, cercando le vie che probabilmente porteranno a esiti meno correlati tra loro, almeno per quanto è possibile.

Poi passa il tempo. E quello che era il futuro diventa, poco a poco, passato:



Che cosa succede, se il cliente non ha assimilato bene la logica e la metodologia della differenziazione delle diverse parti di cui si compone il suo portafoglio? Come reagirà? Ai suoi occhi il passato si congela, secondo il ben noto meccanismo del senno di poi. Questo meccanismo mentale è molto forte, e agisce in modi di cui non siamo consapevoli, come hanno mostrato molte ricerche. Il passato si blocca, e ci sembra ovvio che le cose non potevano andare "se non in quel modo", tanto è vero che sono proprio andate così. E allora, come mai non si è puntato sulle vie che si sono rivelate più profittevoli, e ci si è dispersi anche sulle altre? E difficile spiegare che abbassare il rischio di portafoglio implica proprio non sfruttare sino in fondo occasioni rivelatisi, ma solo in seguito, assai profittevoli. La logica della differenziazione implica, per definizione, proprio "perdere delle buone occasioni". Ovviamente le buone occasioni si rivelano come tali solo quando il futuro è diventato passato. Purtroppo un portafoglio, se ben differenziato, rende a posteriori "visibili" agli occhi dei clienti quelle vie che il passato ha evidenziato come migliori di altre. E il cliente si domanda, sempre a posteriori, come mai, a suo tempo, non siano state percorse solo quelle.

Conseguenza: la strategia della diversificazione pone difficoltà al consulente sia a priori, come si è visto nella lezione precedente, che a posteriori.

Il cliente a posteriori costruisce un passato che sarebbe stato per lui più profittevole: "Se solo si fosse fatto ...". E' proprio questo passato che è indicato, in figura, con l'area tratteggiata che parte dal punto C. Il punto C indica ciò che innesca il cosiddetto ragionamento contro-fattuale, che va cioè contro



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

gli E, cioè gli eventi che si sono effettivamente verificati in passato. Questo ipotetico passato, invocato e rimpianto, permette al cliente di rimproverare al consulente il non essersi concentrato sulle opzioni che, solo oggi, si sono rivelati più efficaci. Il consulente è in difficoltà, se il cliente non ha una minima educazione finanziaria e deve, con calma e pazienza, aspettare che il cliente si faccia, anche grazie al suo aiuto, un minimo di preparazione. Ricordo infine che questo meccanismo non è tipico dei rimpianti nella gestione dei risparmi.

Un bel libro di Vimos Csányi ci racconta che cosa succedrebbe Se i cani potessero parlare (Muzzio, 2010). Forse potremmo far dire a un portafoglio, in analogia a cani e padroni,

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



l'esclamazione liberatoria: Se i portafogli potessero parlare. Purtroppo i portafogli, come i cani, si trovano il padrone che la sorte ha loro destinato. Certamente i portafogli spesso preferirebbero essere guidati non dal proprietario dei risparmi, ma da esperti, se solo potessero parlare ...

Fatto sta che, nel corso del 2012, dai fondi azionari distribuiti in Italia sono usciti 7 miliardi. E, proprio nel 2012, i fondi azionari hanno reso mediamente il 14%, con picchi del 19% per i prodotti specializzati sui listini europei (cfr. per i dettagli Sole24Ore, 20.2.2013, p. 5).

Quello che un esperto dovrebbe fare non è solo consigliare le scelte da preferire nella diversificazione del portafoglio, ma anche quelle da non preferire o da vagliare con occhi critici.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

24 aprile 2013

Lezione N°33 || SE I PORTAFOGLI POTESSERO PARLARE ...

La tendenza a considerare il consulente per la gestione dei risparmi in analogia ad altri consulenti, quelli che risolvono i problemi, può innescare un atteggiamento sbagliato nel cliente e, poi, di riflesso, nel consulente. Quando, a casa nostra, viene un idraulico, o noi andiamo da un medico, quel che gli chiediamo è che risolva il nostro problema idrico o salutistico. Non ci importa vagliare tutto un ipotetico ventaglio di possibilità. Siamo focalizzati, cioè concentrati sulla nostra difficoltà, e sul come superarla. E' una tendenza naturale della mente umana, che è più incline a verificare ipotesi sul funzionamento del mondo, che a falsificarle. Purtroppo, in tale ambito, il buon consulente si trova costretto a dover fronteggiare la forte tendenza alla verifica delle proprie ipotesi, e la tendenza a cercare informazioni in accordo, e non in contrasto, con le nostre opinioni e preferenze.

Consideriamo, per esempio, l'investimento in immobili. In effetti, per i motivi già esaminati, l'investimento in case a scopo di risparmio (e non di servizio, come la casa d'abitazione) è molto tranquillizzante. Ora la casa è un investimento sicuro e dai ritorni certi? Invece di fare previsioni basate sul passato, sempre opinabili, come si è visto, e quindi poco convincenti, il buon consulente dovrebbe fare un ragionamento insieme al suo cliente. E' lo stesso che ha fatto molte volte Marco Liera sul Sole24Ore, e che ha ripetuto discutendo il caso di due fratelli, pubblicato il 23.3.2013.

Due fratelli hanno ereditato un patrimonio e un appartamento. Scrivono: "l'appartamento rappresenta prevalentemente un costo. La nostra intenzione è nell'immediato di affittarlo, dato il calo dei prezzi degli immobili". Risponde Marco Liera:

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Faccio fatica a immaginare che l'unica soluzione possibile per un immobile che sta perdendo di valore sia quello di affittarlo. Anche perché la logica vorrebbe che un immobile stia perdendo valore proprio perché è difficile affittarlo a un canone interessante ... occorre considerare anche l'ipotesi di vendere l'immobile. In sostanza dovete realisticamente stimare ciò che potreste ricavare dalla cessione e il canone che potreste ottenere affittandolo. Il rendimento implicito che ne risulta dovrebbe essere adeguatamente corretto per



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

tenere conto del rischio di morosità del conduttore, delle tasse, della manutenzione straordinaria, della possibile svalutazione, dell'illiquidità. Una volta ridotto per tenere conto di tutti questi fattori, il rendimento da locazione dovrebbe essere confrontato con quello di un'alternativa efficiente, semplice e liquida, a minor rischio, come un titolo di Stato indicizzato all'inflazione Il fatto che la vendita dell'appartamento non sia stata da voi citata induce a pensare che soffriate di un'atavica difficoltà a comprendere che il mattone non è – e non è mai stato - un investimento sicuro.

Avevo costruito i due schemi mostrati nella lezione precedente per un mio saggio dedicato alla felicità o, meglio, a come evitare l'infelicità. Il percorso mentale bastato su rimpianto e senno di poi è un'ottima ricetta per l'insoddisfazione. Il consulente, rimproverato a posteriori dal cliente, deve avere pazienza, e farsene una ragione. In pratica, come dovrà comportarsi? Dipende dal tipo di cliente che ha di fronte. Se il cliente ha fiducia in lui, potrà cercare di spiegarglielo. Altrimenti il consulente saggio dovrà accettare di addossarsi quello che il cliente considera un errore, se non una colpa. Ma che, in realtà, è un merito. Se il cliente ha il senso dell'umorismo, il consulente potrebbe ricordargli questo passo di Otello di Shakespeare: "quando non c'è più rimedio è inutile addolorarsi". Perché solo a posteriori "si vede il peggio, che prima era attaccato alla speranza".

Il 2012 costituisce un caso di scuola, come molti altri anni in precedenza, per la verità. Abbiamo già detto che le due docce fredde del nuovo secolo hanno reso il cliente molto prudente, soprattutto il seguito al crollo del 2008 che ha quasi dimezzato il valore delle borse. Molte sono oggi vicine ai livelli pre-crisi, anche a prezzi reali, cioè disinflazionati. E tuttavia quale effetto hanno avuto dolori e paure suscitate dalle forti perdite? Quella di spostare persino il risparmio gestito, che all'inizio del 2013 ha raggiunto il livello di 1.200 miliardi, verso i prodotti obbligazionari. E i gestori hanno dovuto assecondare i clienti. Come più volte ricordo, i portafogli non hanno gambe, ma i clienti sì. Questi ultimi possono venire

moderati e consigliati, ma non possono venire violentati, altrimenti se ne vanno. E c'è sempre la speranza di ri-educarli progressivamente.

Vorrei dedicare questa lezione in particolare ai consulenti e ai promotori – ma tutte le lezioni sono scritte per loro! - con una prospettiva di speranza per la gestione dei risparmi nell'ambito degli scenari contemporanei. I sondaggi di fine marzo 2013, in Italia, mostrano che - per la prima volta da



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

decenni - i risparmiatori, non sono in maggioranza convinti della superiorità degli immobili rispetto a tutte le altre forme di investimento. Inoltre, con il consueto ritardo - ritardo che ha indotto molti risparmiatori, privi di consulente, a non approfittare del rialzo eccezionale iniziato nel marzo 2009 - l'opinione corrente sta cambiando. Marzia Redaelli, sul Sole24Ore, ricorda che il sondaggio Barclays di fine trimestre mostra come più del 50% degli investitori preferisca oggi le azioni alle altre classi di attività finanziarie. E' proprio più che mai il momento della consulenza finanziaria: la classe di attività per cui l'investitore medio è meno attrezzato, sia sul piano cognitivo sia su quello emotivo, sono proprio le azioni.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Il grande tema della consulenza in ambito finanziario si collega al fatto che il risparmiatore che si affida a un consulente ha difficoltà nel capire quelle che oggettivamente sono le migliori scelte per il suo portafoglio, in particolare il risparmiatore spesso non riesce a padroneggiare nozioni come quelle di rischio e di diversificazione. Il consulente in ambito finanziario è dunque l'unico tipo di consulente che ha davanti, per così dire, due clienti diversi. Un cliente è quello in carne e ossa, l'altro cliente è il portafoglio del suo cliente. Sembrerebbero la stessa cosa. Purtroppo si muovono talvolta con logiche diverse. In sintesi, il fatto che il consulente abbia due clienti a cui rivolgersi dipende dal fatto che il cliente in carne ed ossa prova emozioni, a differenza del portafoglio (del cliente). Di conseguenza il risparmiatore non sempre sa quale sia il bene del suo portafoglio, per i molti motivi che abbiamo già esaminato. Quindi cercare di instaurare un rapporto di fiducia è un'operazione più complessa che per altri tipi di consulenze: la fiducia nasce da come il consulente è capace di gestire il portafoglio o da come è capace di gestire il cliente? Per approfondire queste due domande nella prossima lezione approfondiremo la nozione di fiducia.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

2 maggio 2013

Lezione N°34 || FIDUCIA E CONSULENZA

Quando parliamo di fiducia nel rapporto tra un cliente e un consulente di che fiducia parliamo? C'è la fiducia in noi stessi, la fiducia negli altri e, infine, la fiducia che noi ispiriamo agli altri. La lingua inglese ricorre a due termini distinti.

Confidence è la fiducia in noi stessi ed è facile modularla in over-confidence, che potremmo tradurre con baldanza (una persona troppo sicura di sé), e under-confidence, che indica la situazione opposta di incertezza e insicurezza. Trust è la fiducia sociale, quella nostra (per gli altri) e quella altrui (per noi). Tale fiducia alimenta e consolida impegni, amori, tradimenti e quant'altro. Ho già toccato questo punto parlando del ruolo positivo delle emozioni nel superare l'incertezza e costruire la fiducia, verso se stessi e verso gli altri.

Se fate il consulente o se, più in generale, lavorate in un'azienda, tutte queste forme di fiducia sono cruciali e s'intrecciano. La loro rilevanza discende dal fatto che, per un cliente o un dirigente, la risorsa più scarsa è il tempo. Non c'è quasi mai abbastanza tutto il tempo necessario per raccogliere, in modo dettagliato, le informazioni prima di prendere una decisione importante. Non c'è tempo per frequentare a lungo una persona così da appurare se possiamo fidarci di lei, come capita con i conoscenti di lunga data. Talvolta, a forza di dover stare sempre con gli altri, c'è poco tempo persino per conoscere se stessi.

Dati questi vincoli, l'esperienza mostra che le persone, almeno quelle particolarmente brave a prendere decisioni e a fare affari, hanno come dote istintiva quel che si è soliti chiamare l'intuito giusto. Chi non l'ha, ritiene che quella altrui sia pura e semplice fortuna. A costoro sembra incolmabile la

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

distanza tra la scarsa quantità di informazioni disponibili e la qualità delle decisioni prese con poche informazioni. Come mai alcuni riescono a colmare questo gap?

Quando si devono prendere decisioni rapidissime, come nei casi d'intervento di vigili del fuoco o di decisioni dei piloti di aerei di fronte a imprevisti, l'intuito non è altro che la stratificazione inconsapevole delle esperienze pregresse. Diventa quasi istintivo, con un sol colpo d'occhio, confrontare lo scenario di pericolo e l'analoga emergenza già affrontata con successo in passato.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



L'intuito consiste nel sapersi concentrare su quello che la nostra esperienza ha distillato come fondamentale. L'over-confidence risiede invece nel fare una stima che sottovaluta la complessità e l'incertezza dello scenario. Pochi imprenditori, a posteriori, lo ammettono. Un caso noto è quello di Ted Turner, quando rievoca le vicende del 1995 dell'assorbimento della sua società da parte della Time Warner che, a sua volta, si fuse con Aol nel 2000.

Come mai l'over-confidence conduce a errori? Talvolta ci focalizziamo su dettagli appariscenti e superficiali. Solo l'esperto sa cercare, isolare e analizzare i punti essenziali. Lo studio dell'eccesso di fiducia è un capitolo fondamentale della finanza comportamentale in quanto gli eventi del futuro, quando poi capitano, spesso ci sorprendono in quanto ce li aspettavamo diversi. La Swiss & Global ha messo a punto un suo indice che misura quanto gli eventi che si verificano sui mercati sono sorprendenti rispetto alle attese medie degli esperti. E' evidente che, se gli esperti facessero previsioni molto più caute, cioè forchette di valori più ampi, le sorprese accadrebbero molto più raramente. Però è altrettanto evidente che tali previsioni sarebbero pressoché inutili agli operatori che vogliono sapere come andranno i mercati, non come press'a poco e all'ingrosso andranno su tempi molto lunghi.

Il problema della fiducia in se stessi, come mostrano molti esperimenti e l'esame di casi noti, è che se ne ha troppa quando le cose vanno bene e troppo poca quando le cose vanno male.

L'inesperto si focalizza sui primi dettagli che gli capitano. Queste informazioni lo colpiscono e guidano la ricerca delle successive, impoverendo così lo scenario di scelta. Una sorta analoga di focalizzazione può colpirci quando si tratta di aver fiducia negli altri. Provate a pensare all'impressione che vi fa una persona nei primi cinque minuti di conoscenza. Quando incontrate qualcuno per la prima volta, quel che vi colpisce sono la sua faccia e il suo aspetto fisico. È opportuno dare fiducia a una persona solo basandosi su questi elementi?



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Probabilmente, a freddo, direste di no. Eppure numerose e accurate ricerche mostrano che è proprio basandosi su queste informazioni "superficiali" che i promotori e i consulenti meno esperti giudicano le persone che hanno davanti.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

9 maggio 2013

Lezione N°35 || UNO DEI TANTI MOTIVI PER CUI UN CONSULENTE È INDISPENSABILE: LA DIFFIDENZA

Molti anni fa ero consulente, in vari comparti industriali, di aziende dotate di proprie reti fornite di agenti che visitavano punti di vendita. Emerse un dato in cui s'imbatte chiunque abbia a che fare con reti distributive di tal fatta: alcuni agenti sono molto più produttivi di altri. Ebbi presto modo di accorgermi che tutti i bravi venditori, pur nella loro diversità, date le specificità dei prodotti, hanno una qualità in comune. Non badano alla prima impressione e non si fanno su questa base un (pre)giudizio, tanto meno ricorrono agli stereotipi correnti per inquadrare il potenziale cliente.

Per quanto riguarda il comportamento degli investitori, possiamo dire che, in certo qual modo, esso è caratterizzato da diffidenza. Diffidenza nei confronti:

- ➔ dei consulenti, dato che i clienti sono restii ad affidarsi completamente e mostrano molta cautela;
- ➔ nei confronti della regressione dei valori verso la media, ragion per cui acquistano una data asset class solo dopo che è andata bene negli anni precedenti, e lo fanno con un certo ritardo, per essere sicuri della tendenza in atto, al punto che vengono perse le occasioni più convenienti;
- ➔ nei confronti di se stessi, dato che si auto-ingannano e finiscono per essere vittime d'illusioni sistematiche, e non di errori, che l'esperienza passata potrebbe correggere.

Tutto ciò lo si può constatare dall'andamento degli investimenti azionari rispetto all'andamento dell'indice, come nella seguente figura:

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

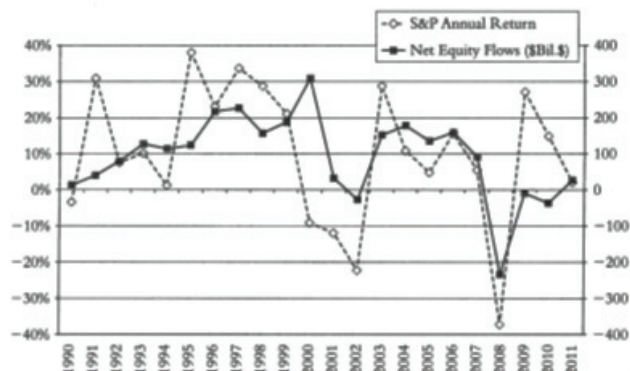
Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



In questa figura la diffidenza e la cautela si palesano sotto forma di correlazione tra andamento dei mercati e flussi in entrata e uscita dai fondi azionari negli USA negli ultimi vent'anni (cfr. J. Schwager, *Market Sense and Nonsense*, Wiley, 2013, pp.55-57). I rendimenti del recente passato sono il miglior indice per prevedere le entrate e le uscite dai fondi azionari. Una tabella analoga, relativa all'Italia, si trova nel mio *Psicologia e investimenti finanziari* (IlSole24Ore, 2009). Non c'è migliore dimostrazione del fatto che il consulente si ritrova con due clienti con logiche non necessariamente parallele. Dal punto di vista dei portafogli azionari statunitensi sarebbe più conveniente un timing diverso: entrare quando i rendimenti sono bassi e non seguire a ruota, con un certo ritardo, l'andamento dei mercati, adottando la strategia: rendimenti alti → entrata, rendimenti bassi → uscita. Il buon consulente, che ha la fiducia del cliente, cercherà di distoglierlo da questa naturale tendenza, basata sul fatto che evitiamo ciò che ci ha fatto male e insistiamo nelle scelte rivelatesi felici.

Rispetto ad una strategia così controproducente, dettata dalle nostre emozioni e distorsioni cognitive, dal punto di vista dell'efficienza del portafoglio, sarebbe meglio entrare nei mercati e uscirne ignorando l'andamento precedente dei rendimenti dei mercati stessi. Questa figura sintetizza quanto sia delicato il ruolo e la funzione del consulente, e quanto la sua funzione e i suoi consigli possano essere benefici, se solo si riesce ad attenuare i timing e i flussi indicati nella figura.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Questa stessa figura, inoltre, mostra quanti risparmi sono a tutt'oggi investiti e disinvestiti sulla base delle decisioni di risparmiatori sprovvisti di consulente e, quindi, preda della strategia ingenua: rendimenti alti → entrata, rendimenti bassi → uscita. Come si è già detto, questa tabella mostra, per esempio, come sia stata poco sfruttato il forte rialzo dei mercati a partire dalla primavera del 2009 sino all'inizio del 2013. Morale: è meglio lasciare che gli esperti fabbrichino il nostro portafoglio invece di cercare di fabbricarcelo da noi.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

16 maggio 2013

Lezione N°36 || I TRATTI DI PERSONALITÀ SONO STABILI?

Esattamente sessant'anni fa Gaetano Kanizsa, il pioniere triestino della psicologia sperimentale, somministrò il cosiddetto "test du gribouillage" di Meurisse a studenti del primo anno presso una scuola di assistenti sociali. Dovevano semplicemente tracciare uno scarabocchio, senza pensarci, facendo scorrere per un minuto la punta della matita su un foglio bianco. In seguito, Kanizsa chiese di confrontare la loro personalità con il risultato del test. La grande maggioranza si riconobbe nella diagnosi. Questa, in realtà, era stata costruita prima, ed era identica per tutti, indipendentemente dal tipo di scarabocchio. Il punto cruciale è che la descrizione si componeva di frasi generiche, del tipo: "Lei in apparenza sembra timido, ma in fondo è sicuro di se stesso", oppure "Talvolta è estroverso, ma è anche riflessivo", insomma frasi con termini vaghi e apparentemente specialistici. Emergeva così un profilo di personalità talmente poco accurato da poter andare bene a tutti.

Le persone si rispecchiano in qualsiasi profilo di personalità, se costruito bene, sostanzialmente per due motivi. Piace essere al centro dell'attenzione altrui, essere osservati e, ancor di più, essere descritti e diagnosticati. Kanizsa lo sapeva fin da quando, ebreo, comunista e apolide, sbarcava il lunario nascondendosi in Carso. Allevava conigli e leggeva le carte nelle osterie. Aveva così affinato tecniche di costruzione di profili graditi. Girando con lui in quelle osterie, trent'anni dopo, scopersi che il ricordo, forse un po' mitizzato, era ancora vivo.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Il suo esperimento, divenuto un classico, è stato replicato. Paolo Zordan, dieci anni fa, ottenne gli stessi risultati con studenti di psicologia dell'università di Padova, rivelatisi altrettanto ingenui e inclini a credere nelle capacità diagnostiche del test. Alcuni psicologi sfruttano questa sorta di fiduciosa sopravvalutazione delle capacità degli esperti nel



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



fare diagnosi di ogni tipo. Crederci, ed essere creduti, è, dal loro punto di vista, razionale.

La tecnica classica, più semplice e apprezzata dagli altri, se volete convincerli che sapete diagnosticarne la personalità, è il dialogo. E' una tecnica vicina al senso comune, al dialogo come forma di conoscenza. Lo psicologo fa una serie di domande e, sulla base delle risposte, traccia un profilo di personalità. In realtà, mezz'ora di colloquio è meno produttiva e diagnostica rispetto all'impiego dello stesso tempo dedicato a esplorare con attenzione la stanza in cui vivono (studenti di college), o andare a vedere le tracce lasciate sul web (Wohn e Wash, 2012). Un bel film di Ozon uscito nell'aprile 2013, dal titolo Nella casa, mostra quante cose della personalità dei membri di una famiglia si possono venire a sapere scandagliando la loro casa.

In un recente numero di Psychological Science (Ottobre 2012), gli psicologi Kira McCabe e William Fleeson hanno mostrato che i tratti di personalità di una persona interagiscono con gli scopi del momento. Per esempio, se una persona vuole parlare con gli altri, divertirsi o fare nuovi amici, questa persona tenderà ad adottare un atteggiamento estroverso. Di fronte a tale modo di comportarsi, chi frequenta in quei momenti quella persona sarà incline ad attribuire questo profilo di personalità a lei, e non ai suoi scopi e, quindi, al suo modo di fare di quel preciso momento.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Da quarant'anni, aziende di ogni tipo, dalla cosmesi fino alla gestione del risparmio, mi hanno insistentemente domandato se si potevano classificare i loro clienti con strumenti diagnostici. Per quanto i responsabili di tali aziende desiderino sperare che ciò sia possibile, è saggio, sui tempi lunghi, non illuderli, e dire loro che è meglio andare a vedere quel che le persone fanno, rispetto a quello che dicono di essere. Comunque, pazienza e tatto. Se anche gli studenti di psicologia, che si sono dedicati per ben cinque anni alla disciplina, sono così ingenui e fiduciosi, perché prendersela con i non addetti ai lavori?

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

23 maggio 2013

Lezione N°37 || COME DIAGNOSTICARE LA PERSONALITÀ DEL CLIENTE

Purtroppo non ci sono scorciatoie nella comprensione della mente altrui. Per esempio, la fiducia, così rilevante nel rapporto consulente/cliente, si forma grazie a un processo di crescita lento. La fiducia nasce dalla capacità di innescare ascolto. Così inizia un romanzo dell'inglese John le Carré, in cui il protagonista è una ex spia di successo che parla a degli apprendisti: "Udii le prime frasi e vidi i volti degli studenti – non sempre così disponibili – levarsi e rilassarsi e illuminarsi, mentre gli concedevano dapprima la loro attenzione, poi la fiducia e infine il loro favore". Immaginate di essere il responsabile del personale di un'azienda che sta per decidere se assumermi. Avete visto il mio curriculum e le lettere di presentazione dei miei precedenti datori di lavoro. E tuttavia quel che volete veramente sapere è se io funzionerò bene per la vostra organizzazione. Sono un lavoratore tenace? Sono onesto? Sono leale? Sono aperto all'innovazione e affronto i problemi in modo creativo?

Potreste provare a dare a miei amici e conoscenti un questionario che misuri le dimensioni cruciali della mia personalità:

- ➔ Quanto sono estroverso. Sono socievole o schivo? Aperto agli altri o riservato? Compagnone o solitario?
- ➔ Gradevolezza. Sono una persona che si fida degli altri o è sospettosa? Generoso e cooperativo oppure concentrato su me stesso?
- ➔ Quanto sono coscienzioso. Sono una persona organizzata o disorganizzata? Con auto-disciplina o un po' balzano? Determinato o privo di grinta?

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

- ➔ Stabilità emotiva. Sono incline a essere preoccupato oppure no? Sono una persona un po' ansiosa o calma? Sicura o insicura?
- ➔ Quanto sono aperta a nuove esperienze. Sono fantasioso o con i piedi per terra? Indipendente o conformista?

Lo psicologo Samuel Gosling, dell'Università del Texas, scelse un campione di studenti e ai loro più stretti amici chiese di



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



procedere a valutazioni compilando un questionario con domande come quelle sopra elencate. Il risultato non fu sorprendente: gli amici, che ci conoscono bene, sanno fornire di noi descrizioni accurate e coerenti tra loro.

Poi Gosling fece ripetere il processo di valutazione. Questa volta però non si rivolse agli amici. Egli utilizzò come valutatori degli assoluti estranei. Questi ispezionarono con calma gli ambienti di vita dove il valutando dormiva e studiava. Ognuno aveva venti minuti e doveva cercare di stabilire, su una scala da 1 a 5, quanto la persona che abitava lì fosse fiduciosa negli altri, ordinata, collaborativa, e così via. Insomma il tipo di domande dell'elenco precedente. Il valutatore non aveva altre fonti se non la visita degli ambienti di vita di ciascuno (un po' come fa Maigret, il commissario di Simenon, quando visita il luogo del delitto).

Quale metodo funzionò meglio: la descrizione tramite questionari da parte degli amici o l'ispezione delle stanze da parte degli scrutatori? Gli amici furono più accurati degli ispettori nel misurare l'estroversione. Un estraneo va conosciuto di persona se vogliamo appurare se è aperto e brillante.

Gli amici fecero meglio degli ispettori anche nel valutare la gradevolezza: questa non si manifesta chiaramente tramite gli indizi presenti nei locali. Eppure, nelle tre restanti dimensioni dell'elenco precedente, gli ispettori si rivelarono più accurati degli amici e, nel complesso, se la cavarono meglio. La morale, forse sorprendente, è che una persona, che ci valuta solo attraverso i nostri oggetti e i comportamenti tracciabili osservando i locali in cui viviamo, per certi versi ci giudica meglio tramite questi reperti di quanto non faccia un amico che ci conosce da anni. Se si tratta di studenti, come



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

in questo caso, un'occhiata ai libri preferiti, all'abbigliamento, al modo di tenere la stanza è una buona guida. Questa ispezione non serve se vogliamo sapere se la persona in questione è estroversa, gradevole e degna della nostra fiducia. Soprattutto per quanto concerne l'ultimo e cruciale quesito, dobbiamo ammettere che non ci sono scorciatoie.

Il desiderio di riuscire a categorizzare le persone, così da poterne prevedere il comportamento, non scomparirà mai, anche se è privo di solide basi scientifiche. Questa tendenza, purtroppo, emerge anche in casi estremi. In occasione del recente attentato alla maratona di Boston, Richard Clarke, responsabile dell'antiterrorismo ai tempi di Bill Clinton, ha detto dei due ceceni arrestati e accusati di aver messo le bombe: "Sembrano normali, sono normali, e poi fanno un atto terroristico". Egli non coglie il punto che fare un attentato non dipende dall'appartenere in modo permanente a un'altra categoria di persone. Quelle cruciali non sono le credenze, ma le circostanze.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

30 maggio 2013

Lezione N°38 || FIDUCIA NEL CONSULENTE E FIDUCIA NEI SETTORI DI INVESTIMENTO

Possiamo infine domandarci se c'è correlazione tra le varie forme di fiducia. In altre parole, chi ha fiducia in se stesso ha anche più fiducia negli altri e riceve più fiducia dagli altri? Gli esperimenti di teoria dei giochi del premio Nobel Vernon Smith indicano come le persone che tendono ad avere fiducia negli altri riescano a darne e a ottenerne di più. Si innesca così un circolo virtuoso della fiducia.

La fiducia si alimenta grazie a una sequenza di giochi ripetuti, per usare il gergo degli economisti. E le regole del gioco si formano giocando. Non è bene ricevere da piccoli un'educazione al sospetto e all'egoismo. La mancanza di una forma di fiducia alimenta le altre. Il tutto, purtroppo, si auto-perpetua in un circolo vizioso.

I bei libri di Le Carré sono una testimonianza del fatto che proprio nell'ambiente sospettoso per eccellenza, quello delle spie, c'è bisogno di grandi dosi di fiducia reciproca per poter andar avanti. Nel corso della vita quotidiana questo capitale di fiducia si forma e si alimenta della reputazione nostra (agli occhi degli altri) e di quella altrui (agli occhi nostri). La reputazione non è altro che lo stratificarsi della fiducia ben riposta e quindi premiata. In assenza delle informazioni implicite e ricavabili dalla reputazione altrui, se è in gioco la nostra vita come nel mondo delle spie, si impara presto a non fidarsi delle apparenze. E quando uno tradisce la fiducia, crolla tutto un mondo.

Eppure, anche se talvolta il mondo sembra crollarci addosso come avviene quando si scopre il tradimento di chi più è a noi

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine giugno 2012 gestiva 82.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

vicino, con il passare del tempo impariamo che le cose si aggiustano. E vanno avanti molto meno male di quanto si temesse al momento del crollo.

Il ricercatore inglese Peter Ayton ha mostrato che sappiamo imparare dalle delusioni del passato. La prima volta che ci sentiamo traditi, in amore o sul lavoro, sopravvalutiamo il nostro dolore futuro. In seguito, se ci capita di nuovo, abbiamo imparato che il mondo va avanti, e noi con lui. Talvolta lo



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

scacco subito è benefico, come racconta Steve Jobs, fondatore insieme a Steve Worniaz (Woz), della Apple. È così che si finisce per diventare saggi.

Abbiamo già accennato al fatto che un consulente ha, per così dire, due clienti di fronte: il risparmiatore e il suo portafoglio. È importante che la fiducia, nel senso inglese di "trust" (fiducia nelle persone) si accresca via via che il rapporto tra due persone si consolida nel tempo. E tuttavia, in campo finanziario, non sempre è bene avere fiducia (nel senso inglese di "confidence" = fiducia verso se stessi), nelle nostre scelte del passato, soprattutto quelle che si sono rivelate di successo.

Un esercizio permette di stabilire e misurare questo punto. Consideriamo i dieci settori classici in cui si suddividono le imprese quotate sullo S&P 500: consumi quotidiani e a medio termine, energia, finanza, salute, manifattura, tecnologie dell'informazione, materie prime, telecomunicazioni e servizi. La domanda da porsi è la seguente: ci sono dei trend? In altre parole un settore che è andato meglio degli altri nell'anno precedente fa meglio anche nell'anno successivo?

Jack Schwager, nel suo *Market Sense and Nonsense* (2013, pp. 64-70), ci fornisce dei dati aggiornati. Proviamo a costruire una tabella in cui sono presenti i risultati di tre strategie:

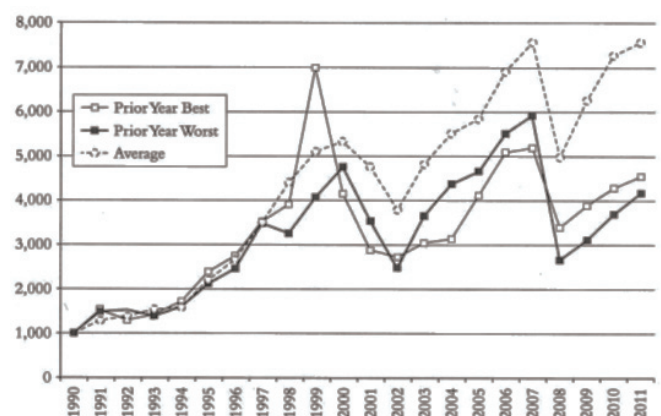
1. Scegli il migliore: ogni anno investi nel settore dello S&P con il rendimento più alto nel periodo precedente.
2. Scegli il peggiore: ogni anno investi nel settore dello S&P con il rendimento più basso nel periodo precedente.
3. Scegli la media: diversifica allocando il 10% in ciascuno dei 10 settori in modo da ottenere ogni anno la media dei dieci settori.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Se costruiamo una tabella usando come periodo di riferimento l'anno precedente, otteniamo i seguenti risultati:



Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

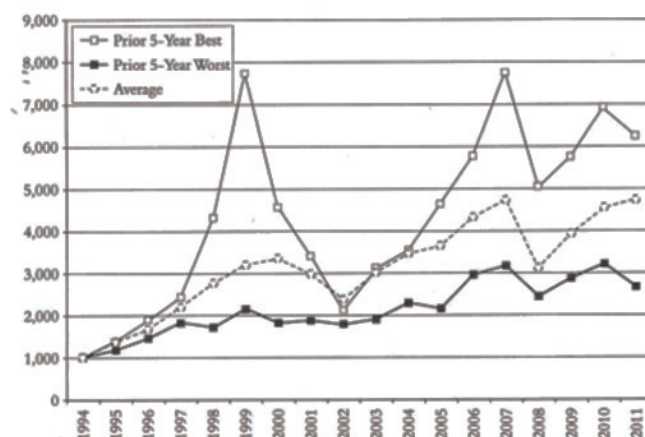
jbfunfsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Nella precedente tabella vediamo l'effetto del ritorno alla media.

In effetti, i settori che l'anno precedente hanno reso di più, nell'anno successivo tendono a non continuare a fare meglio degli altri, mentre quelli che hanno fatto peggio si riprendono. Ragion per cui non è conveniente cambiare settore anno dopo anno: la media di tutti i settori, in capo a 11 anni (cioè dal 1990 alla fine del 2011, periodo per cui sono disponibili i dati), ha un rendimento quasi doppio rispetto alle altre due strategie, cioè passare al peggio dell'anno precedente o passare al meglio dell'anno precedente. Se invece ripetiamo lo stesso esercizio allungando il periodo a cinque anni, possiamo constatare che esistono dei trend di medio periodo. Se si passa al settore che ha fatto meglio nei cinque anni precedenti, si riesce a battere in modo sistematico la media. In questo caso i dati devono partire dal 1994 perché il 1990 è il primo anno in cui sono disponibili gli indici relativi a ciascuno dei dieci settori.



Vanno tuttavia precisati due punti:

- ➔ il primo, più ovvio, è che il periodo preso in esame, e cioè una dozzina di anni, non è abbastanza lungo per trarre conclusioni valide sui tempi molto lunghi;
- ➔ il secondo è che passando ogni anno al settore che ha fatto meglio nei cinque anni precedenti aumenta molto la volatilità del nostro portafoglio.

La morale di questa lezione è che bisogna avere pazienza e sangue freddo o, meglio, lasciare che li abbia il nostro consulente, un obiettivo molto più facile da raggiungere.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

6 giugno 2013

Lezione N°39 || RISCHIO, VOLATILITÀ, PAURA

Molto spesso, in economia e finanza, la definizione di rischio si basa sul concetto di volatilità. La volatilità si misura con la deviazione standard, che in parole semplici, esprime l'oscillazione di un valore, più tecnicamente una misura della dispersione delle rilevazioni di quel valore nel tempo. Un esempio chiarirà la nozione.

Supponiamo di avere due responsabili, A e B, che fabbricano due prodotti finanziari, a e b. Tutti e due i responsabili ottengono rendimenti annuali del 15%. E tuttavia la deviazione standard annua è del 5% per il prodotto a, gestito da A, e del 20% per il prodotto b, gestito da B. Benché A e B ottengano lo stesso rendimento del 15% annuo, l'incertezza dei rendimenti è molto maggiore per b che per a. Ci sono 95% delle probabilità che il rendimento annuale di a caschi in una forchetta di valori tra il 5% e il 25%. Di conseguenza nel caso di a c'è un'alta probabilità, più precisamente il 95%, che A riesca ad ottenere almeno un rendimento del 5%, anche nel peggiore dei casi possibili. Al contrario, nel caso del prodotto gestito da B il rendimento annuo può spaziare tra il 55% e il -25%. E' cioè più probabile una perdita per b, mentre a otterrà probabilmente un guadagno, anche se modesto. In altre parole, in finanza, quando si parla di un prodotto che ha basso rischio, si allude a un prodotto che ha bassa volatilità. Se, al contrario, la volatilità è alta, è più probabile che il rendimento possa discostarsi da quello medio ottenuto in passato.

E' importante capire che la deviazione standard misura le variabilità dei rendimenti, quanto cioè oscillano nel tempo, ma non riflette necessariamente la probabilità di perdere denaro. Immaginiamo un caso del tutto immaginario.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Supponiamo che un ipotetico fondo perda l'1% ogni mese, mese dopo mese. Questo fondo avrà una deviazione standard di 0.0, perché non c'è variabilità nei rendimenti, e, nello stesso tempo, abbiamo la certezza assoluta di perdere denaro. In altre parole, l'informazione sul valore della deviazione standard, per avere un senso per il risparmiatore, deve sempre accompagnarsi all'informazione sul rendimento medio di quel prodotto. Altrimenti è inutile, anzi insidiosa perché può venire male interpretata.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Un esempio chiarirà questo punto. Immaginiamo un fondo Z il cui andamento viene rappresentato nella figura sottostante.

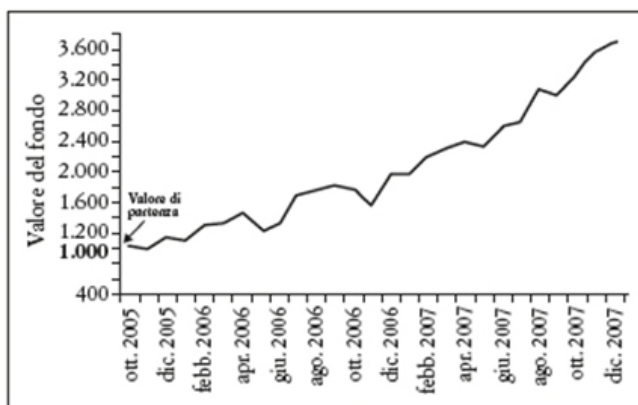


FIG. 1. Andamento del fondo Z da ottobre 2005 a dicembre 2007.

Esaminiamo l'andamento del fondo Z da Ottobre 2005 al Dicembre 2007. Benché il fondo Z abbia un'alta volatilità, 35% annua, tale volatilità è compensata da un alto rendimento annuo, più precisamente il 79%. Inoltre si può constatare dalla figura che, nel periodo da Ottobre 05 a Dicembre 07, il fondo Z ha più di 70 mesi con chiusure positive e soli due mesi con perdite superiori al 4%. Il fondo Z, sulla base del periodo esaminato, ha una probabilità del 95% che il rendimento annuo spazierà all'interno di una forchetta che va dal 9% al 149%. La forchetta è assai ampia perché il fondo è molto volatile. Comunque, sulla base del periodo esaminato, ci sono 95% delle probabilità che il fondo avrà un rendimento del 9% o più.

Aggiungiamo ora un solo mese, il gennaio 2008. In seguito a questo solo mese, il rendimento, che nell'anno precedente era stato positivo per un +89%, diventa negativo per un -69%. Questo rendimento negativo è molto sotto il tetto del 9%



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

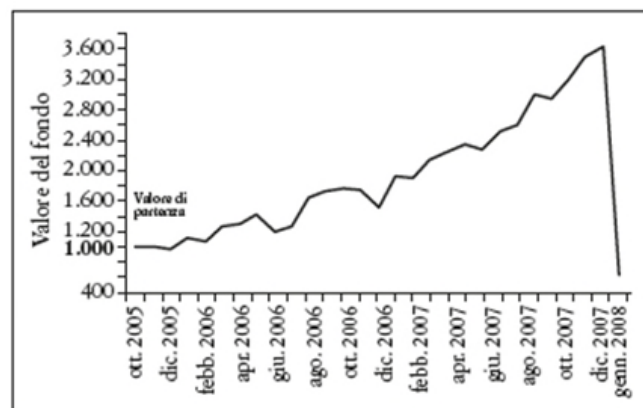


FIG. 2. Andamento del fondo Z da ottobre 2005 a gennaio 2008.

ricavato dall'andamento del periodo precedente. Che cosa è successo? Perché la previsione sulla base della deviazione standard precedente non ha funzionato? La risposta è cruciale nel definire il ruolo della volatilità: la volatilità è un

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



buon indicatore della possibilità di perdere solo se i rendimenti storici, quelli cioè del passato, sono rappresentativi dei rendimenti che possiamo aspettarci nel futuro. E non possiamo mai essere sicuri di questo presupposto. Inoltre le persone per solito sono asimmetriche: soffrono molto più per le perdite di quando non godano per un guadagno della stessa entità. In conclusione la volatilità non corrisponde perfettamente a quello che succede nella testa della maggioranza delle persone, particolarmente preoccupate per le perdite.

Come sottolinea Jack Schwager, dal cui libro *Market Sense and Nonsense* (2013, pp 56-93), sono tratti questi esempi: "Si sono persi più soldi fraintendendo il concetto di rischio che non evitando di misurarlo. E' più pericoloso guidare un'auto il cui tachimetro indica sempre 25 km all'ora che non un'auto senza tachimetro" (p. 87). Ricordate la differenza tra accuratezza e precisione?

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

13 giugno 2013

Lezione N°40 || DUE OVVIETÀ IN CONTRASTO

Ho preparato, circa un mese fa, del materiale per una campagna pubblicitaria da fare in Germania e dedicata ai presupposti impliciti nella costruzione dei prodotti con strategia "a ritorno assoluto". Scorrendo la letteratura tedesca, mi sono accorto quanto spesso sia stata anticipata dai letterati di quel paese l'asimmetria tra felicità/dolore e guadagni/perdite. Non è poi stupefacente, anzi è abbastanza ovvio. Chi analizza queste emozioni si accorge che noi siamo più sensibili alle perdite che ai guadagni. A dir la verità, non siamo "a priori" sensibili né gli uni né agli altri, per solito diamo per scontato che tutto vada bene. Nel caso dei nostri risparmi, in assenza di informazioni, noi continuiamo a pensare che stiano lì, e che producano frutti. E tuttavia, quando ne osserviamo il valore, e scopriamo – con nostra spiacevole sorpresa – che, purtroppo, invece di essere cresciuti sono scesi, allora sentiamo il valore della perdita, e il dolore.

Come aveva già osservato il filosofo Arthur Schopenhauer:

"Daher kommt es, daß wir der Güter und Vorteile, die wir wirklich besitzen, gar nicht recht innwerden noch sie schätzen, sondern nicht anders meinen als eben, es müsse so sein [...]. Erst wenn wir sie verloren haben, wird uns ihr Wert fühlbar".

Arthur Schopenhauer, Hauptwerke Band I - Die Welt als Wille und Vorstellung

(Da ciò deriva che i beni e i vantaggi che possediamo non li sentiamo né apprezziamo veramente, ma semplicemente pensiamo, che le cose debbano stare così... Solo nel momento in cui li abbiamo persi, sentiamo il loro valore...")

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

In questo passo è implicita un'intuizione. E' quell'intuizione che, una volta sviluppata e misurata sperimentalmente, darà il premio Nobel dell'economia a Daniel Kahneman, nel 2002. Ogni consulente la conosce, e sa che il dolore della perdita, quando ci accorgiamo della discesa del valore dei nostri titoli, è più grande rispetto alla soddisfazione di un incremento di pari entità. Quest'asimmetria non vale solo per i nostri risparmi, ma anche in altri campi, come quello delle prestazioni sportive. Osserva il grande tennista Agassi nella sua biografia Open, in occasione della sua prima vittoria a un torneo importante:



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

"Now that I've won a slam, I know something that very few people on earth are permitted to know. A win doesn't feel as good as a loss feels bad, and the good feeling doesn't last as long as the bad. Not even close" (p. 167, Open, Harper, p. 167)

(Ora che ho vinto uno slam, so qualcosa che poche persone sulla terra hanno potuto conoscere bene. Una vittoria non ci fa stare tanto bene quanto ci fa soffrire una sconfitta, e il sentimento piacevole della vittoria dura molto meno di quello spiacevole della sconfitta. Non c'è neppure confronto)

I risparmiatori soffrono di più per le perdite di quanto non godano per identici guadagni, e ricordano più a lungo le perdite che non i guadagni. Ecco perché molti non hanno approfittato dell'eccezionale rialzo iniziato sui listini nel marzo 2009: troppi ricordavano le due docce fredde di questo secolo, in particolare quella dell'ultima crisi. Quest'osservazione può sembrare non molto profonda. E' un'ovvietà. Eppure pochi si accorgono che è in contrasto che con quella che può sembrare un'altra ovvietà, e cioè la tecnica più diffusa per la misura del rischio in finanza. Il rischio corrisponde a una misura della variabilità nel tempo, cioè della volatilità di qualcosa, per esempio un'obbligazione, un'azione o un fondo d'investimento, come abbiamo visto in dettaglio nella lezione precedente, la nr. 39 del 5 giugno.

E' facile misurare come cambia nel tempo la media dei valori di una variabile, per esempio l'andamento di un mercato azionario (o delle temperature a Venezia). Basta costruire un indice che corrisponda al valore medio delle principali azioni quotate su quel mercato (o delle temperature di quel posto). Una volta costruito questo indice, andiamo a vedere quanto oscilla nel tempo, come se fosse un'onda, con alti e bassi (per esempio, la temperatura giornaliera a Ottawa oscilla molto di più che a Venezia). Se gli alti e i bassi sono più accentuati, cavalcare quell'onda è più rischioso rispetto a un'onda più piatta (se d'inverno, a Venezia, sto in terrazza per un'ora, vestito della sola biancheria, corro il rischio di prendermi un raffreddore, a Ottawa potrei morire!). La misura dell'oscillazione fornisce un'indicazione indiretta del rischio. Se poi calcoliamo come cambia questo valore nel tempo, possiamo ritenere di avere a disposizione uno strumento



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

semplice. Grazie all'uso di questo strumento, siamo in grado di prevedere l'entità dei rischi futuri ricorrendo a misure che presuppongono che il futuro ripeta il passato (in caso contrario, ci troviamo di fronte a incertezze future non quantificabili).

Questa tecnica di misurazione corrisponde abbastanza bene alle nostre esperienze, per lo meno nei casi di fenomeni oscillanti nel tempo. Sembra un'altra ovvietà. Se confrontiamo i ritmi con cui variano le temperature o le piogge in diverse località, possiamo attrezzarci e correre meno rischi. Eppure, proviamo a mettere insieme queste due ovvietà: il rischio definito come volatilità e l'asimmetria guadagni/perdite. Le cose non quadrano più. Le due presunte ovvietà sono incoerenti l'una con l'altra. La misura del rischio intesa come l'oscillazione di un'onda presenta delle controindicazioni "psicologiche" nella gestione dei risparmi, nel senso che non corrisponde alle reazioni soggettive al crescere o al calare dei risparmi. L'evoluzione della nostra specie è avvenuta in condizioni molto avverse, dove spesso la perdita era terribile, se non definitiva. L'eredità di questa storia sta nel nostro cervello. Il cervello che ereditiamo è costruito fin dalla nascita in modo tale che il piacere provato quando l'onda sale è inferiore al dolore provocato da una discesa dell'onda della

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



stessa entità. Le emozioni in gioco sono molto forti. In realtà, nella nostra testa i due fenomeni sono intrecciati.

Solo possedendo possiamo perdere, e solo dalla perdita impariamo il dolore:

“Wer besitzt, der lerne verlieren,
Wer im Glück ist, der lerne den Schmerz.”

Friedrich Schiller, Sämtliche Werke 1-5 - Die Braut von Messina

(Chi possiede, impara la perdita. Chi è felice, impara il dolore)

Da un punto di vista teorico, secondo la fredda razionalità economica, se il nostro orizzonte temporale è, per esempio di dieci anni, sarebbe meglio investire i nostri risparmi andando a vedere quanto sono cresciuti solo alla fine dei dieci anni. Seguire i nostri risparmi, è tuttavia, come fare un viaggio:

Eine Reise gleicht einem Spiel. Es ist immer etwas Gewinn und Verlust dabei, meist von der unerwarteten Seite
(Goethe a Schiller)

(Un viaggio è come un gioco. C'è sempre da guadagnare e da perdere, il più delle volte in modo inaspettato)

Di conseguenza, se controlliamo durante il viaggio il valore dei nostri risparmi – com'è naturale dato che il valore dei nostri risparmi ci importa - scopriamo che le perdite ci fanno molto male, molto più della felicità dei guadagni di pari entità. E allora si possono scegliere strategie a ritorno assoluto, strategie gestite in modo tale da ridurre le perdite. Immaginate, nel viaggio decennale dei vostri risparmi, di controllare il valore dell'investimento ogni mese: non avrete quasi mai sorprese negative. E se anche un mese le cose vanno male (com'è successo nell'ottobre 2008 e nell'ottobre

2011), magari nei mesi successivi il vostro investimento si riprende. Inoltre, se voi vi voltate all'indietro, ogni volta andando a vedere quanto valeva il fondo un anno prima, vedrete che mai, su un intervallo di dodici mesi, il vostro fondo è diminuito di valore. Un tipo di fondo di questo tipo è il più adatto a un risparmiatore "normale", che teme le perdite più dei guadagni. Ed è particolarmente adatto di questi tempi: i mercati azionari sono molto più oscillanti nel nuovo secolo che non nel ventennio alla fine del secolo scorso. Il viaggio attraverso i mercati azionari ci ha già costretti a due docce fredde, anzi gelide. E allora è meglio evitare i cambiamenti e affidarsi a una lenta e sicura salita dei nostri risparmi:

„Ein jeder Wechsel schreckt den Glücklichen,
Wo kein Gewinn zu hoffen, droht Verlust. „

Friedrich Schiller

(Ogni cambiamento spaventa chi è felice. Se non può sperare in un (ulteriore) guadagno, c'è la minaccia di una perdita)

A proposito di Schiller e dello spavento. Il 23 aprile di quest'anno alle 13.07 (ora USA) lo S&P500 era in crescita e valeva esattamente 1.578 punti. In quel momento si è diffusa una notizia falsa, relativa a un'esplosione alla Casa Bianca: dal mercato in due soli minuti sono spariti \$136miliardi e l'indice si è ritrovato a 1.563 alle 13.09. La notizia è stata subito smentita e il mercato è tornato ai valori precedenti. I programmi computerizzati hanno amplificato lo spavento, ma è difficile immaginare una buona notizia che abbia tale rapidità di diffusione (fonte Bloomberg).

La tecnologia ha fatto enormi progressi e riesce ad amplificare l'asimmetria guadagni/perdite (e relativi piaceri/dolori), in modi inimmaginabili ai tempi di Schiller! Ma l'asimmetria è sempre lì: è nella testa, non nei computer.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

20 giugno 2013

Lezione N°41 || USCITA DAL DEBITO E CACCIA AI RENDIMENTI

Nel mio libro sulla gestione dei risparmi edito dal Mulino, che sarà in libreria a fine mese, avevo ricordato il commento di Giorgio Barba Navaretti che, in Austerità figlia del panico, ricordava la "scarsa credibilità dei governi del Sud", come la Grecia o l'Italia pre-Monti:

In sostanza, le misure di austerità sono state probabilmente più restrittive di quanto giustificato dai fondamenti economici perché dovevano convincere i mercati che i paesi in difficoltà potevano uscire dai guai anche senza la solidarietà fiscale e monetaria europea. Questo surplus di austerità non è stato imposto dal rigore dei paesi del Nord, come spesso si racconta ... Ora chi governerà il Bel Paese deve avere molto chiaro che il dividendo creato dal surplus di austerità va speso con molta cautela per uscire dalla recessione (Sole24Ore, 31.3.2013).

In maggio, anche per una svista nei dati utilizzati da due grandi studiosi statunitensi di Harvard, Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, si è aperta una vivace discussione sull'esistenza di una soglia sopra la quale il debito pubblico inizia ad avere un effetto negativo sulla crescita economica. Sul Sole24Ore del 11 maggio 2013, Panizza e Presbitero, dopo aver passato in rassegna le varie ipotesi concludono che " ... il debito provoca una riduzione della crescita, ma soltanto perché un indebitamento elevato genera panico e politiche restrittive" (p.7). Questa conclusione coincide con quanto osservavo a p. 64 del mio saggio: "In conclusione, non solo il senso del rigore, ma anche la paura spinge a imboccare un cammino virtuoso di rientro dal debito".

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Il problema della paura è legato alla questione della reputazione. L'Italia non ha un passato che garantisca una buona reputazione. Nella storia unitaria si sono avuti solo tre periodi (1861/1863; 1926; 1946/1981) in cui è stato rispettato il criterio del trattato di Maastricht, e cioè un debito inferiore al 60% del PIL. Se il debito non è molto, possiamo sperare che la crescita economica, prima, lo riduca, e poi riesca a cancellarlo. Se il PIL è 100 e il debito è 200, come all'incirca in Giappone, il rapporto è di 1 a 2, dato che il PIL annuale è la



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



metà del debito cumulato. Questo rapporto può scendere e divenire più tranquillizzante semplicemente se il PIL cresce e il debito resta costante. Purtroppo quando il debito è grande, come in Italia e negli altri paesi periferici dell'area euro, è impossibile sperare in una crescita così forte da annullare il debito. Restano comunque altri modi per il rientro dal debito:

- ➔ non pagarlo ai creditori o non onorarne una parte, come ha fatto la Grecia nel 2011-2, e, a suo tempo, ha fatto l'Argentina. La crisi di Cipro, nel marzo 2013, ha tosato i clienti ricchi delle banche. Talvolta leggerete il termine ristrutturare il debito, che è un semplice eufemismo per dire che non se ne paga una parte ai creditori;
- ➔ usare l'inflazione, per ridurlo gradatamente, com'è stato fatto in molti paesi dopo le guerre e nel corso degli anni Settanta, e come si sta facendo di questi tempi;
- ➔ usare misure di politica fiscale, che è la tecnica più dolorosa, come hanno ben capito gli italiani nel 2012/2013, in seguito all'adozione dell'amara ricetta: taglio (poco) delle spese statali + aumento (molto) delle tasse dei contribuenti.

L'adozione di una o l'altra di tali tecniche ha effetti molto diversi sui risparmi. Usare l'inflazione è un'ottima tecnica per i governi, ma è molto pericoloso per gli investitori, perché la perdita del potere d'acquisto agisce in modo silente, lento e implacabile. Chi gestisce i risparmi deve guardarsi dall'insidia insita nel giudicare i rendimenti a prezzi nominali, senza tenere conto dell'inflazione. Sembra una banalità, ma che non lo sia è dimostrato dall'evidenza: questa tecnica finora ha sempre funzionato! Storicamente l'emissione di titoli con rendimenti reali negativi è stata la strategia più usata per ridurre i debiti statali, e di debiti ce ne sono molti in giro.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Persino in Italia i Bot annuali emessi a maggio 2013 danno rendimenti che non coprono la metà dell'inflazione del nostro paese. Eppure sono stati venduti tutti. Negli USA questa tecnica ha funzionato per ben sedici anni dopo la seconda guerra mondiale: il debito è stato, fortunatamente, quasi annullato. Purtroppo il contributo è stato dato, per lo più, da risparmiatori non patriottici ma inconsapevoli!

Il Sole24Ore è tornato sull'argomento il 16.5.2013 con un articolo di Maximilian Cellino dove si racconta della caccia ai rendimenti, una caccia sempre più affannosa: qualche settimana fa BofA Merrill Lynch aveva stimato che i bond sovrani in circolazione con rendimenti inferiori all'1% ammontassero a quasi 20mila miliardi di dollari e che costituissero quasi il 90% dell'indice Global Broad market Sovereign Plus. Questi rendimenti non coprono neppure la metà dell'inflazione media. Quindi i 20mila miliardi di dollari prestati agli Stati sono un'ulteriore dimostrazione, se ce n'era bisogno, della difficoltà di tener conto dei rendimenti reali.

I SOLDI IN TESTA

27 giugno 2013

Lezione N°42 || LEOPARDI E LE MACCHINE DARWINIANE

Nel passaggio 66,2 dello Zibaldone, Giacomo Leopardi osserva: "Se tu hai un nemico mortale nella tal città e vedi che v'è sopra un temporale, ti passa pur per la mente la speranza che egli ne possa restare ucciso? Or come dunque ti spaventi se quel temporale viene sopra di te, quando la probabilità è tanto piccola che tu non ci sai neppure fondare quella cosa che ha pur bisogno di sì poco fondamento per sorreggere in noi, dico la speranza? Lo stesso intendo dire di cento altri pericoli, i quali se in vece fossero probabilità di ben, ci porrebbe ridicolo il porci per esse in nessuna speranza, e pure ci poniamo per quei pericoli in timore. Tant'è: bisogna bene che per quanto la speranza sia facile a nascere, e insussistente, il timore lo sia di più. Ma questa riflessione mi pare molto atta a temperarlo. Il timore è dunque più fecondo d'illusioni che la speranza".

La traduzione inglese di Tim Parks (Domenicale Sole24Ore, 19.5.2013) chiarisce alcune ambiguità dell'originale:

"If you have a bitter enemy in a certain town and you see a thunderstorm over the place, do you even vaguely hope it might kill him? So why are you afraid yourself if the same storm hovers over you, when the chances of its striking are so remote you couldn't even find a reason for hoping it would dispatch your enemy, despite the fact that hope can perfectly well spring with hardly any reason at all? The same is true of a hundred of other dangers; if they were opportunities for something positive you'd feel it was ridiculous to place any hope in them, yet as dangers you fear them. So it is: however easily and groundlessly hope may spring, fear does so even more readily. But this reflection seems rather useful for coming it. So fear creates more illusions than hope". La conclusione di Leopardi è che il timore di una perdita è diverso dalla speranza di un guadagno, anche se perdite e

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

guadagni sono uguali e equiprobabili. Una volta ho assistito a una scena in cui il premio Nobel Kahneman, riprendendo una battuta del suo amico Tversky, rispose dicendo a un interlocutore, che voleva una sintesi semplice della sua teoria, senza formule e grafici: "Quanti timori, relativi al stare peggio di adesso, le vengono in mente, e quante speranze di poter star meglio?". Tornando a Leopardi, egli intuisce molti principi della futura finanza comportamentale, in primis l'asimmetria tra speranze (di guadagni) e timori (di perdite). A parità di probabilità – probabilità che comunque sopravvalutiamo (overconfidence) - temiamo molto di più una futura perdita che non un mancato guadagno. E questo lo



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



mostrano bene due fatti di cui si è già parlato nella precedente lezione: gli investitori da più di tre anni comprano titoli di Stato che non coprono l'inflazione, e contemporaneamente escono da mercati azionari che sono raddoppiati di valore. La paura del pericolo è più forte della speranza di guadagno. Inoltre, implicitamente, Leopardi ammette che entrambe, speranza e timori, sono illusioni (in quanto insussistente è anche la speranza). Qui si allude al fatto che il mondo è più creato dal caso di quanto noi si voglia ammettere. Dove Leopardi si sbaglia, è nel ritenere che la "riflessione sia atta a temperare" tali pensieri. Oggi sappiamo che non si tratta di errori, ma di ricorrenti e sistematiche distorsioni cognitive, e cioè, nel linguaggio quotidiano, illusioni, termine che peraltro usa lo stesso Leopardi. Qualche decennio dopo lo Zibaldone di Leopardi, il ruolo del caso sarebbe ritornato prepotentemente sulla scena, per restarvi per sempre. Darwin spiegherà il cambiamento delle forme di vita con quelle che oggi siamo soliti chiamare in gergo "macchine darwiniane". Una macchina darwiniana funziona in modo ciclico grazie a due componenti. La prima produce repliche caratterizzate da variazioni casuali. La seconda seleziona quelle repliche le cui variazioni si adattano meglio a nuovi scenari e ambienti di vita. Ciclo dopo ciclo, saranno queste variazioni a riprodursi di più, e le loro repliche prevarranno. La mente umana può spiegare il cambiamento ricorrendo a un paradigma come quello delle macchine darwiniane, oppure come l'esito di scelte guidate da un "progetto intelligente". In genere questo secondo tipo di spiegazione viene preferito in quanto più semplice, intuitivo e analogo ai nostri modi di impostare progetti e agire nel corso della vita quotidiana. Esso fa appello all'azione di meccanismi intenzionali, e non all'incontro di variazioni prodotte dal caso e selezionate da filtri a loro volta casuali. I paradigmi basati sul dispiegarsi di "progetti intelligenti" hanno ostacolato l'affermarsi delle idee di Darwin. Darwin ha iniziato una radicale rivoluzione mettendo a punto un concorrente

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

Copyright © 2013 Swiss & Global Asset Management SA – tutti i diritti riservati



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

temibile, alternativo all'ipotesi di progettisti intelligenti. Un secolo dopo Darwin, nel 1952, Markowitz pubblica la prima versione della tesi di dottorato "Portfolio Selection", inventando quella che da allora è nota come teoria classica del portafoglio. Si tratta di una procedura per le scelte di portafoglio che funziona come una macchina darwiniana. La teoria riposa su concetti statistici elementari (media, varianza, correlazione). E tuttavia, da un punto di vista psicologico, incontra i classici ostacoli attribuibili alla necessità di sostituire la nozione intuitiva di progetto intelligente con l'azione del caso. La teoria si è affermata presso gli esperti perché è la sua applicazione che fa replicare i nostri risparmi, fa mutare di composizione i nostri portafogli che, solo in questo modo, riescono a riprodursi lungo più decenni. Così come capita alle specie viventi, la logica di sopravvivenza dei portafogli è basata sullo stesso principio anti-intuitivo, anche se tale principio si manifesta per intervalli di tempo che spaziano su scale plurimillennarie. La natura non intuitiva della teoria di Markowitz trae origine dai diversi meccanismi mentali che abbiamo esaminato nelle lezioni precedenti (per un approfondimento cfr. il mio ultimo saggio, da fine giugno in libreria per i tipi de il Mulino).

I SOLDI IN TESTA

4 luglio 2013

Lezione N°43 || I MERCATI COME FILTRI SELETTIVI

Da un classico articolo di Burrhus Frederic Skinner:

“La selezione sulla base delle conseguenze funziona nella selezione naturale, ma rende conto anche del formarsi e del mantenersi di comportamenti individuali ... essa sostituisce le spiegazioni del tipo causa-effetto ... la sostituzione viene fortemente contrastata, privandoci di un aiuto per la soluzione dei problemi odierni ...” (1981, p. 501). In Skinner la funzione adattiva, quella che seleziona le conseguenze delle azioni alla luce dei loro risultati, viene analizzata in termini di condizionamento operante (Wilson et al., 2013, par. 2.1). In sintesi, l'apprendimento ha luogo se si riesce a percepire e memorizzare una relazione tra le azioni, prodotte in modo casuale, grazie ai rinforzi positivi forniti dall'ambiente (gli economisti li chiamano “incentivi”). Questo purtroppo non è facilmente comprensibile nel caso della gestione dei risparmi perché, il più delle volte, passa troppo tempo tra una scelta e l'intervento selettivo dell'ambiente (quello cioè che succede nei mercati). In linea generale il progresso economico e tecnologico è stato reso possibile dalla trasformazione dell'incertezza in rischio (North, 2006). L'incertezza non è riducibile a stime probabilistiche quando non sappiamo identificare variabili misurabili. Se, invece, siamo in grado di registrare le oscillazioni di una variabile (danni, temperature, varie forme di risparmio, e così via), quella che era incertezza si trasforma in rischio rendendo possibile la stima dei pericoli futuri. Una volta effettuata questa riduzione, le misure mostrano che sono più rischiosi gli scenari caratterizzati da forti e imprevedibili oscillazioni (in termini statistici: il rapporto media/varianza). Inoltre, nel caso specifico della teoria classica del portafoglio, si consiglia di destinare i nostri risparmi a investimenti che non oscillino allo stesso modo, che siano cioè de-correlati. Se il totale dei nostri

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

risparmi è una torta, e se le varie forme d'investimento costituiscono le fette della torta, evitare che le fette si restringano tutte insieme, cioè calino simultaneamente di valore, permette di ridurre il rischio complessivo del portafoglio. Gli incrementi di alcune fette contro-bilanceranno i decrementi di altre fette, permettendo così ai nostri risparmi di riprodursi. L'evoluzione delle tecnologie, dove i mercati costituiscono i filtri selettivi, funziona allo stesso modo (Godfrey-Smith, 2009, pp. 154-155). Se invece sapessimo a priori che alcune scelte sono meglio di altre, sarebbe razionale concentrare gli investimenti solo su quelle scelte,



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



secondo il paradigma del progetto intelligente. Purtroppo i cambiamenti futuri degli ambienti, cioè i mercati, sono a priori ignoti. Di qui la necessità della diversificazione.

Nel caso della selezione naturale, i filtri dell'ambiente agiscono con tempi molto lunghi, e in modi di cui non siamo consapevoli. Nel caso dei risparmi, invece, i tempi non sono così lunghi, anche se non sono brevi come quelli del condizionamento operante. Quando ci accorgiamo che il valore di alcuni nostri risparmi sta scendendo, noi prendiamo paura. La paura è stata costruita come emozione per rendere meno probabile l'impatto, nel futuro, con scenari per noi pericolosi. E' un meccanismo adattivo e, in molti casi, previene il ripetersi dei pericoli del passato.

Purtroppo la paura funziona male nel campo di risparmi. Essa ci induce spesso a sbarazzarci di un dato investimento quando è troppo tardi, dato che ormai ha perso di valore.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Questo grafico che mostra i tempi dei flussi di entrata uscita da tutti i fondi azionari commercializzati in Italia rispetto all'andamento delle borse mondiali ne è la più chiara dimostrazione. Come mostra la figura, data l'oscillazione dei valori nel tempo, noi siamo inclini a vendere nei punti bassi dell'onda, e a comprare nei punti alti, resi euforici dalla salita precedente. Andiamo cioè incontro a un futuro sconosciuto scegliendo le strade in base alle emozioni indotte da quello che abbiamo visto nello specchietto retrovisore. Non solo, agiamo tendenzialmente in forte ritardo rispetto a quello che vediamo nello specchietto. Come mai proviamo tanta paura quando perdiamo? Il dolore delle perdite è molto maggiore del piacere corrispondente a un guadagno di pari entità. Ciò risulta da esperimenti accurati e da osservazioni spicchiole nel corso della vita quotidiana. Per esempio, il tennista Agassi, la prima volta che vinse un torneo importante: "Ora che ho vinto uno slam, so qualcosa che poche persone sulla terra hanno potuto conoscere bene. Una vittoria non ci fa stare tanto bene quanto ci fa stare male una sconfitta. Il sentimento piacevole dura molto meno di quello spiacevole".

Fuori tempo da 22 anni
Performance di borsa e raccolta dei fondi azionari italiani

Anno	Msci World (performance %)	Raccolta netta (in mln €)	Anno	Msci World (performance %)	Raccolta netta (in mln €)
1984	19,0 ◊	113,1 ◊	1995	16,1 ◊	-1.969,8 ♣
1985	18,3 ◊	2.220,8 ◊	1996	7,1 ◊	-2.060,7 ♣
1986	11,5 ◊	5.298,8 ◊	1997	32,8 ◊	15.479,0 ◊
1987	-0,5 ♣	-354,8 ♣	1998	14,5 ◊	24.004,3 ◊
1988	35,8 ◊	-1.260,7 ♣	1999	44,7 ◊	32.104,0 ◊
1989	11,5 ◊	-190,1 ♣	2000	-8,2 ♣	39.418,5 ◊
1990	-27,6 ♣	39,8 ◊	2001	-13,4 ♣	-18.878,0 ♣
1991	18,1 ◊	-1.024,7 ♣	2002	-33,0 ♣	-9.399,1 ♣
1992	19,1 ◊	-720,5 ♣	2003	8,8 ◊	-4.660,9 ♣
1993	39,9 ◊	3.192,2 ◊	2004	4,7 ◊	-2.757,0 ♣
1994	-2,1 ♣	9.034,4 ◊	2005	24,0 ◊	4.479,9 ♣
			2006	3,5 ◊	2.826,6 ◊

Note: dati all'11/04/2006; l'Msci World è in €. Fonte: elaborazione MontePaschi A.M.

Disposizioni importanti di carattere legale

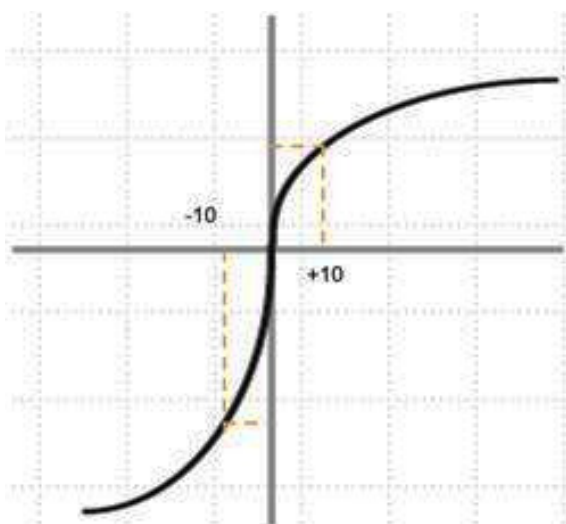
I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

11 luglio 2013

Lezione N°44 || CONCAVO E CONVESSO

Se noi partiamo da un punto di riferimento, possiamo avere cambiamenti oggettivi positivi o negativi (asse orizzontale della figura). Tali cambiamenti inducono piacere o dispiacere (asse verticale), secondo la seguente funzione:



In figura si nota che a parità di guadagno/perdita (+10/-10) sull'asse orizzontale, quello dei cambiamenti oggettivi, l'area del dolore è più grande dell'area del piacere. Sull'asse verticale sono indicate le impressioni soggettive a seguito dei cambiamenti oggettivi indicati sull'asse orizzontale. Purtroppo noi ci rendiamo conto solo degli effetti delle due curve, concava e convessa. E tuttavia anche quando ne conosciamo il funzionamento, tale conoscenza non ci protegge dalle conseguenze della funzione del valore. E' un po' come con le illusioni ottiche: non si dissolvono quando ne conosciamo il meccanismo.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

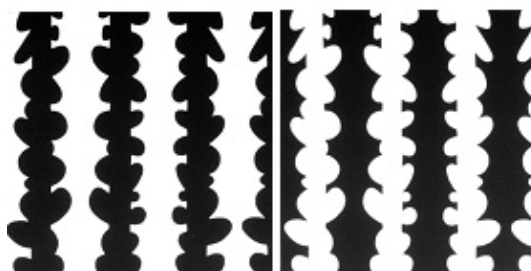
Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.



Provate a guardare le due figure composte da colonne verticali nere/bianche su uno sfondo bianco/nero. Nelle due immagini, e cioè nel quadrato di sinistra e in quello di destra,



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

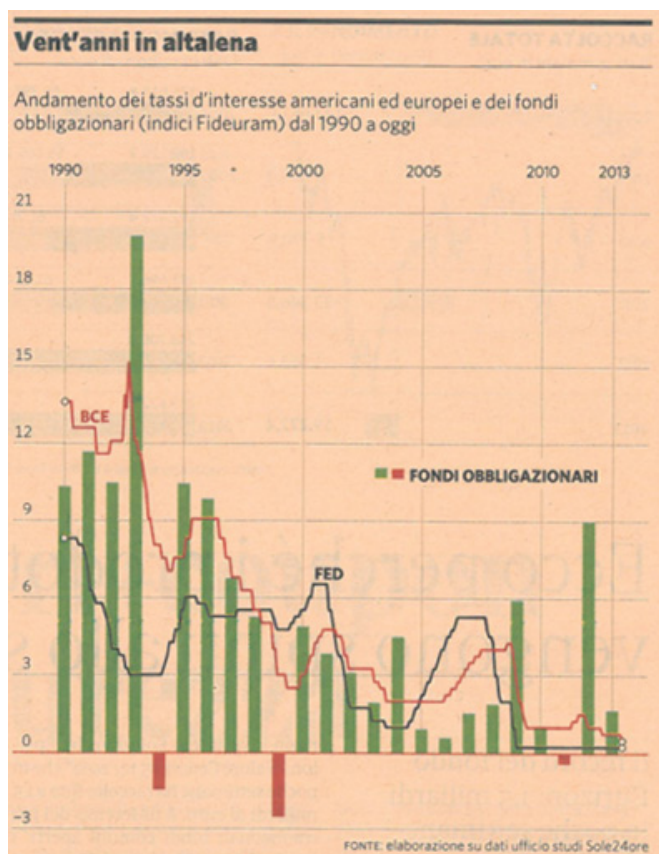
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



c'è la stessa proporzione di bianco e nero. Come mai allora, nella figura di sinistra, è più facile vedere delle colonne bitorzolute nere e in quella di destra delle colonne bianche, dello stesso tipo? Perché quando i bitorzoli hanno confini convessi, cioè sporgenti, la colonna che vanno a formare si vede meglio rispetto a quando i confini sono fatti di rientranze concave. Insomma tutta la differenza percettiva è riconducibile alla differenza tra concavità e convessità dei confini delle figure.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Anche nella funzione del valore entra in gioco la convessità e la concavità delle curve per determinare l'asimmetria tra il dolore delle perdite maggiore del piacere delle vincite. E' solo un'analogia o qualcosa di più?

Nella lezione precedente abbiamo visto come si agisca in ritardo nelle entrate-uscite dai mercati azionari. Lo stesso avviene con i fondi obbligazionari. Se guardiamo nella figura seguente quel che è successo dal 1990 a oggi, possiamo constatare come varia l'andamento dei tassi di interesse europei e americani in rapporto all'andamento dei fondi obbligazionari. Bisognerebbe uscire dai fondi obbligazionari prima che questi abbiano i prezzi abbattuti dalla crescita repentina dei tassi di interesse. Crescita più probabile quando i tassi sono bassi. Eppure, nell'ultimo triennio, con la discesa costante dei tassi, quando ormai oggi i fondi hanno pochi margini dati i valori ai minimi dei tassi, si continua a privilegiare le obbligazioni rispetto alle azioni.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

18 luglio 2013

Lezione N°45 || QUATTRO PRINCIPI DI BASE

In vari modi abbiamo sempre cercato di controllare l'incertezza del futuro. Anche un santone o un ciarlatano era meglio di niente. In seguito abbiamo inventato le assicurazioni. Le assicurazioni sono rese possibili dal poter calcolare le serie storiche dei rischi: si può calcolarle quando il futuro è, entro certi limiti, una replica del passato. Questo tipo di prevenzione assicurativa non è applicabile quando l'incertezza del futuro non è calcolabile estrapolando i rischi del passato. Consapevoli di ciò, tendiamo a dare in gestione i nostri risparmi a presunti esperti dei mercati. Può capitare, purtroppo, che i risparmiatori si affidino senza una minima idea di quel che implica tale delega, e senza saperne giudicare gli effetti. In teoria si potrebbe confrontare il rendimento dei risparmi affidati a esperti con quello dei risparmi gestiti soltanto dal proprietario. Questo confronto tuttavia non è molto sensato, come osserva, tra gli altri, Luigi Guiso su *Plus-Sole24Ore* (2013): "Raffrontare il rendimento degli investimenti di chi usa la consulenza con quello di chi non la usa non ha molto senso ... Chi ricorre alla consulenza è meno capace di chi non la usa ... inoltre ci si può affidare perché sappiamo (o pensiamo) 'di essere in buone mani'".

Che cosa bisognerebbe conoscere delle scienze cognitive, per non doversi affidare ciecamente a un esperto? In sintesi, soltanto quattro principi di base:

- ➔ la differenza tra rischio e incertezza, e cioè l'impossibilità di prevenire, sulla base della misura dei rischi del passato, l'incertezza imprevedibile del futuro;
- ➔ la nozione di diversificazione, e cioè la distribuzione dei nostri risparmi in più forme possibili di investimenti decorrelati, strategia efficace anche in altre scelte di vita (White et al., 2013);
- ➔ la differenza tra paura e pericolo;

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

➔ la regressione verso la media, e cioè la tendenza dei vari parametri utilizzati per misurare l'andamento dei risparmi, a ritornare verso i valori storici di lungo periodo, a patto di avere sufficiente pazienza.

Questi quattro principi sono i pilastri della diversificazione, dato che garantiscono che le fette della torta diversificata dei risparmi producano un mix di insuccessi e successi, adattandosi ai cambiamenti dei mercati e controbilanciandoli. Credendo invece di sapere in anticipo quali siano gli investimenti "giusti", puntando cioè solo su presunti successi, ci troviamo con un portafoglio troppo concentrato e una diversificazione insufficiente. Questa difficoltà purtroppo si



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

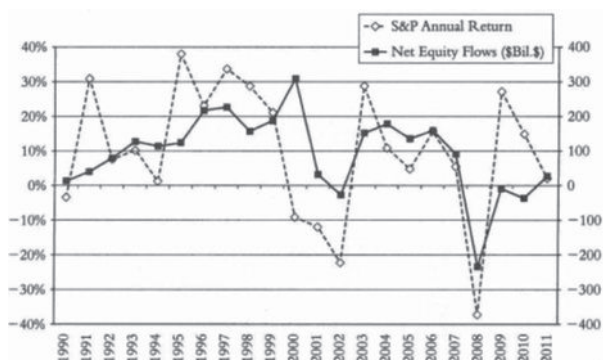
jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



assomma a quella dei ritardi costanti dei flussi di entrate/uscite, ritardi che si constatano non solo sul mercato italiano (lezione 43 di giovedì 4 luglio), ma anche su quello statunitense, che potremmo supporre più evoluto.

La figura precedente mostra un ritardo meno drammatico di quello che si verifica sul mercato italiano. E tuttavia l'effetto



“specchietto retrovisore” lo troviamo anche negli Stati Uniti: dopo che i mercati sono saliti si entra, e dopo che sono scesi, si esce. Siamo così giunti a poter definire il primo e il secondo paradosso del risparmio. Il primo consiste nel fatto che si risparmia per difendersi da un futuro incerto, ma si è costretti a depositare i risparmi in portafogli in cui andamento futuro è incerto. Il secondo paradosso nasce dalla constatazione che sarebbe meglio, per il benessere dei nostri risparmi, che il loro andamento, una volta che li abbiamo investiti, non ci stesse troppo a cuore. Perché, se ci sta molto a cuore, finiamo per controllare troppo spesso come vanno. Seguire con apprensione gli alti e i bassi dei risparmi innesca errori nella scelta dei momenti di entrata/uscita dai mercati, e ci spinge a tenere una percentuale bassa o nulla di azioni. Il secondo paradosso spiega come mai prendiamo decisioni troppo basate su quello che succede sui tempi corti, e che ci preoccupa. Finiamo così per fare peggio rispetto a uno stile di gestione che non controlla spesso il valore dei risparmi. Dovremmo comportarci come Ulisse e le sirene: magari

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

Copyright © 2013 Swiss & Global Asset Management SA – tutti i diritti riservati



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

controllarne l'andamento, ma dopo esserci legati le mani, in modo da non agire, soprattutto se non abbiamo imparato a difenderci dalle nostre emozioni, in particolare dal dolore delle perdite. Sembra facile, ma non lo è. Il secondo paradosso è all'origine dell'interrogativo con cui siamo partiti: come mai gli italiani hanno circa due terzi dei loro 9mila miliardi di risparmi bloccati in immobili? La risposta è che il presunto valore degli immobili ci conforta e non ci preoccupa. L'ipotetico prezzo di un immobile, rispetto a quello di un'azione o di un'obbligazione, ha il grande vantaggio di essere ignoto fino a quando non si riesce a vendere l'immobile. Gli immobili non sono quotati e quindi sono, per definizione, immuni dallo svantaggio derivante dal poterne controllare il prezzo. La non trasparenza dei prezzi è uno svantaggio economico, ma un grande vantaggio psicologico, anche se non dovrebbe essere tale dal punto di vista della razionalità economica. Quando gli immobili scendono molto di valore, come negli ultimi anni, le persone smettono di venderli in attesa di tempi migliori. Ecco Alessandro Penati, sulla Repubblica del 16 marzo 2013: “Il crollo delle transazioni immobiliari indica che i valori attuali non sono significativi, e che si sta accumulando un disequilibrio tra domanda e offerta che alla lunga troverà sfogo in una riduzione di prezzi”.

I SOLDI IN TESTA

25 luglio 2013

Lezione N°46 || ERRORI RIMEDIABILI E IRRIMEDIABILI CON I NOSTRI RISPARMI

Le macchine darwiniane non garantiscono la perfezione. E' possibile trovarsi nei guai:

Se l'apprendimento viene letto come una macchina darwiniana, gli individui possono essere considerati come sistemi in evoluzione le cui azioni vengono scelte sulla base delle loro conseguenze. Può così succedere che l'evoluzione li porti dove avrebbero preferito non essere ... ma possiamo cambiare, se mutano i nostri modi di vedere le cose ... per fare un esempio quotidiano semplice, le persone che provano ansia al pensiero di volare in aereo, possono concentrarsi sulle statistiche e riflettere sul fatto che l'aereo è più sicuro della macchina, anche se gli input sensoriali e percettivi ci dicono il contrario (Wilson et al., 2013, par. 3.1). In Italia, che cosa è stato fatto per cambiare questo modo di concepire la gestione dei nostri risparmi, adottando il paradigma della macchina darwiniana e rifiutando quello del disegno intelligente? Non è facile rispondere a tale domanda. Troppi ostacoli hanno agito in parallelo. Va ricordata, nel panorama culturale più generale, la debolezza delle scienze cognitive e, soprattutto, della psicologia, presentata quasi esclusivamente in chiave clinica. La cosiddetta educazione finanziaria è spesso concepita soltanto come la conoscenza dei rudimenti di economia e finanza, e non anche degli ostacoli psicologici che impediscono l'acquisizione e l'applicazione di tali rudimenti. Scrive Riccardo Viale su Plus24-IlSole24Ore del 1 giugno 2013: " ... una educazione finanziaria che sia fondata sulle conoscenze della finanza comportamentale e cognitiva e che introduca le tecniche che portano a una corretta rappresentazione di sé e al controllo cognitivo dei propri processi di giudizio e decisione".

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Oggi, in Italia, i risparmi assommano, nel complesso, a novemila miliardi, due terzi circa in immobili. Il terzo restante lo troviamo depositato in conti bancari e postali, in titoli di Stato, in obbligazioni e azioni. Più del 90% del totale di questi risparmi è investito qui, legando così le sorti di quanto accantonato per affrontare l'incertezza del futuro a quelle del nostro paese. Una diversificazione carente.

La concentrazione geografica non è dovuta a ragioni patriottiche: semplicemente è stato preferito ciò che si



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

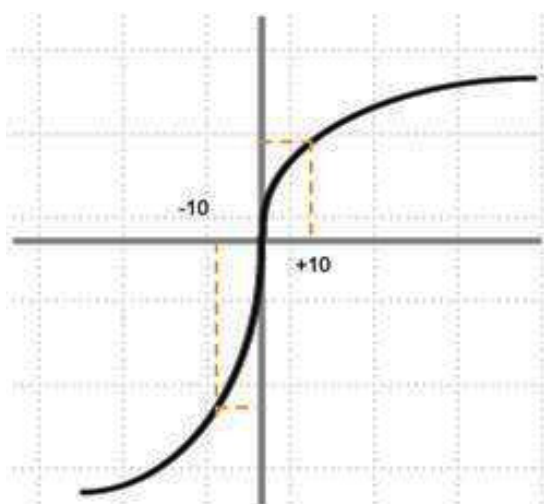
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



conosceva da vicino. Di qui la prevalenza impressionante degli immobili (in Svizzera la proporzione è meno della metà). Alla base c'è la convinzione che la casa sia un ottimo investimento (tale credenza negli Stati Uniti ha innescato la crisi, e anche in Italia sarà fonte di delusioni). Ed è una credenza fondata, ma solo sul piano psicologico. Il valore degli immobili non ha "oggettivamente" una quotazione chiara (cfr. asse orizzontale della figura). Di conseguenza non oscilla, e quindi non provoca mai dolori (cfr. asse verticale). La distribuzione dei nostri risparmi, i modi in cui sono stati investiti (gestiti?), costituisce probabilmente il maggior fallimento delle scienze cognitive in Italia, o meglio della loro applicazione, al punto che tale fallimento non è neppure riconosciuto come tale.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

La situazione solo in parte è irrimediabile. La prossima generazione sarà la prima del dopoguerra a essere più povera, nel complesso, della precedente. In Italia, per la parte non congelata in immobili, sarebbe urgente elevare il livello medio della preparazione della prossima generazione (ora siamo al 44° posto nel mondo, dopo paesi con famiglie molto meno ricche delle nostre). Va evitata la dissipazione di quanto la prossima generazione erediterà.

La buona gestione dei risparmi non era un problema così rilevante sul piano sociale quando la ricchezza veniva incrementata a un ritmo elevato rispetto al reddito annuale (per esempio: 25% del reddito è stato risparmiato nel 1975). Lo è oggi: il rapporto tra redditi dei giovani e risparmi ereditati ed ereditabili non è mai stato così sproporzionato, anche per la futura riduzione, se non eliminazione, delle pensioni. Spiegare la natura della macchina darwiniana degli investimenti è forse la sfida più grande per l'applicazione delle scienze cognitive nei prossimi anni in Italia.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

1 agosto 2013

Lezione N°47 || I DUE PARADOSSI DEL RISPARMIO E I DUE PARADOSSI DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

Ho appena compiuto 71 anni. E' tempo di bilanci! Il bilancio pratico della finanza comportamentale, e della mia esperienza, si riassume, in sintesi, in tre paradossi, che bisogna capire fino in fondo e accettare.

Il primo paradosso lo ho già discusso a lungo, anche nel mio recente libro. Come forse ricorderete, esso consiste nel fatto che si risparmia per difendersi da un futuro incerto, ma si è costretti a depositare i risparmi in portafogli in cui andamento futuro è incerto. Il secondo paradosso – che abbiamo già introdotto nella lezione precedente – nasce dalla constatazione che sarebbe meglio, per il benessere dei nostri risparmi, che il loro andamento, una volta che li abbiamo investiti, non ci stesse troppo a cuore. Perché, se ci sta molto a cuore, finiamo per controllare troppo spesso come vanno. Seguirne con apprensione gli alti e i bassi dei risparmi innesca errori nella scelta dei momenti di entrata/uscita dai mercati, e ci spinge a tenere una percentuale bassa o nulla di azioni.

Il secondo paradosso spiega come mai prendiamo decisioni troppo basate su quello che succede sui tempi corti, e che ci preoccupa. Finiamo così per fare peggio rispetto a uno stile di gestione che non controlla spesso il valore dei risparmi. Dovremmo comportarci come Ulisse e le sirene: magari controllarne l'andamento, ma dopo esserci legati le mani, in modo da non agire, soprattutto se non abbiamo imparato a difenderci dalle nostre emozioni, in particolare dal dolore delle perdite. Esaminiamo ora il terzo paradosso. A differenza dei primi due, esso ha che fare con la relazione tra consulente e risparmiatore e potremmo formularlo così:

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Il terzo paradosso consiste nel fatto che il risparmiatore impreparato rimprovera al consulente quello che è un merito e non un difetto. Se il consulente ha ben diversificato il portafoglio del cliente, il consulente avrà per definizione perso delle buone occasioni, nel senso che avrebbe potuto concentrarsi sulle scelte che si sono rivelate più di successo. Questa critica viene fatta da chi non conosce la moderna teoria della diversificazione.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Questo terzo paradosso porta a quello che potrei chiamare il quarto paradosso della consulenza, e cioè che:

Il consulente finanziario è l'unico tipo di consulente che ha, per così dire, due clienti: il cliente in carne ed ossa, con una mente fatta a modo suo e con le emozioni che funzionano a modo loro, e il portafoglio del cliente. Non sempre i due presunti clienti vanno d'accordo, anche se per la razionalità finanziaria dovrebbero coincidere.

Che cosa succede, infatti, se il risparmiatore non ha assimilato bene la logica e la metodologia della differenziazione delle diverse parti di cui si compone il suo portafoglio? Come reagirà? Ai suoi occhi il passato si congela, secondo il ben noto principio del senno di poi. Questo meccanismo mentale è molto forte, e agisce in modi di cui non siamo consapevoli, come hanno mostrato molte ricerche. Il passato si blocca, e ci sembra ovvio che le cose non potevano andare "se non in quel modo", tanto è vero che sono proprio andate così. E allora, come mai a suo tempo non si è puntato sulle vie che si sono rivelate più profittevoli, e ci si è dispersi anche sulle altre? E difficile spiegare che abbassare il rischio di portafoglio implica proprio non sfruttare sino in fondo occasioni rivelatisi, ma solo in seguito, assai profittevoli. La logica della differenziazione implica, per definizione, proprio "perdere delle buone occasioni". Ovviamente le buone occasioni si rivelano come tali solo quando il futuro è diventato passato. Purtroppo un portafoglio, proprio se ben diversificato, rende a posteriori "visibili" agli occhi dei clienti



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

quelle vie che si sono rivelate migliori di altre. E il risparmiatore si domanda, sempre a posteriori, come mai, a suo tempo, non siano state percorse solo quelle. Ecco che spunta il quarto paradosso!

Conseguenza: la strategia della diversificazione pone difficoltà al consulente sia a priori, quando deve applicarla, dato che il cliente si domanda come mai lui sia un esperto che non sa quale sia la scelta in assoluto "migliore", sia a posteriori, quando si trova a dover spiegare perché a suo tempo non si è concentrato sulle scelte rivelatesi solo in seguito migliori.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

8 agosto 2013

Lezione N°48 || DONNE E UOMINI: CI SONO DIFFERENZE SISTEMATICHE?

Come sa ogni consulente esperto, nessun cliente è uguale a un altro. Eppure in questa diversità si possono trovare delle caratteristiche comuni, per esempio a donne e uomini? Ovviamente anche all'interno di queste due categorie ci sono diversità, sia per indole e carattere innati, sia per le tracce che lo scorrere della vita lascia sulla biografia di ogni persona. E tuttavia le ricerche condotte su vasti campioni mostrano alcune differenze sistematiche, assai interessanti e istruttive anche in una prospettiva più generale. Nessuno nota a prima vista queste differenze, se non forse i consulenti più esperti, dati i lunghi anni di frequentazione con i clienti più diversi. Nel campo degli investimenti, per le persone comuni, vale il celebre aforisma di Oscar Wilde: "L'esperienza è il tipo di insegnante più difficile. Prima ti fa l'esame, poi ti spiega la lezione". In effetti, molte di queste lezioni alludono a esperienze a cui il risparmiatore medio non è preparato.

Nessuno gli ha fornito neppure i rudimenti di un'educazione finanziaria. Da questo punto di vista donne e uomini sono su un piede di parità. Ma questa è un'altra storia. La domanda che qui ci poniamo è: le donne sono sistematicamente diverse dagli uomini, pur nell'ambito della specificità di ciascuna biografia? E quali sono le conseguenze di tali differenze, in riferimento alle scelte di investimento? Già Brad Barber e Terrance Odean, nel loro classico lavoro (pubblicato nel febbraio 2001 sul *Quarterly Journal of Economics*), avevano scoperto che "gli uomini sono più over-confident delle donne" (sono cioè più sicuri delle loro opinioni sugli andamenti futuri dei titoli). Per questo motivo, gli uomini "tendono a ruotare i titoli nel portafoglio più spesso delle donne, e i loro risultati

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

sono leggermente inferiori". Si noti bene che si tratta di campioni affidabili, composti da decine di migliaia di persone.

Un altro dato interessante è che questa differenza tra donne e uomini si attenua nelle coppie sposate, dato che le decisioni prese in comune riducono le differenze, che sono più spiccate se si confrontano single di sesso diverso (i maschi single sono quelli che, in media, più danneggiano i loro portafogli, se non hanno un consulente).



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Le relazioni dentro la coppia, e le conseguenti decisioni, non influenzano solo le famiglie statunitensi ma anche quelle delle Filippine, come emerge dalla bella ricerca di Nava Ashraf (American Economic Review, 2009, 1245-1277, Spousal Control and Intra-Household Decision Making). Essendo in media gli uomini più sicuri delle donne, essi tendono anche a prendere più rischi, mentre le donne sono più prudenti. E' vero che secondo la ben nota, e più volte convalidata, curva del valore soggettivo di Daniel Kahneman, c'è un'asimmetria tra guadagni e perdite, nel senso che le seconde fanno più male rispetto a quanto non siano piacevoli i primi (sono tornato più volte su questo punto). Le donne, più prudenti, imparano prima, e quindi cercano di evitare le perdite, mostrando di conseguenza profili di rischio mediamente più bassi (cfr. Meir Statman, What Investor Really Want, McGraw Hill, 2011, p.122). Sappiamo che si tratta di una differenza culturale, legata all'educazione e al ruolo all'interno della famiglia. Gli studi sui gemelli monozigoti mostrano che i fattori genetici, innati, spiegano soltanto il 20% delle differenze tra gli adulti (op. cit., p. 123). Le donne hanno un ruolo fondamentale, anche se appartenenti a culture diverse: sanno spronare gli uomini a posporre i piaceri, i consumi, e, quindi, a risparmiare (op. cit., p. 100).

Di questa importanza della capacità di auto-controllo e di sacrificio in vista di gratificazioni più grandi, si era già accorto Walter Mischel, che lo dimostrò in un classico esperimento. Mischel filmava, a loro insaputa, bambini e bambine di quattro anni, dopo aver presentato loro un marshmallow, una specie di dolcetto gommoso e spugnoso, di colore bianco. "Puoi mangiarne uno subito – veniva detto – oppure puoi aspettare qualche minuto e, quando tornerò, potrai averne due". Se provate a guardare in rete i vari filmati delle repliche dell'esperimento (impagabile è: Kids Marshmallow Experiment su YouTube), potete vedere i bambini che lottano con se stessi pur di resistere, ma poi spesso capitolano. Chi guarda altrove, chi si copre gli occhi, chi batte il tavolino tamburellando con le dita, o muove le gambe, tutto per

cercare di distrarsi dalla tentazione posta davanti ai loro occhi.

Il regista Sergio Leone, nel film C'era una volta l'America, fa una sorta di citazione dell'esperimento, mostrando un bambino che deve aspettare una bambina per darle una meringa, il prezzo richiesto dalla bambina per tirare su le gonne. Il bambino non resiste, intacca poco alla volta la



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

meringa e, infine, il desiderio gastronomico prevale definitivamente sulla fantasia sessuale. E non è un caso che si tratti proprio di un bambino! Michel continuò a seguire le/i 653 bambine/i che avevano partecipato all'esperimento nel 1968. Scopri così che tra i circa duecento "partecipanti alla prova" – chi cioè aveva preso in considerazione il beneficio futuro, resistito alla tentazione, e ottenuto i due dolci promessi – le femmine erano più numerose dei maschi. Erano più obbedienti, sapevano posporre i piaceri e controllarsi per ottenerli, e, in seguito, questo tipo di bambine fece meglio negli studi e sul lavoro. E lo avevano già imparato a quattro anni! Non è un fatto così stupefacente. Dai dati ISTAT, contenuti in Educare al Denaro, un'antologia a cura di Elisabetta Ruspini (Franco Angeli 2008) risulta che in Italia:

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Mentre per le ragazze il denaro è "un premio", per i bambini si connota maggiormente come un flusso continuo: loro hanno la paghetta, le ragazze un "premio". Inoltre, sono le bambine a risparmiare di più: nel 1998 il 62,9% delle bambine tra i 6 e i 10 anni risparmia, una percentuale nettamente superiore a quella dei bambini (p.115, Ruspini, op. cit.)

Resistere alle tentazioni, e saper comportarsi tenendo presenti i tempi lunghi, è una dote che a quanto pare ci differenzia fin da piccoli, dato che in famiglia viene insegnata più alle bambine che ai bambini. Una dote che in seguito si rivela vantaggiosa nella società contemporanea, come mostrano le ricerche sulla psicologia degli investimenti. Chi è troppo sicuro delle proprie opinioni e valutazioni, fa turnover tra i titoli, tende a vendere quelli su cui guadagna, tenendosi quelli su cui sta perdendo. Chi si comporta così finisce per avere portafogli che vanno peggio e, soprattutto, a non affidarsi ai consulenti. Le donne, più dubbiose, vanno dai consulenti e non sono vittime dei loro rimpianti e delle loro paure (cfr. lezioni precedenti, e Statman, op. cit. p. 49, e, sempre in Statman, il cap. 3: Proviamo emozioni, alcune fuorvianti).

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

5 settembre 2013

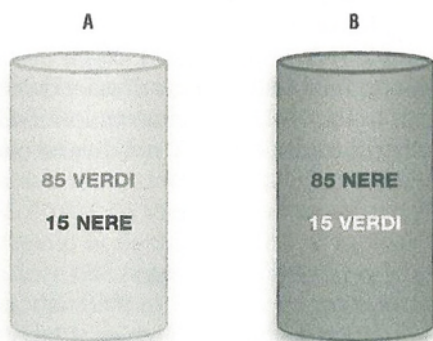
Lezione N°49 || COME MAI C'È UNA FORTE TENDENZA A ENTRARE TARDI NEI MERCATI?

I dati di agosto confrontati con i risultati di un esperimento

Il Sole 24 Ore di martedì 20 agosto, con un articolo di Andrea Franceschi, ci mostra i flussi netti delle entrate/uscite dai fondi azionari europei rispetto ai flussi netti dei fondi obbligazionari. Il confronto tra tali flussi è molto interessante. Viene evidenziato in modo esatto quanto tempo ci sia voluto perché "con il contributo decisivo degli investitori europei ci sia stato, negli ultimi mesi, un saldo positivo a favore delle azioni rispetto alle obbligazioni. L'esame di tali saldi mostra che gli investitori retail sono entrati massicciamente quando ormai era già avvenuto molto del rialzo degli indici."

Domanda: " tale ritardo è dovuto a fattori emotivi, come il ricordo delle perdite del passato, ormai lontano, precedente cioè a tre anni fa, oppure anche ai modi "spontanei" di elaborare le informazioni?"

Figura 3.7 Quante informazioni ci vogliono per cambiare idea?



LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Gestore esclusivo dei fondi Julius Baer, è una delle principali società indipendenti di gestione patrimoniale in Svizzera e nel mondo. A fine dicembre 2012 gestiva 87.6 miliardi di CHF di patrimoni, con un organico di circa 300 persone.

Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding, quotata alla SIX Swiss Exchange.

Con un semplicissimo esperimento si può dare una risposta a tale quesito. Basta misurare quante informazioni ci vogliono per sentirsi sicuri di una tendenza presente in una sequenza di dati. Chiede a un campione di persone di valutare da quale di questi due contenitori, A e B, riempiti con diverse proporzioni di biglie di due colori, vengano estratte biglie che possono rivelarsi verdi oppure nere. La proporzione di biglie è diversa per A e per B.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Si sa per certo che le biglie sono estratte sempre da un unico contenitore. Non faccio però vedere da quale dei due le estraggo, e quindi non si sa quale sia il contenitore in questione.

Ora immaginate di vedere che la prima biglia estratta è una biglia verde. Ci sono 85% di probabilità che la prima biglia verde sia estratta da A, giacché in tale contenitore vi sono 15 biglie nere e 85 biglie verdi (ovviamente sono 15% le probabilità che sia stata estratta da B). Questa stima iniziale di probabilità è data dalla maggioranza delle persone interpellate. Il fatto che venga fornita la risposta esatta è un indice della comprensione della natura del problema e del quesito sottoposto.

Ma il bello viene all'astrazione della seconda biglia. Se è di nuovo verde quante sono le probabilità che venga anch'essa da A invece che da B? secondo il teorema di Bayes sono 97%!

E alla terza biglia verde estratta? Sono più di 99% (0,995)!

E alla quarta? Di fatto la quarta estrazione di una biglia verde non fornisce quasi più informazioni: si passa da 0,995 a 0,999! E tuttavia se provate a chiedere alle persone dell'estrazione di quante biglie hanno bisogno per essere quasi certi, e cioè sicuri al 99%, che le biglie verdi siano estratte da A, ve ne richiederanno in media una sequenza di 6. Restano del tutto increduli quando dite loro che è sufficiente la metà: con solo tre estrazioni si arriva a più del 99%.

Morale: se provate a chiedere come cambia la probabilità a favore del contenitore A, via via che vengono estratte biglie verdi, il risultato è sorprendente. Le persone vogliono molte

più biglie per essere sicure, di quelle che staticamente sarebbero sufficienti. Sembrano non fidarsi. Proprio come è successo con i flussi di entrate nei fondi azionari europei e di uscita da quelli obbligazionari.

Morale: le persone hanno bisogno di più dati di quanti sarebbero "in teoria" necessari. Questi risultati mostrano un'inerzia che corrisponde all'analogo ritardo riscontrabile nello sfruttare un trend di mercato. C'è quindi un meccanismo cognitivo di base che funziona in modo inconsapevole.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

E poi, a tale meccanismo di base, possono aggiungersi, rinforzandolo, processi di altra natura, come ad esempio la paura di non entrare al momento giusto.

E' delle nostre paure che bisognerebbe avere paura. Quanto più una decisione è importante, tanto più vogliamo essere sicuri, quanto più vogliamo essere sicuri, tanto più vogliamo essere prudenti. E la prudenza si traduce in maggiore inerzia decisionale, che ci frena nel timing.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

12 settembre 2013

Lezione N°50 || TRADE-OFF TRA SICUREZZA E RITARDO

La tendenza esaminata nella lezione precedente, quella del 5 settembre, si collega al problema della quantità d'informazioni finanziarie, un flusso sempre più ricco, in cui è difficile distinguere ciò che è pertinente, rilevante, essenziale, e ciò che non lo è. Immaginate che la distribuzione delle biglie verdi e nere di cui ho parlato il 5 settembre fosse stata più sbilanciata, per esempio di 90 biglie verdi e 10 nere, allora la probabilità di una biglia verde per A alla prima estrazione sarebbe stata ovviamente del 90%. La probabilità passa poi, una volta che è estratta la seconda biglia verde, direttamente al 99% (per la precisione 0,98889).

Tabella 3.4 **Sempre in ritardo!** La raccolta netta in forte crescita si verifica quando la crescita è ormai rallentata o svanita. Anche le uscite dai fondi subiscono lo stesso ritardo.

Anno	Msci World (performance %)	Raccolta netta (mln. €)	Anno	Msci World (performance %)	Raccolta netta (mln. €)
1984	19,0 ▲	113,1 ▲	1996	7,1 ▲	-20.60,7 ▼
1985	18,3 ▲	2.220,8 ▲	1997	32,8 ▲	15.479,0 ▲
1986	11,5 ▲	5.298,8 ▲	1998	14,5 ▲	24.004,3 ▲
1987	-0,5 ▼	-354,8 ▼	1999	44,7 ▲	32.104,0 ▲
1988	35,8 ▲	-1.260,7 ▼	2000	-8,2 ▼	39.418,5 ▲
1989	11,5 ▲	-190,1 ▼	2001	-13,4 ▼	-18.678,0 ▼
1990	27,6 ▼	39,8 ▲	2002	-33,0 ▼	-9.399,1 ▼
1991	18,1 ▲	-1.024,7 ▼	2003	9,9 ▲	-4.660,9 ▼
1992	19,1 ▲	-720,5 ▼	2004	4,7 ▲	-2.757,0 ▼
1993	39,9 ▲	3.192,2 ▲	2005	24,0 ▲	4.479,9 ▼
1994	-2,1 ▼	9.034,4 ▲	2006	3,5 ▲	2.826,6 ▲
1995	16,1 ▲	-1.969,9 ▼			

Fonte: *il Sole 24 Ore*, 11 aprile 2006.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Questo stesso fenomeno di "ritardo sistematico" nel correggere le proprie opinioni via via che riceviamo nuove informazioni (problema studiato in modo tecnico dalla statistica bayesiana), si ripete con le decisioni di entrata/uscita dalla borsa. Nella ben nota tabella riportata, vediamo una sottovalutazione ricorrente nella capacità di cogliere, quando si manifesta, un'inversione di tendenza (in gergo: i mercati girano). Non utilizziamo infatti la quantità giusta di informazioni.

Se si aspettano troppe informazioni per sentirsi sicuri (poniamo: sicuri al 90% o anche al 99%) che i mercati sono girati, si tenderà inevitabilmente a decidere in ritardo. E questo diventerà un fenomeno di massa (rilevabile anche sui dati aggregati, cfr. tabella tratta dal Sole, 11.4.2006. Nel mio libro del 2013 sulla gestione dei risparmi ci sono analoghe tabelle statunitensi). Questa pigrizia nel prendere decisioni si manifesta come ritardo sistematico. Aspettiamo troppo, nell'attesa di essere sicuri. Va poi tenuto presente che la massa di informazioni è rilevante, un flusso continuo e talvolta contraddittorio, e non è facile discernere una tendenza quando le informazioni sono tante. Quando si è sicuri, spesso è troppo tardi. E' come se ci fosse un trade-off tra tempismo e sicurezza di una tendenza del mercato.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

19 settembre 2013

Lezione N°51 || TROPPE INFORMAZIONI CONFONDONO

La situazione dei mercati nell'agosto del 2013 è tipica di quegli scenari in cui siamo bombardati da molte, troppe informazioni, senza sapere quali siano quelle veramente rilevanti, dato che non sono neppure coerenti tra loro. E allora ci affanniamo a scorgere in ogni informazione il segno di una tendenza o, almeno, un'informazione che ci possa indicare una tendenza. Vi darò qualche esempio di commenti in proposito, usciti sul Sole24Ore.

Scriva Maximilian Cellino sulla rubrica La Bussola del 23 agosto 2013:

Se mettete due persone a remare in senso opposto, la barca si sposterà in modo schizofrenico: un po' avanti, un po' indietro ... a ben guardare, in questo mese di agosto i mercati azionari sembrano essersi proprio mossi con questo ritmo sincopato.

E Walter Riolfi, il 21 agosto, scriveva sullo stesso giornale: ... può darsi che tutta questa enfasi sia montata dai commenti degli operatori e della stampa specializzata ... i grandi investitori, non sapendo in questo momento come muoversi. Questo stato di cose ci ricorda una famosa prova di Treynor (1987).

Provate a mostrare a delle persone una bottiglia trasparente contenente 850 fagioli. Si può guardare da lontano la bottiglia, senza toccarla, per tutto il tempo che si vuole. Non si può però aprirla e contare i fagioli.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Appena le persone dichiarano di essere pronte (dopo un minuto, massimo due), si chiede loro: a occhio e croce, quanti fagioli sono contenuti nella bottiglia trasparente? Le risposte indicano due fenomeni interessanti.

Il primo è che la risposta media di cento persone (871 fagioli) è molto buona, nel senso che pochi riescono a batterla (14 persone su 100).

L'altro punto interessante è che quando si specifica che la bottiglia è di plastica trasparente, assai sottile, non di vetro, e che quindi lo spessore del contenitore è minimo, quando cioè si danno più informazioni corrette, la risposta media (896) è meno buona rispetto a quando non si precisa nulla.

Un meccanismo analogo a quello messo in evidenza dai dati dell'esperimento agisce con una trasposizione di questo gioco a quello che succede sui mercati finanziari (Andreassen, 1987). Le persone tendono a dare senso a tutte le informazioni che via via ricevono e quindi, quando c'è un dato nuovo, sono inclini a iper-reagire, proprio come è successo nell'agosto 2013. Quando i dati presentano una serie di eventi in successione, le persone sono iper-prudenti nel calibrare le loro ipotesi, quando c'è un dato nuovo sono impulsive e iper-reattive. Un conto è la percezione (in ritardo) di una tendenza. Altra cosa è l'eccessivo significato dato a ogni nuova informazione (anche gli esperti sono vittime di questa "miopia" temporale come mostrano analiticamente De Bondt e Thaler, 2002).

Nelle decisioni economiche questa tendenza a dare eccessivo peso alle informazioni appena ottenute invece di collocarle in

un orizzonte temporale più ampio viene aggravata, nel caso dei singoli investitori, dalla tendenza a dare peso a un'informazione perché la si è cercata. Nel campo economico e in quello medico si può sperimentalmente mostrare che, quando un decisore ha impiegato tempo e risorse cognitive per cercare un'informazione, tende ad attribuire a quell'informazione un peso maggiore di quello che vi avrebbe assegnato se fosse stata disponibile fin dall'inizio.

Molte delle distorsioni cognitive note, come quello dei costi sommersi e della dissonanza cognitiva, concorrono a questa potente distorsione.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

(La dissonanza cognitiva è una sorta d'auto-inganno inconsapevole. Immaginiamo di essere incerti su che cosa fare. Alla fine decidiamo, scartando così altre possibilità prese in esame. Col passare del tempo, riusciamo a convincerci che quella era l'unica scelta da farsi, e le possibilità scartate svaniscono, spazzando via i rimpianti).

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

26 settembre 2013

Lezione N°52 || OVVIO OGGI, MA PRIMA?

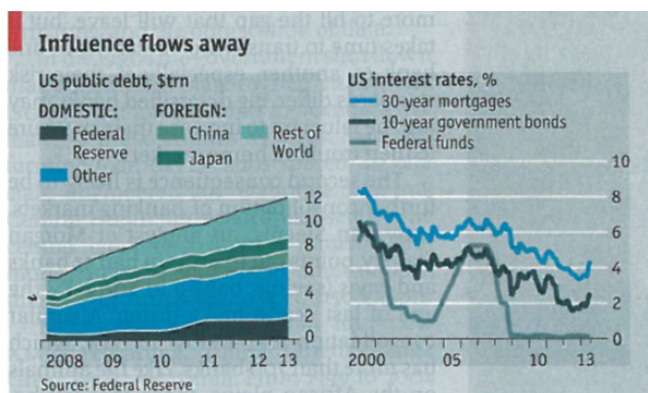
Nel mio libro sulla gestione dei risparmi, uscito in giugno per i tipi dell'editore il Mulino, ho esaminato il rapporto tra incertezza e rischio. Nello specifico abbiamo visto le conseguenze della nostra percezione del rischio sulla psicologia degli investitori.

Non ci importa dominare l'incertezza dei mercati tramite lunghissime serie storiche di dati aggregati.

I nostri tempi sono più corti e, a noi, sta a cuore la "nostra" incertezza, quello che succede ai nostri risparmi, ai nostri investimenti, insomma al nostro portafoglio.

Nel corso del mese di settembre 2013 sono maturate tre cose:

- è finita la lunga discesa dei tassi cominciata all'inizio del secolo, come si vede dalla figura sottostante
- il debito pubblico americano è raddoppiato, e una quota consistente è in mano altrui
- la Federal Reserve USA è avviata verso una riduzione dello stimolo monetario (il cosiddetto "tapering"), ma ha deciso di non iniziarlo.



LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Ora, dai primi di maggio fino a metà settembre, i fondi azionari e obbligazionari dei Paesi emergenti hanno registrato un saldo netto negativo per oltre 60 miliardi di dollari (Cellino e Franceschi, *Il Sole 24 Ore*, 11.09.13, p. 7). Dai commenti settembrini su questi andamenti, la relazione tra queste variabili viene presentata come ovvia e non sorprendente. E tuttavia ovvia non era fino a pochi mesi fa.

O meglio, non erano ovvie tutte le correlazioni tra l'euro forte e il fatto che l'attesa delle mosse della Fed avrebbe finito per dirottare i flussi degli investitori verso il Vecchio Continente penalizzando i mercati emergenti (Cellino e Franceschi, *Il Sole 24 Ore*, 11.09.13, p. 7).

Ora noi tendiamo a evitare il caso come spiegazione del fluire degli eventi. Di conseguenza sottostimiamo l'incertezza del futuro e contemporaneamente, come in questo caso, sopravvalutiamo la certezza del passato e le sue conseguenze, una volta che il passato si è congelato diventando imm modificabile. Lo stesso rinvio del "tapering" ha sorpreso la maggior parte degli esperti, che poi si sono affrettati a spiegarlo.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

03 ottobre 2013

Lezione N°53 || L'INCERTEZZA E LO SVILUPPO DEL MERCATO DELLA CONSULENZA

Per ridurre "mentalmente" l'incertezza, si cerca di fare affidamento sul certo e quindi ci si basa su quanto ci è capitato nel passato, finendo così per mitigare l'incerto del futuro rapportandolo al passato. Ma, come si è visto nella lezione precedente, anche quando il passato prevede un futuro in cui la Fed inizia il "tapering" (da sue dichiarazioni e sulla base delle aspettative dei più), tale passato purtroppo non è di facile interpretazione nei suoi sviluppi.

Nel cercare di ricondurre gli eventi esterni sotto il controllo, siamo inclini a trasformare i segni in cause o previsioni, proprio come nel caso discusso nella lezione precedente. Immaginate di essere un consulente. Le vostre conoscenze possono venire classificate, dal punto di vista dell'incertezza, in tre categorie:

Certo. Le conoscenze, le informazioni, i dati di cui siamo personalmente sicuri: la nostra data di nascita, il nostro numero di telefono, l'anno del referendum monarchia/repubblica, l'1 settembre, il nostro indirizzo di casa, la data della rivoluzione francese, e così via. Se un cliente fa domande di questo tipo la risposta è: "Lo so:....".

Irrelevante. Le informazioni rispetto alle quali potremmo in linea teorica domandarci quale sia il loro valore esatto o approssimativo ed è evidente che, volendo, con uno sforzo maggiore o minore, si potrebbe ridurre l'incertezza. Ma si tratta di quesiti rispetto ai quali è irrilevante conoscere la risposta esatta. Se ci pongono domande di questo tipo la risposta è: "Non me ne importa".

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Incerto. Ci sono infinite domande alle quali non sappiamo rispondere con una conoscenza certa ma di cui c'importa la risposta. Queste sono le tipiche domande che si sente fare un consulente finanziario. Talvolta importa assai. In questi casi la strategia migliore consiste nello stimare adeguatamente il grado della nostra incertezza.

Non possiamo essere sicuri per due motivi: o sarà il futuro a darci una risposta certa; oppure, pur avendo un ordine di idee, è impossibile disporre con sicurezza della risposta esatta. Possiamo giungere, al massimo, a definire un intervallo di fiducia, più o meno ampio, in funzione del grado di fiducia nelle nostre incerte conoscenze. Il grado di fiducia corrisponde a un livello di probabilità soggettiva (siamo nel campo dei casi singoli e non delle frequenze).

E si tratta di quesiti per noi rilevanti e non irrilevanti. Di fronte a domande di questo tipo, non si può che rispondere: "Vorrei sapere la risposta esatta, ma posso solo stimare un ordine di grandezza. Penso che con la probabilità del la risposta caschi nell'intervallo che va da a". magari non ci esprimiamo così, ma il concetto è questo.

A tipologie diverse di domande, risposte diverse. Ma non siamo simmetrici nei confronti delle tre tipologie, per ragioni culturali e di educazione. L'aver imparato a dare risposte a scuola, frequentata per più di un decennio, e aver assistito continuamente a quiz televisivi e ad altri giochi di società, tendono a farci sopravvalutare l'importanza della tipologia delle risposte date con certezza. In realtà, se non in questi scenari particolari, non è così importante acquisire uno stock di informazioni di cui si può essere proprio certi.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Non sono queste le informazioni che servono per rispondere alle domande che ci stanno veramente a cuore. Questa sopravvalutazione può sfociare nell'errore consistente nell'assimilare in una sola tipologia di "non-certezza" le domande di cui ci importa poco e quelle di cui nella vita ci importa molto ma di cui non conosciamo la risposta esatta.

Nel loro caso non è mai disponibile una soluzione precisa ai nostri dilemmi, nel momento in cui si pongono (scelgo quel posto di lavoro o no? Faccio un figlio? Comprò la casa? Il prezzo è giusto?).

L'incertezza delle conoscenze è tipica delle scelte attinenti l'economia e la finanza. È quindi di grande interesse cercare di capire quanto siamo bravi nello stimare l'ordine di grandezza della nostra ignoranza: un conto è sbagliare molto, un conto è sbagliare poco.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



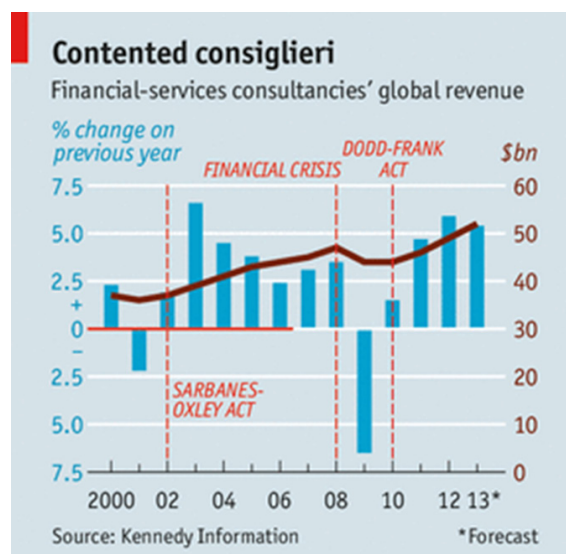
Ricordo che qui il termine ignoranza viene usato in senso tecnico: designa l'incapacità di disporre di un dato certo.

Gli psicologi si servono di molte tecniche per misurare la precisione del nostro calibro quando si tratta di valutare in condizioni di incertezza. Per simulare gli scenari propri della finanza e dell'economia, e crearne versioni sperimentali realistiche, bisognerebbe saggiare l'incertezza ricorrendo a quesiti di cui solo il futuro più o meno prossimo fornisce la risposta esatta.

Proprio questo stato di cose crea le condizioni per il fiorire della consulenza finanziaria. L'Economist del 28 settembre riporta una tabella (p. 61) che raffigura la crescita a livello mondiale della consulenza finanziaria. Questa è calata, non sorprendentemente, solo nel 2009.

Dato che la grande maggioranza dei consulenti non aveva previsto la terribile crisi, questo ha intaccato la fiducia e ha ridotto la richiesta di consulenza.

Ho scritto "non sorprendentemente" perché la maggior parte dei clienti non si rende conto che un consulente finanziario è diverso dagli altri, come ho cercato di illustrare a lungo nel mio recente saggio PERCHE' GESTIAMO MALE I NOSTRI RISPARMI.



Malgrado la delusione, dopo il repentino calo, appena questa è stata smaltita, la richiesta di consulenza, ha ripreso forti incrementi per arrivare a livello mondiale a 50 miliardi di dollari nel 2012 (cfr. figura).

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

10 ottobre 2013

Lezione N°54 || TROPPIA FIDUCIA IN NOI STESSI, TROPPO POCA NEGLI ALTRI

Si è soliti parlare di fiducia come se non ce ne fosse mai abbastanza. Se noi pensiamo di poter fare a meno di un consulente e di essere capaci di gestire da noi i nostri risparmi, commettiamo un doppio errore. Il primo errore consiste nel credere che la nostra competenza sia sufficiente. Il secondo errore consiste nel non valutare, sui tempi lunghi, il vantaggio di rivolgersi a un esperto, in questo come in tanti altri campi. Questo secondo errore nasce spesso dal fatto che, nell'ambito della consulenza finanziaria anche gli esperti possono sbagliare, per quanto sui tempi medi e lunghi facciano sistematicamente meglio dei non addetti ai lavori.

Nel corso del 2012 ho posto a duecento consulenti le dieci domande seguenti:

- ➔ Nel 1896 l'indice più importante delle Borse, il Dow Jones della Borsa americana era a 40 punti. Alla fine del 1998 era a 9,181. Il Dow Jones è un indice del valore dei principali titoli e non include i dividendi (cioè quello che i titoli azionari rendono ogni anno). Quale sarebbe stato il valore del Dow Jones nel 1998 se ogni anno, a partire dal 1896, i dividendi fossero stati reinvestiti?
- ➔ Quanti chilometri è lungo il fiume Po?
- ➔ Qual è stato il fatturato di Unicredit del 2002?
- ➔ Quanti abitanti risiedono nelle isole che formano Venezia e nell'isola del Lido?
- ➔ In quale anno Leonardo da Vinci ha dipinto Monna Lisa, detta anche Gioconda?
- ➔ Quanti Stati indipendenti c'erano alla fine del 2000?
- ➔ Di quante ossa è formato il corpo umano adulto?

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

- ➔ Quanti soldati sono morti nel 1916 durante la battaglia della Somme?
- ➔ Quanti transistor ci sono nel microprocessore Pentium 4?
- ➔ Il MIB storico, cioè l'indice della Borsa italiana, valeva 20.185 il 30 gennaio 2004. Quanto valeva il 02 gennaio 1975?

Prima di leggere (e di proiettare sullo schermo) le domande, ho detto ai consulenti, spiegandolo più volte con calma, che non si trattava di fornire la risposta esatta a ogni domanda. Non eravamo a scuola e non aveva senso copiare dal vicino. Il compito non consisteva nell'avvicinarsi alla risposta esatta. Quel che chiedevo era una stima soggettiva della propria ignoranza personale. E questa è diversa da persona a persona. Il compito ovviamente, come tutti quelli degli esperimenti precedenti, era completamente anonimo (non conoscevo la loro calligrafia). Bisognava scrivere per ogni domanda due valori, uno minimo e uno massimo. L'intervallo così definito doveva essere largo tanto da poter essere sicuri al 90% che la risposta esatta cadesse al suo interno.

Facevo sempre, in ogni aula, un esempio, relativo al mio peso, alla mia altezza o alla mia età, per accertarmi di aver comunicato bene il senso del compito. Spiegavo anche che, se per caso conoscevano la risposta esatta, il quesito perdeva senso. Quale senso può avere, per me, stimare la mia data di nascita? È assurdo dire che l'intervallo della stima va dal 26 luglio 1942 al 28 luglio 1942. So di per certo di essere nato il 27 luglio 1942.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Poi spiegavo come ci si poteva comportare se si era sicuri al 90% dell'intervallo di risposta fornito. Per esempio, se avessi chiesto una fiducia del 50%, l'intervallo l'avrebbero dovuto fare più largo o più stretto?

Spiegavo infine che non si era tanto più bravi se si era onesti con se stessi in modo da fornire "intervalli tali da essere sicuri al 90% che la risposta esatta cadesse al suo interno".

Alla fine ripetevo un'ultima volta le consegne lasciandole scritte sulla lavagna luminosa: "Vi prego di scrivere con calma il valore minimo e quello massimo per ciascuna delle 10 domande. La vostra stima soggettiva è al 90% delle probabilità, che la risposta esatta per ciascuna delle dieci domande cada nell'intervallo da voi definito".

A questo punto i consulente eseguivano il compito, scrivendo due numeri a destra di ogni domanda.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Questi due numeri delimitavano l'intervallo soggettivo di ciascuno, quello entro il quale i consulenti si sentivano sicuri al 90% che cadesse la risposta esatta (provate, se avete voglia, a fare anche voi questo compito, scrivendo a matita gli intervalli per ciascuna domanda; ricordatevi, se la domanda vi sembra difficile, che potete fare pure un intervallo largo a piacere).

Se avete fatto l'esercizio, vi svelerò che la media delle risposte che escono dall'intervallo è quattro, e non una come sarebbe corretto.

Questo risultato si è avuto sia nel 2002 che nel 2012, con duecento dei vostri colleghi. E voi, come avete fatto?

Confrontate ora la vostra risposta con le dieci risposte corrette:

- ➔ Il valore del Dow Jones nel 1998 – se ogni anno, a partire dal 1896, i dividendi fossero stati reinvestiti – sarebbe stato di 652.230.
- ➔ Il fiume Po è lungo 652 chilometri.
- ➔ Il fatturato di Unicredit è stato di 10.099 milioni di euro (cioè circa 10 miliardi).
- ➔ Gli abitanti che risiedono nelle isole di Venezia e in quella del Lido sono circa 60.000.
- ➔ Leonardo da Vinci ha dipinto Monna Lisa dal 1503 al 1506.

- ➔ Gli stati indipendenti erano, alla fine del 2000, 191.
- ➔ Le ossa del corpo umano adulto sono 208.
- ➔ Soldati morti durante la battaglia delle Somme sono stati da 1.100.000 a 1.200.000.
- ➔ Nel microprocessore Pentium \$ ci sono 42 milioni di transistor.
- ➔ Il MIB storico valeva esattamente 1.000 punti.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

17 ottobre 2013

Lezione N°55 || LE MISURE DELL'OVERCONFIDENCE, OVVERO LA BALDANZA COGNITIVA

Ricordate l'esercizio della settimana scorsa? Le prestazioni medie da me raccolte sarebbero state calibrate se avessi chiesto una probabilità soggettiva del 60%.

Infatti, se il livello di fiducia impiegato per stabilire ogni intervallo fosse stato veramente del 90%, non si sarebbe dovuto sbagliare più di una risposta, e le persone interpellate ne hanno sbagliate ben di più, in media, quasi quattro. E voi?

Le domande erano dieci, e il 90% di dieci è appunto 9, e 9 avrebbero dovuto essere gli intervalli giusti.

In un solo caso era permesso sbagliare, cioè dare un intervallo in cui non rientrava la risposta esatta.

La tendenza a fare intervalli troppo stretti è indipendente dal tipo di argomenti scelti: potete ripetere la prova con un vostro familiare e domandargli, per esempio, quando è nata la bisnonna, quante finestre ci sono nella casa di campagna di un amico, l'altezza di un parente, il peso della zia, e così via.

Costruitevi il vostro questionario "personale" e provate. Scoprirete che le persone soffrono di quella che è nota, in letteratura, come *overconfidence* e che in lingua italiana potremmo chiamare "eccessiva fiducia in se stessi" oppure, come ho fatto nel mio testo del 2006, *baldanza cognitiva*, in quanto il termine italiano *fiducia* copre due significati: quello di *confidence* (fiducia in se stessi) e quello di *trust* (fiducia nelle cose, nella Borsa, negli altri...).

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Non è neppure corretto tradurre overconfidence con "ottimismo". Infatti, questo concetto si riferisce a una sopravvalutazione, in termini positivi, di qualcosa di esterno a noi (ritengo al 90% che questo pomeriggio smetterà di piovere) e non di interno, quale è il caso delle nostre conoscenze o delle nostre previsioni rispetto alle quali esibiamo overconfidence.

Se un vostro amico si ritiene un esperto, provate a costruire un questionario difficile con dieci domande di finanza, o di qualsiasi argomento di cui si crede esperto.

E poi ripetete un compito come quello mostrato nella lezione della settimana precedente (lezione nr. 54 del 10 ottobre), domandandogli degli intervalli di fiducia con domande del tipo: quante lire valeva, in euro, un franco svizzero o un dollaro cinquant'anni fa, quanto costava andare dal barbiere di quartiere venti anni fa, di quanto è scesa la Borsa italiana dal 1970 al 1975 (il 62,6% in termini reali!) e di quanto nel quinquennio successivo? (il 46%!) e così via.

Scoprirete, ancora una volta, che i presunti esperti, né più né meno come l'uomo della strada, non sanno calibrare la certezza delle conoscenze che pensano di controllare. In sostanza, ritengono di avere certezze maggiori di quelle che hanno. Questo fenomeno è stato ritrovato nelle persone più diverse e nelle culture più diverse.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

In conclusione, ci consideriamo più accurati di quanto sia in realtà (la distinzione tra accuratezza e precisione è molto importante nei rapporti con i clienti, cfr. il mio ultimo libro "Perché gestiamo male i nostri risparmi"). Qui abbiamo a che fare con un'eccessiva baldanza, nel preciso senso che allude al nostro calibro interno, a quella che è la valutazione soggettiva della nostra coscienza/ignoranza.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

24 ottobre 2013

Lezione N°56 || INCERTEZZE E ASPETTATIVE ALTRUI

Il calibro con cui noi ponderiamo la nostra ignoranza, se si tratta di valutazioni sul futuro, si riferisce alla stima che facciamo dell'ordine di grandezza della nostra incertezza circa l'avverarsi di quella previsione.

Si è già visto come le scelte d'investimento avvengano in condizioni di incertezza e, quindi, di rischio. Ovviamente ognuno cerca di far sì che il rischio sia calcolato, in modo da poterlo fronteggiare. Quando i calcoli li fa un individuo, egli è inevitabilmente costretto a basarsi sulla sua esperienza passata e quindi a operare estrapolazioni dal passato in vista di previsioni sul futuro.

E tuttavia i mercati ci sorprendono. Sono stati messi a punto degli indici di sorpresa, anche da Swiss & Global. Da che cosa discendono le sorprese? Se si è sorpresi, vuol dire che ci si aspettava che succedesse qualcosa, non che s'ignorava completamente il futuro.

In campo finanziario le previsioni si basano su due tipi di conoscenze, che tendiamo a mescolare, dato che spesso operiamo con il pensiero implicito, cioè senza renderci ben conto dei meccanismi con cui ragioniamo. Si tratta però, a ben vedere, di due tipi di previsioni concettualmente ben separabili:

- A. il futuro: quello che avverrà nel mondo economico e sui mercati
- B. le aspettative altrui sul futuro: modi con cui gli altri (investitori) reagiranno agli eventi di cui al punto precedente.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Ora, se tendiamo a peccare di overconfidence possiamo essere inclini a essere troppo sicuri delle nostre conoscenze in relazione sia al punto A (il futuro) sia al punto B (le aspettative altrui sul futuro).

L'esperimento di cui si è parlato nelle due lezioni precedenti (Lezione 54 del 10 ottobre e Lezione 55 del 17 ottobre) si riferisce ad una incertezza del primo tipo (A). È facile scoprire e, soprattutto, misurare, il fatto che chi crede di sapere l'ordine di grandezza di un certo tipo di valutazioni, e l'ordine di grandezza delle reazioni altrui, può peccare di overconfidence in entrambe le direzioni.

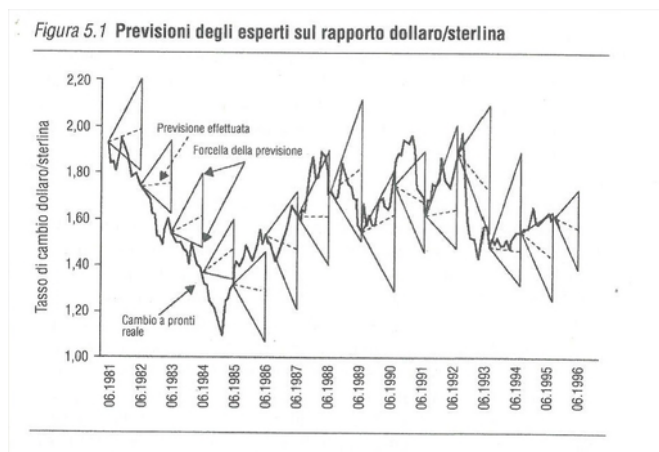
Non sempre essere esperti di un dato campo riduce l'overconfidence. Nel campo finanziario, al contrario la accentua. Si vedano, per esempio, in figura 5.1, le previsioni dei 40 maggiori esperti della piazza di Londra sul rapporto dollaro/sterlina nel periodo che va dal 1981 al 1996.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

La figura è interessante perché, a differenza dell'esercizio e degli esempi finora fatti, si riferisce a un calibro applicato in condizioni realistiche: quello utilizzato dai super-esperti londinesi del settore in rapporto a stime di valori futuri. Potete constatare che l'overconfidence non si attenua, anzi si accentua.



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

31 ottobre 2013

Lezione N°57 || SICUREZZA IN NOI STESSI E SICUREZZA TRASMESSA AI CLIENTI

La consulenza finanziaria è un tipo di consulenza ben diversa dalle altre. Non solo l'esperto deve essere relativamente sicuro di quel che fa sul portafoglio del cliente, ma deve anche trasmettere sicurezza al cliente stesso.

Le due cose non coincidono necessariamente. In genere quando si diventa esperti, in molti campi, l'overconfidence diminuisce perché se ne sono viste tante.

Si tratta in particolare di quei tipi di consulenza in cui veniamo puniti duramente dalle conseguenze di questo meccanismo, e cioè dare al cliente previsioni più sicure rispetto a quelle che siamo legittimati a fare.

Per esempio, i trivellatori di pozzi di petrolio sono sottoposti ad analisi costi-benefici dei tentativi fatti (sono costosi!), e dei successi ottenuti.

Questo rapporto è facilmente quantificabile, e noi impariamo a poco a poco ad essere perfettamente calibrati.

Nella vita, in generale, questi sono casi rari. Per i nostri scopi dobbiamo domandarci: che senso ha questa tendenza della mente umana? Se nel campo della consulenza finanziaria è fuorviante, lo è anche altrove? In altre parole, se tutti siamo un po' indulgenti con noi stessi, e pecchiamo di overconfidence, qual è l'origine di questo vizio, modesto e perdonabile se praticato in dosi modiche?

In primo luogo, va ricordato che questa tendenza ci rende più sicuri, aumenta l'autostima nella misura in cui riduce soggettivamente la nostra incertezza.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

In un mondo ostile e incerto, quello in cui si è evoluta la mente umana, l'overconfidence ci spingeva all'intraprendenza e all'audacia (oggi diremmo "imprenditorialità").

Questa inclinazione alla sicurezza, propedeutica all'azione rischiosa, di cui sottovalutiamo il pericolo.

Intere banche hanno vacillato per l'overconfidence di un singolo operatore. Ricordate per esempio il caso di Société Générale?

Jérôme Kerviel è diventato addirittura oggetto di un libro: in lui c'era sovra-fiducia da parte della banca, e lui, a sua volta, aveva acquisito una fiducia eccessiva nelle sue capacità.

Anche nel mondo odierno, non il mondo dei cacciatori-raccoglitori che ha plasmato la mente umana, vedere la "vie en rose", con gli occhi dell' overconfidence, rivela una realtà che ci riserva più sorprese, più imprevisti, insomma un mondo più divertente e meno piatto.

In terzo luogo, questa distorsione, beninteso in forme lievi, ci rende più sicuri di noi stessi se svolgiamo quella forma speciale di consulenza che è la consulenza finanziaria. Ci trasforma in consulenti che instaurano una migliore relazione con il cliente.

Certo, come ho già detto, l'overconfidence può divenire, se eccessiva, una trappola micidiale.

Considerate, per esempio, il caso delle IPO (Initial Public Offering), e cioè le matricole che vengono messe per la prima volta sul mercato. Come mai, si domanda Marco Liera, l'esperto del Sole-24Ore, ci si attende spesso di guadagnare con certezza aderendo alle IPO?

Questo è un classico caso di overconfidence, tanto più forte quanto più asimmetrie sono presenti negli sbarchi sui listini.

Di un nuovo titolo si sa solo quello che ci dice chi lo vuol vendere e noi dobbiamo (vogliamo?) credergli.

In realtà i dati aggregati non confortano tale overconfidence.

Nei collocamenti su Piazza Affari, dal 1999 a oggi, la maggioranza delle società quotano, dopo un anno, sotto il prezzo di IPO.

L'altro aspetto cruciale, forse il più interessante dal punto di vista della consulenza finanziaria, emerge quando, dalle risposte individuali, si passa alla risposta collettiva.

Come si fa?

Provate ad aggregare gli intervalli di chi ha partecipato all'esperimento e a costruire la risposta media.

L'intervallo medio, ottenuto facendo la media degli intervalli forniti dai singoli membri di una classe di trenta consulenti, è pressoché imbattibile dalla maggioranza delle singole persone che hanno fatto l'esercizio in aula. Mentre in ogni aula, composta di circa venti consulenti, la media degli errori individuali va da 3 a 4, se costruite l'intervallo medio dell'aula ottenete quel calibro esatto di cui nessuno di per sé è fornito. Non è vero che, in una classe, metà fa meglio e metà fa peggio della media. Non siamo a scuola. In questo esercizio gli errori individuali si compensano nella prestazione collettiva (il che a scuola e nei quiz non succede). Se, per esempio, una persona stima la lunghezza del Po da 600 a 640, e un'altra da 700 a 750, aggregando i due intervalli sbagliati se ne ottiene uno giusto.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



E' un meccanismo assai semplice quello che fa sì che la risposta media, che emerge da una sorta di mercato dell'incertezza, sia molto più precisa delle risposte fornite dalla grande maggioranza di chi partecipa..

Questo fenomeno, per l'appunto fenomenale, è incomprensibile ai clienti. Questi tendono a giudicare sempre quello che è l'andamento del loro portafoglio, come se non ci fosse null'altro al mondo.

E quindi sfugge loro che l'incertezza, una volta aggregata, è inferiore a quella del singolo operatore, ad esempio il loro consulente. In altre parole, si confrontano due entità incommensurabili, senza rendersene conto.

I clienti, anche se hanno un portafoglio ben diversificato, rimpiangono talvolta di non averlo "diversificato male", mettendo nel portafoglio solo quello che, a posteriori, ha subito più incrementi. Meccanismo mentale molto umano, troppo umano!



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

7 novembre 2013

Lezione N°58 || DI CHI È IL MERITO QUANDO LE COSE VANNO BENE E LE COLPE QUANDO VANNO MALE?

Walter Riolfi sul Sole24Ore di sabato 3 novembre 2013 racconta come Paul Singer, fondatore di Elliot Management, un sofisticato hedge fund di New York, sia disperato: "Il suo fondo guadagna poco di questi tempi e l'ultimo dei piccoli investitori, comprandosi un Etf sull'indice, fa di gran lunga meglio" (p. 30). Ma chi ha la memoria lunga ricorda che anche nel 1999-2000 e nel 2006-2008 qualsiasi piccolo investitore poteva far meglio dei grandi nomi della finanza: bastava comprare senza farsi problemi. Nel 1999-2000 e nel 2006-2008 si erano inventate delle teorie per giustificare gli scostamenti esuberanti rispetto alle media storica dei rapporti p/u. Oggi invece ci si limita a sperare che la Fed continui a rinviare il temuto "tapering", parola ignorata dai più fino a qualche mese fa (la sua origine è collegata al termine inglese antico *candela*, e allude allo spegnersi graduale, cioè all'affievolirsi della luce di una candela quando sta per finire: di qui il significato attuale di "riduzione graduale").

Come mai le persone non imparano mai? Perché attribuiscono, nei momenti di euforia, i guadagni alle loro abilità e, quando le cose vanno poi male, incolpano presunte cause esterne e non ricorrono al più ovvio meccanismo di "regressione verso la media"? Lo stesso meccanismo che li aveva prima beneficiati. Questa risposta va collegata a quello che gli psicologi chiamano errore fondamentale di attribuzione. Esso consiste in una semplice asimmetria. Noi tendiamo a sopravvalutare, nello spiegare il comportamento altrui, le

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

doti e le caratteristiche permanenti delle persone e sottovalutiamo il peso delle circostanze in cui queste persone si sono trovate ad agire. In realtà, se cambia il contesto, cambia anche il comportamento. In particolare, quando le cose vanno bene attribuiamo a noi il merito, cioè alle nostre doti e abilità. Si tratta di attributi per lo più permanenti e stabili. Quando invece le cose vanno male, la colpa è degli altri, degli eventi esterni, di fattori imprevedibili e al di fuori del nostro controllo.

Questa capacità di trovare capri espiatori esterni ci rende meno infelici e più sicuri di noi stessi. E così, molte volte, finisce poi effettivamente per far andare meglio le cose. Morale: l'errore fondamentale di attribuzione, cioè il prendersi più meriti di quelli che sarebbe statisticamente corretto fare, è un errore che ci fa del bene, una sorta di placebo, meglio un'illusione benefica, secondo la distinzione che ho spiegato molte volte. E tuttavia questa "comoda" asimmetria può sfociare in alcuni abbagli.

Il nostro rapporto con la Borsa è un buon esempio di tali abbagli. Consideriamo il periodo dal dicembre 1996 al giugno 1997, in cui la Borsa americana e tedesca salirono di circa del 30%. In questo periodo era facile sentirsi bravi. Gli esperti tendevano ad attribuire il buon andamento dei portafogli alle loro personali conoscenze e abilità. Ma le cose stavano veramente così? Di chi era in realtà il merito?

Un'interessante ricerca di Borges e di altri ricercatori appartenenti al gruppo di Gigerenzer, uno psicologo che dirige il centro Max Planck di Berlino, ci permette di sollevare qualche dubbio, come mostreremo nella lezione della prossima settimana. Per ora limitiamoci, ancora una volta, a sottolineare l'importanza del non fare di testa nostra e la convenienza di rivolgersi a un esperto.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

14 novembre 2013

Lezione N°59 || CHE COSA STA SUCCEDENDO SULLA BORSA STATUNITENSE?

Molte volte ho ricordato che la difficoltà a usare spontaneamente una corretta strategia di diversificazione è attribuibile principalmente al fatto che noi siamo vittime di quella che Kahneman ha chiamato "euristica della disponibilità" (availability, cfr. nel testo del 2011, ora tradotto in italiano, anche il concetto di availability cascade, cioè il contagio innescato da ciò di cui tutti parlano: il cap. 12 del saggio è tutto dedicato a questa euristica). Noi cioè tendiamo ad acquistare quello che conosciamo e che riconosciamo. Questa tendenza spiega perché il 90% dei risparmi dei nostri compatrioti è investito in Italia (e non per patriottismo, purtroppo. Cfr. i dettagli sul mio libro dedicato alla Gestione dei Risparmi, Mulino, 2013). E veniamo all'esperimento di Borges e colleghi.

Essi hanno controllato l'impiego dell'euristica della disponibilità, basata sulla semplice capacità di riconoscere qualcosa come già noto e conosciuto (il termine euristica sta a indicare una regola approssimativa ma efficace e si contrappone ad "algoritmo", cioè alle procedure di calcolo che conducono a una risposta esatta).

I ricercatori hanno cominciato a domandare a 480 tedeschi e americani, metà esperti e metà profani, i nomi delle società che riconoscevano a partire da liste con i 500 titoli americani e i 300 titoli tedeschi più trattati. Sono state così raccolte le percentuali di riconoscimento: per esempio 14 aziende tedesche sono state riconosciute da tutti (100%), 33 dal 90%, e così via. Sono stati infine costruiti dei portafogli in base alle società nazionali e internazionali più conosciute.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



A partire dalla data di partenza della prova, nel 1996, i ricercatori tedeschi hanno cominciato a seguire i portafogli costruiti con la tecnica del riconoscimento confrontandoli con:

- ➔ L'andamento delle azioni che non erano state riconosciute da almeno il 10% degli intervistati;
- ➔ Gli indici di mercato;
- ➔ I fondi di investimento del settore;
- ➔ Un portafoglio composto a caso.

L'ordine da 1 a 4 è anche l'ordine del successo delle varie strategie nei momenti di euforia dei mercati. Le persone esperte, intervistate poi da Borges, erano inclini a spiegare i risultati ottenuti con la loro preparazione (citando, in particolare, il supporto degli analisti e la conseguente capacità di scelta dei titoli). Probabilmente non avrebbero sospettato che il sapere ingenuo dei profani, basato su una semplice strategia di riconoscimento dei titoli, cioè sulla loro popolarità, avrebbe fatto altrettanto bene. La spiegazione non è così stupefacente. In un mercato euforico, in cui gli inesperti sono la maggioranza, i titoli più noti sono quelli che vanno meglio perché sono quelli preferiti dai profani. Gli inesperti e i neofiti, utilizzando la "ingenua" strategia del riconoscimento, possono fare altrettanto bene dei gestori dei fondi (cfr. commento di Paul Singer nella lezione precedente). Infatti, come nel beauty contest keynesiano, quel che è cruciale è la capacità di anticipare i gusti altrui. Molti, per lo più profani di Borsa, si erano lanciati in un mercato effervescente, com'era quello della prima metà del 1996, sia negli Stati Uniti che in Germania. E tutto ciò ci riporta al mio commento della lezione precedente, quella del 7 novembre.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

E' interessante notare che il meccanismo del contagio dell'euforia sopra descritto funziona fin dal 1928, almeno negli Stati Uniti. Le azioni sono salite negli ultimi due mesi dell'anno nell'82% degli anni in cui erano salite nei precedenti dieci mesi. Questo è avvenuto sempre dal 2009. Il meccanismo è sempre quello del contagio e dello specchio retrovisore: "Le persone che sono uscite dai mercati azionari dal 2009 sentono che hanno perso o stanno perdendo un'occasione e vogliono fare come le altre", così commenta il responsabile di un'importante casa (cfr. Bloomberg: S&P 500 Year-end Momentum, 4.11.2013). In questo periodo, a sentire gli operatori, ogni buona notizia per l'economia è diventata buona anche per la borsa, allo stesso modo che, fino al giorno prima, ogni cattivo dato aveva generato rialzi, perché la Fed sarebbe stata più accomodante (Walter Riolfi, Sole 24Ore, 9.11.2013, p. 34). Ancora una volta gli effetti della overconfidence che non guarda tanto per il sottile! Così si formano le bolle, intese come uno scarto rispetto alla media storica del rapporto p/u.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

21 novembre 2013

Lezione N°60 || IL COSTO DELLA CONSULENZA

Sul supplemento PLUS del Sole 24 Ore di sabato 16 novembre Lucilla Incorvati ricorda che la quota di mercato dei promotori finanziari sul totale del risparmio delle famiglie è solo del 7% (e questo 7% regge il 35% del totale dei fondi comuni). Si badi che il portafoglio medio è passato dai 12 milioni del 2012 ai 13,1 del 2013. Commento finale: "Ora il vero banco di prova è sganciare la remunerazione dal prodotto" (p. 19).

Vorrei a questo proposito fare una riflessione in relazione a questo cosiddetto "banco di prova". Perché non è ovvio che i promotori finanziari siano pagati come un commercialista, un avvocato, un medico o uno psicoanalista? E cioè con una parcella che si somma alla prestazione effettuata in modo del tutto indipendente dalla prestazione stessa, nella fattispecie la gestione dei risparmi? Perché molti promotori vengono, almeno in parte, pagati con una quota dei prodotti finanziari che mettono nei portafogli dei loro clienti?

Io credo che la questione sia resa complessa se non altro dal fatto che affidare i propri risparmi è l'operazione più delicata e intrisa di fiducia che oggi una persona può fare, anche perché che i soldi sono spesso l'ultimo tabù rimasto nella società contemporanea. Non si deve dare per scontato che una relazione di fiducia così stretta e invasiva debba avere un prezzo esplicito, come nei casi precedenti. In effetti, quello che ha molto valore non può sempre avere prezzo, anzi quasi mai lo ha, almeno in modo esplicito. Se la fiducia ha un prezzo esplicito, si corre il rischio che la relazione si corrompa e perda valore. Anche al cliente, insomma, può non

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



piacere monetizzare il rapporto perché così facendo sembra che si tratti di un gioco a somma zero: la parcella del promotore viene sottratta ai risparmi a lui affidati. Questo è molto sbagliato sia per quanto concerne la relazione, sia per quanto concerne la sostanza del rapporto e il suo oggetto: il costo della gestione è comunque irrilevante rispetto a quanto male gli italiani, nel complesso, hanno gestito i loro risparmi (come ho mostrato nel recente testo sui risparmi, Mulino 2013).

Al contrario, l'interesse del consulente, cioè il ritorno del suo lavoro, deve coincidere con l'interesse dei clienti, cioè con la loro soddisfazione. Sullo stesso numero di Plus (p. 9), Luigi Guiso solleva dubbi sul fatto che le banche siano state capaci di gestire bene i risparmi degli italiani. Dato che di certo hanno storicamente avuto più responsabilità di altri attori, è difficile dubitare delle sue conclusioni. Ma io credo che il nodo teorico di fondo resti la tensione tra una relazione fondata sul valore, un valore importante, e una relazione fondata sui prezzi. A questo proposito desidero raccontarvi una storia successa anni fa. Essa dimostra che il dare un prezzo a un servizio mai pagato prima crea nuove possibilità e cambia per sempre una relazione. A Haifa, in Israele, i genitori indaffarati tendevano a prelevare in ritardo i bambini dagli asili nido, costringendo il personale ad aspettare. Allora le autorità vararono un esperimento. In sei asili fu introdotta una multa per i genitori ritardatari, mentre negli altri asili tutto rimase come prima. Il risultato dell'introduzione della multa fu sorprendente, almeno agli occhi delle autorità. Negli asili nei quali era stata introdotta la multa, la percentuale dei genitori in ritardo quasi raddoppiò. Inoltre, aspetto ancora più interessante, quando, in seguito, in quei sei asili la multa fu tolta, il ritardo nei prelievi non diminuì. In altre parole l'introduzione della multa aveva corrotto i

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

Copyright © 2013 Swiss & Global Asset Management SA – tutti i diritti riservati



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

genitori, legittimando i comportamenti di quelli ritardatari. La sacralità del prelievo puntuale dei figli era stata infranta per sempre.

Tutto ciò deve indurci a essere prudenti nel rendere esplicito il prezzo di qualche cosa che viene considerato come un valore: nel caso dei risparmi questo passaggio comporta il pericolo che il cliente impreparato si limiti a rivolgersi al consulente più economico. Il cliente non sempre è in grado di valutare le prestazioni, e quindi la tentazione di ancorarsi ai prezzi può essere molto forte. Alla luce di queste considerazioni prevedo che il risparmio affidato ai promotori, e sottratto alle banche, supererà ben presto quel ridotto 7% di cui parla Incurvati. Storicamente le banche e l'investimento immobiliare sono stati gli avversari da sempre dei risparmi affidati ai promotori. E tuttavia oggi questi avversari sono in cattive acque.

I SOLDI IN TESTA

28 novembre 2013

Lezione N°61 || LA RELAZIONE DI CONSULENZA E IL GATTOPARDO

Nella mia ultima lezione ho trattato il tema del costo della consulenza. Ho cercato di mostrare che quando una persona affida la gestione dei suoi risparmi, spesso frutto di fatiche, a un consulente/promotore, in breve tempo si crea un rapporto di fiducia che va ben oltre la semplice prestazione di un esperto. Essendo, nel frattempo, andato a Palermo, voglio raccontarvi la lezione che ho tenuto al L@B Swiss & Global che si è svolto lì, un omaggio al più noto romanzo scritto da un siciliano. Sto parlando del Gattopardo, una storia scritta da Giuseppe Tomasi di Lampedusa che si colloca negli anni della spedizione dei Mille e della riunificazione "savoiarda" del paese, come la definisce spregiativamente Ciccio Tumeo, compagno di caccia del principe.

Cercherò di prendere spunto da questo romanzo per commentare i tre lati del mio, anzi del vostro, triangolo: consulente-cliente-portafoglio.

Partiamo dal primo lato, quello della relazione reciproca tra consulente e cliente. Ovviamente questa relazione presuppone, come minimo, una buona educazione. Ecco che cosa capita all'arrivista Sedàra, il suocero di Tancredi, fascinosa nipote prediletta del principe. Il neo-ricco Sedàra, frequentando suo genero:

"... si avvide che buona parte di questo fascino scaturiva dalle buone maniere e si rese conto di quanto un uomo beneducato sia piacevole, perché in fondo non è altro che qualcheduno che elimina le manifestazioni sempre sgradevoli di tanta parte della

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



condizione umana, e che esercita una specie di profittevole altruismo” (per le citazioni, rimando all’edizione originale del Gattopardo, edita da Feltrinelli, 1958, p. 165).

Il **profittevole altruismo** mi sembra la definizione più sintetica ed efficace che io abbia mai trovato nella letteratura, che frequento da quarant’anni, se si vuole descrivere quello che lega un consulente al suo cliente, e viceversa. Questi, da solo, non saprebbe gestire i suoi risparmi (anche se la maggioranza delle persone non se ne rende conto), per i motivi che noi ben conosciamo e che ho riassunto nel mio ultimo saggio sul risparmio. Ed è proprio perché si tratta di altruismo, per quanto profittevole, che la relazione assurge, col passare del tempo a un valore di fiducia reciproca che è irriducibile a un prezzo, punto questo su cui mi sono già soffermato (cfr. lezione 60 del 21.11.13).

Veniamo ora allo specifico di questa relazione. Ovviamente, dato che abbiamo a che fare con i soldi, è caratterizzata da onestà reciproca:

“Don Onofrio Rotolo era una delle rare persone stimate dal Principe, e forse la sola che non lo avesse mai derubato. L’onestà sua confinava con la mania, e di essa si narravano episodi spettacolosi, come quello del bicchierino di rosolio lasciato semipieno dalla principessa al momento della partenza, e ritrovato un anno dopo nell’identico posto col contenuto evaporato”(p. 81).



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l’Università Ca’ Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell’Innovation Board della Fondazione Università Ca’ Foscari.

Ecco: l’onestà non basta, un buon consulente avrebbe evitato che il rosolio evaporasse! Un buon consulente dovrebbe cercare di spiegare, con il dovuto tatto, soprattutto a conoscenti e amici dei suoi clienti, che loro non sono perfetti nella gestione dei loro risparmi. Questo lo si evince da quanto male sono diversificati i risparmi dei nostri compatrioti, almeno nel complesso (90% vincolato all’Italia, 2/3 in immobili). Come mai solo il 7% dei risparmi viene affidato a un consulente preparato? Anche a tale quesito si risponde, almeno indirettamente, nella ricca storia del Gattopardo. Lo vedremo nella lezione di giovedì prossimo.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un’offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell’attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all’esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell’andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

5 dicembre 2013

Lezione N°62 || FINANZA CLASSICA E FINANZA COM- PORTAMENTALE NEL GATTOPARDO

Le persone per solito hanno una vanità e un orgoglio che è più forte dei loro limiti cognitivi ed emotivi: se sono state capaci di fare i soldi saranno pur capaci anche di gestirli! Proprio come i siciliani, archetipo degli italiani. E così questa presunzione fa sì che chi non ha un consulente non sa di averne bisogno, in quanto crede di essere in grado di fare da solo, un gestore capace, se non proprio perfetto:

"... i Siciliani non vorranno mai migliorare per la semplice ragione che credono di essere perfetti; la loro vanità è più forte della loro miseria; ogni intromissione di estranei sconvolge il loro vaneggiare di raggiunta compiutezza" (p. 217). Lo scopo della finanza comportamentale, e non di quella classica, è proprio quello di riuscire a far evaporare la vanità, intervenendo sui suoi effetti (la cattiva gestione). Non è facile, perché bisogna ammettere che altri farebbero meglio di noi. Non basta insomma l'onestà e la correttezza della relazione, cliente-consulente, bisogna anche che si capisca come vanno le cose. Nel Gattopardo un punto saliente è quando il principe si accorge che Ciccio Tumeo ha visto più in là di lui, ha capito come stanno in realtà le cose:

"Ma adesso provava anche una specie di ammirazione per lui, e nel fondo, proprio nel fondo della sua altera coscienza, una voce chiedeva se per caso don Ciccio non si fosse comportato più signorilmente del Principe di Salina" (p. 139).

Passiamo adesso al lato destro del triangolo, quello collegato alla finanza classica, e alla necessità di diversificare il portafoglio in modo esperto (e non a occhio). Anche questo c'è nel Gattopardo, meglio ci sono i danni della mancata diversificazione nella

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



riproduzione, proprio secondo il paradigma darwiniano, come ho cercato di mostrare nel mio libro sui risparmi: "... in quegli anni la frequenza di matrimoni tra cugini, dettati da pigrizia sessuale e da calcoli terrieri, la poca varietà nell'alimentazione e l'abbondanza di amidacei ... avevano riempito i salotti di una turba di ragazzine incredibilmente basse, inverosimilmente olivastre, insopportabilmente ciangottanti" (p. 261). I danni della mancata diversificazione si accompagnano a un'esaltazione dei calcoli, della precisione, dei ragionamenti matematici che sono propri della finanza classica, una disciplina basata su ciò che sui tempi lunghi è sempre prevedibile e ripetibile. E' facile fare un'analogia tra gli angeli della finanza classica, rivolta più a presunti angeli che a uomini. Angeli perché smisurata è la loro razionalità, serenità e preveggenza, proprio come quando si calcola il moto degli astri nei cieli: "L'anima del principe si slanciò verso di loro, verso le intangibili, irraggiungibili, quelle che donavano gioia senza poter nulla pretendere in cambio, come tante altre volte fantasticò di potersi trovare in quelle gelide distese, puro intelletto armato di un taccuino per calcoli: per calcoli difficilissimi, ma che sarebbero tornati sempre ... Lontano, onnipotenti, e nello stesso tempo tanto docili ai suoi calcoli" (p. 104). E poi, nel Gattopardo c'è l'asimmetria tra il piacere dei guadagni e il dolore delle perdite, un'asimmetria tanto forte da stravolgere la vita di Concetta, una delle figlie del principe, che, per orgoglio e cecità, perde in un attimo il sogno della sua vita, Tancredi, e rovina la sua esistenza. Tale asimmetria colpisce anche il principe in punto di morte, come vedremo tra poco. Infine c'è il senno di poi, quando il voto cancella la fiducia nel nuovo regime e, soprattutto, l'overconfidence, l'eccesso di fiducia nella propria capacità di conoscere e capire il mondo. Essa si manifesta quando la classe dirigente aristocratica pensa che nulla sarebbe cambiato. In conclusione la finanza comportamentale non è lo studio di un particolare aspetto, del tutto particolare, della nostra esistenza, quello dedicato alla



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

gestione dei risparmi. Al contrario è un insieme di leggi e principi psicologici che si possono anche applicare alla vita economica, ma che caratterizzano il nostro essere umani. E ancora una volta possiamo mostrare che per capire i limiti umani nella gestione dei risparmi basta analizzare la natura proprio di noi, esseri umani, la pasta di cui siamo fatti. La finanza classica non è la descrizione della razionalità umana ma una pura astrazione, proprio come i calcoli matematici che tanto piacevano al Gattopardo. Quei calcoli che il principe fa anche in punto di morte: Faceva il bilancio consuntivo della sua vita, voleva raggranellare fuori dall'immenso mucchio di cenere delle passività le pagliuzze dei momenti felici. Eccoli: due settimane prima del matrimonio, sei settimane dopo ... molte ore in osservatorio, assorto nell'astrazione dei calcoli e nell'inseguimento dell'irraggiungibile ... Il suo cervello non dipanava più il semplice calcolo: tre mesi, venti giorni, sei per otto ... $\sqrt{840.000}$... inutile sforzarsi a contare. "Ho settantatré anni, all'ingrosso ne avrò vissuto, veramente vissuto un totale di due ... tre al massimo" (p. 294-6).

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

12 dicembre 2013

Lezione N°63 || LE EMOZIONI RIGUARDANO SOLO LE PERSONE?

Avrete notato che da alcuni mesi il supplemento PLUS24, che esce ogni sabato assieme al quotidiano *IlSole24Ore*, pubblica una rubrica intitolata SENTIMENT, cioè sentimento nel senso di stato d'animo, umore. Parlare di stato d'animo dei mercati è una vecchia usanza anglosassone, dove è consueto dire che il mercato è allegro, triste, speranzoso, ottimista. Per esempio il PLUS di sabato 7 dicembre parla di "sufficiente ottimismo" e del fatto che un solo indicatore, tra i sette presi in considerazione, mostra un livello di paura (p. 27). Quando, per semplicità, io traccio il mio triangolo consulente-cliente-portafoglio, lo faccio per illustrare le attività di un promotore. Tali attività ovviamente hanno a che fare con le emozioni:

- ➔ hanno a che fare con le emozioni nel rapporto tra il consulente e cliente, nel senso che il ruolo del consulente non è solo gestire il portafoglio ma anche le emozioni del cliente;
- ➔ hanno a che fare con le emozioni quando il cliente, se è solo, viene preso dalle emozioni e fa scelte sconsiderate, non dettate dalla razionalità che, in molti casi, è contro-intuitiva;
- ➔ infine, come ho accennato in apertura, anche il mercato nel suo complesso può comportarsi in modo emotivo, di qui la rubrica settimanale di PLUS e tante altre misure del "sentiment" del mercato.

Per molti decenni, di fronte agli errori dei singoli investitori, e alle anomalie dei dati aggregati, si è pensato che le persone fossero razionali (nel senso economico) ma che, di fronte a determinate situazioni, si emozionassero. Le emozioni le obnubilavano e le

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



portavano fuori strada. In questa teoria c'è del vero, ma non solo nei casi limite, quando perdiamo la testa e non ci controlliamo più (avete presente quando vi arrabbiate veramente?). Ma non è una teoria che spiega in generale il ruolo delle nostre emozioni, tanto meno nelle decisioni di investimento che in genere, anche presso i neofiti, sono ponderate e non impulsive, dettate cioè da un sentimento o un'emozione passeggera. A parte il fatto che, se le emozioni ci facessero sempre del male, portandoci lontano dalla retta via, l'evoluzione della specie umana le avrebbe eliminate, nulla ci vieterebbe di supporre che le emozioni fanno bene il loro lavoro tranne quando abbiamo a che fare con decisioni di investimento. Questo pregiudizio è diffuso. Ed è tanto forte che Hersh Shefrin, l'autore nel 1999 del primo manuale che copre tutta la finanza comportamentale, scelse questo titolo: Al di là dell'avidità e della paura: capire la finanza comportamentale e la psicologia degli investimenti. Se uno psicologo fosse maligno, potrebbe pensare che questo pregiudizio salva la finanza classica, invece di spedirla nel mondo degli angeli, esseri per l'appunto privi di emozioni. Ma le emozioni di Shefrin riguardano il singolo investitore e non il mercato nel suo complesso, come nel caso della rubrica di PLUS. E' possibile che il mercato nel suo complesso provi emozioni oppure questa è solo una scorciatoia per dire che l'umore degli investitori, nel suo complesso, è di un certo tipo? Quando diciamo che una folla è impazzita non intendiamo dire che i singoli membri di una folla sono pazzi ma alludiamo al fenomeno di contagio che influenza gli individui che fanno parte della folla. In quanto individui singoli, avrebbero caratteristiche diverse dalla folla. Per rispondere a tali quesiti, tratterò, nella prossima lezione, la teoria ingenua delle emozioni, e cioè il modo con cui i non addetti ai lavori pensano che funzionino le emozioni.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

19 dicembre 2013

Lezione N°64 || IL TACCUINO DI GREENSPAN E LE EMOZIONI DEL MERCATO

Nella lezione precedente ci siamo chiesti se è possibile parlare di emozioni del mercato. Si tratta semplicemente di uno stratagemma linguistico per designare in modo sintetico alcuni indicatori che si potrebbero esprimere più direttamente come rapporti, medie, volumi e scarti, come nel caso dei sette indicatori di Plus? Oppure sono qualcosa di più?

Secondo Alan Greenspan, nel suo recente saggio "The Map and the Territory. Risk, Human Nature and the Future of Forecasting" (Allen Lane 2013, Londra), la risposta è qualcosa di più, nel senso che i mercati sono governati da contagi emotivi e che "negli oltre sei decenni di interesse attivo in materia ho incontrato pochi metodi di previsione dei prezzi azionari sostanzialmente di successo". Greenspan si limita a dire che ci sono momenti di esuberanza (irrazionale, cioè emotiva) e momenti di depressione e che, sui tempi lunghi, si torna comunque sulle medie storiche, proprio come sostiene il premio Nobel dell'economia di quest'anno, Robert Shiller.

Ma se le emozioni giocano questo ruolo di innesco dei contagi irrazionali, come concepisce Greenspan il ruolo delle emozioni in tali contagi? Egli accetta la concezione tipica della nostra cultura sul funzionamento delle emozioni. Essa è riassumibile in questa sequenza:

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

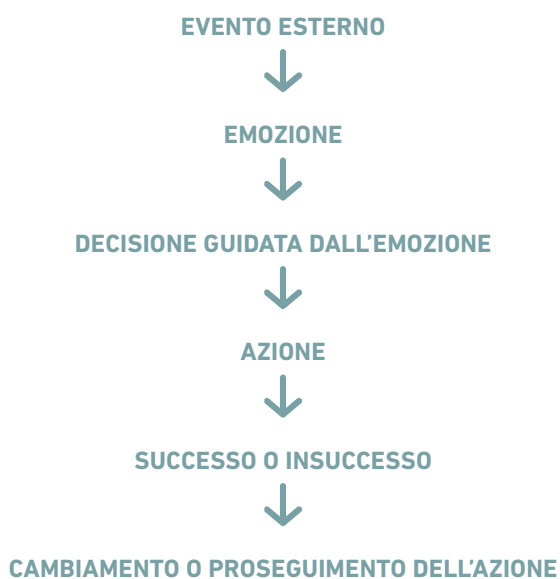
Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Ogni fase innesca la successiva: succede qualcosa, suscita in noi un'emozione, l'emozione innesca una decisione che si traduce in un'azione. Tale azione va bene o male (successo o insuccesso). Se va bene, procediamo nella stessa direzione, se va male, nasce un'emozione negativa che ci fa cambiare rotta. Questo modello spiega quello che Greenspan chiama il "Jessel effect", riferendosi a coloro che speculano in borsa a prezzi crescenti, arricchendosi come il giovane Jessel che continua a comprare finché non ordina al suo agente di vendere. "A chi?" risponde il broker. Questo paradosso, ricordato da Greenspan, si spiega con la tendenza a proseguire un'azione fino a quando si rivela di successo: di qui le crisi improvvise. Lo schema delle emozioni come sviamento e

turbativa è molto forte nella cultura popolare. Il ruolo delle emozioni è addotto come giustificazione dei nostri errori: siamo meno colpevoli se siamo meno responsabili, se le nostre emozioni ci hanno catturato e portato fuori strada rispetto a quando facciamo una scelta ponderata e deliberata. Le ricerche sulle emozioni e sulle loro basi neuro-fisiologiche hanno mostrato che questa concezione ingenua, per quanto spontanea e diffusa, è infondata, come vedremo nella prossima lezione (cfr. anche il manuale di Legrenzi, Papagno, Umiltà, Mulino 2012).

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

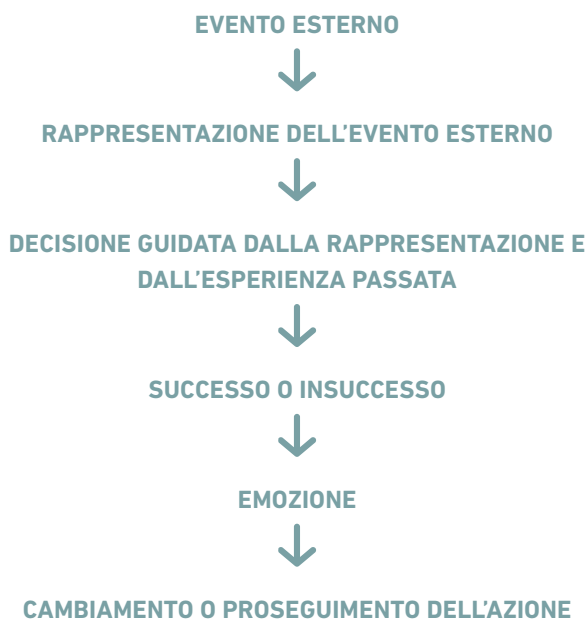
I SOLDI IN TESTA

23 dicembre 2013

Lezione N°65 || IL RUOLO DELLE EMOZIONI IN FINANZA

Nella lezione precedente ci siamo chiesti se è possibile parlare di emozioni del mercato nel suo complesso. Rispetto allo schema indicato nella lezione precedente, dobbiamo correggere la sequenza.

LA SEQUENZA CORRETTA È LA SEGUENTE:



LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



In questa sequenza le emozioni mediano tra l'esito delle azioni precedenti e i programmi d'azione successivi. Incanalano così le nostre azioni verso il successo grazie a un processo di correzione graduale e hanno quindi un ruolo positivo di adattamento all'ambiente. In sintesi, le emozioni sono la conseguenza delle decisioni e non la loro causa. Solo così si può rendere conto dei fenomeni collettivi di cui parla Greenspan nel suo recente saggio, e dei meccanismi presupposti da una rubrica sul SENTIMENT del mercato come quella di PLUS (cfr. lezione nr. 63 del 12 dicembre).

Nel caso della psicologia degli investimenti, per decenni il ruolo delle emozioni è stato frainteso, più che sopravvalutato. Sono importantissime, ma non sono loro a innescare tutto il processo. Il mix basato su "esperti -> finanza classica + inesperti -> errori da emozioni" è stato utilizzato per spiegare troppe cose. Dato che è difficile misurare sia le emozioni personali sia quelle collettive, si credeva, a posteriori, di poter spiegare tutto. Se i cosiddetti errori sono illusioni sistematiche, come mai riusciamo a correggerli, se riusciamo? E come mai raramente riusciamo per tempo, come sottolinea Greenspan? Si manifestano, infatti, sotto forma di deviazioni lunghe e persistenti dai criteri della razionalità economica. Emergono causando anomalie nelle serie storiche di dati aggregati. Non sono, insomma, meccanismi erratici e frammentari, ma si ripetono e conducono sempre nelle stesse direzioni. Solo lo schema precedente rende conto correttamente del ruolo delle emozioni sui mercati.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

2 gennaio 2014

Lezione N°66 || IL MERCATO NON HA RIMPIANTI, SOLO I SINGOLI INVESTITORI LI HANNO.

Nelle tre lezioni precedenti abbiamo parlato dell'ultimo saggio di Greenspan e delle cosiddette "emozioni del mercato". Per capire bene la natura queste di emozioni, come l'ottimismo e il pessimismo, le più fondamentali emozioni collettive, prodotte dai contagi e, a loro volta, produttrici di bolle, tali emozioni collettive vanno tenute distinte da quelle emozioni che solo un investitore singolo può provare. Queste emozioni innescano i rimproveri irrazionali fatti ai propri consulenti, che fungono da parafulmine rispetto a quelle emozioni irrazionali che presuppongono che il passato sia modificabile.

Partiamo da un esempio banale:

Avete giocato al lotto gli stessi numeri, ogni settimana per un mese. Non sorprendentemente, non avete vinto. Un amico vi suggerisce una serie diversa di numeri. Cambiate i numeri? La probabilità che vincano i nuovi numeri è la stessa dei vostri vecchi numeri (il lotto non ha memoria). Quello che decidete può però innescare due tipi di rimpianti diversi.

Il rimpianto può sorgere in voi nel caso in cui continuate a giocare i numeri vecchi e, per caso, i numeri nuovi, suggeriti dall'amico, siano proprio quelli che escono. Questo è un rimpianto da omissione: non avete fatto un'azione che avreste potuto fare (è il tipo di rimpianto più frequente). Per provare **rimpianto da omissione** si deve essere capaci della seguente sequenza di operazioni cognitive:

- ➔ Avere una memoria degli eventi passati;
- ➔ Costruire con l'immaginazione un passato alternativo;
- ➔ Inserire nel passato alternativo un'azione che sarebbe stata effettuabile (cioè sotto il nostro controllo), ma che purtroppo non abbiamo fatto;

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

- ➔ Simulare le conseguenze di quell'azione se l'avessimo fatta;
- ➔ Scoprire che le conseguenze della simulazione avrebbero poi condotto a uno stato di cose migliore rispetto a quello verificatosi nella nostra vita effettiva;
- ➔ Provare rimpianto per non aver fatto quell'azione: sentimento caratterizzato dal dolore per aver perso un'occasione che forse non si ripeterà (sentimento diverso dal rimorso riconducibile al senso di colpa per un'azione cattiva fatta e che non riusciamo a dimenticare).

Una sequenza abbastanza complessa.

Nell'esempio precedente potrebbe, altrettanto casualmente, succedere che voi passiate ai nuovi numeri e che i vecchi vincano: ecco un **rimpianto da commissione**, innescato dall'aver fatto un'azione. Sorge spontaneo pensare: " Sarebbe bastato continuare come si è fatto prima senza cambiare nulla e ...". Nel secondo caso il rimpianto è più forte che nel primo caso: avevate fatto un investimento cognitivo ed emotivo nella scelta iniziale. L'avete buttato via e, per di più, vi è andata male! Ecco che entra in campo il consulente per mitigare tale rimpianto, a posteriori irrazionale. Si è provato a chiedere a campioni di persone che cosa rimpiangessero di più.

La maggioranza delle risposte si concentra su azioni che non sono state fatte:

- ➔ Aver perso opportunità formative o professionali;
- ➔ Incapacità di cogliere un'occasione importante;
- ➔ Non aver dedicato abbastanza tempo alla famiglia e agli amici;
- ➔ Aver tralasciato delle relazioni;
- ➔ Non aver dedicato sforzi sufficienti a

E così via. Rare sono invece le cose che si sono fatte e che si rimpiange di aver fatto (frequente è invece l'azione cattiva commessa in passato e di cui, successivamente, proviamo rimorso). Il rimpianto funziona con questo meccanismo: tende a concentrarsi sulle cose che non abbiamo fatto e che pur erano sotto il nostro controllo (nel senso che riteniamo che avremmo potuto farle). La morale è che ci facciano meno male con il rimpianto da omissione che quello da commissione. Il primo è preferito al secondo. Evitare rimpianti troppo dolorosi e andare orgogliosi per quel che si è fatto è atteggiamento sano, che ci rende felici e sicuri di noi stessi. Che rapporto c'è tra i diversi tipi di rimpianto e le decisioni di investimento?



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Cercando di rispondere a questa domanda Shefrin e Statman hanno scoperto quello che hanno chiamato l'effetto disposizione (di cui parlo nel mio saggio sulla GESTIONE DEI RISPARMI).

Che cosa sia l'effetto disposizione lo si capisce già dal titolo del famoso articolo dei due studiosi: "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence" (l'essere inclini a vendere troppo presto i titoli vincenti – cioè quelli saliti rispetto a quando noi li abbiamo comprati – e a cavalcare troppo a lungo i perdenti – quelli che sono scesi rispetto al momento del nostro acquisto). Tra i primi, Ferris, Haugen e Makhija hanno cercato di controllare e analizzare l'effetto disposizione, già individuato da Shefrin e Statman. Hanno misurato il livello di vendite e di acquisti per ogni titolo, determinando statisticamente quello che poteva venir considerato un livello normale. Hanno poi esaminato i volumi di vendite per ogni titolo americano dal 1981 al gennaio 1985 e li hanno raggruppati in diverse categorie in funzione delle percentuali di guadagno o di perdita. Hanno infine confrontato queste categorie con i volumi di vendita di ciascun titolo e hanno scoperto che c'era un'anomala, eccessiva, volume di vendita per i titoli che in un periodo immediatamente precedente avevano guadagnato, mentre non venivano venduti quelli che avevano perso (tratto a fondo questa problematica nei miei libri, cui rimando per un approfondimento).

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

9 gennaio 2014

Lezione N°67 || PERCHÉ È IMPORTANTE LA RELAZIONE CON IL CONSULENTE: SOLO COSÌ È POSSIBILE EVITARE I PARADOSSI DEL RIMPIANTO

Uno dei motivi per cui è talvolta molto vantaggioso affidare i propri risparmi a un consulente è proprio il fatto che solo così è possibile evitare la terribile trappola dei rimpianti, che sono poi l'ostacolo più forte a un'accettazione serena di una strategia di diversificazione. Strategia che, a sua volta, discende dall'accettazione dell'incertezza del futuro e dalla necessità di prevenirla.

Provate a immaginare una situazione in cui il vostro cliente decida, insieme a voi, di investire in un titolo che sembra assai promettente. Per fare questo deve vendere il titolo A oppure il titolo B, che sono entrambi già in suo possesso, e che sono stati acquistati nello stesso momento. Nel frattempo, il titolo A ha guadagnato il 20% da quando è stato comprato. Il titolo B ha invece perso il 20% da quando è stato comprato. E' indifferente vendere uno dei due? Quale dei due il vostro cliente preferirebbe vendere? Sulla base di quale criterio? Quello che è successo in passato, oppure quello che succederà in futuro? Insomma un criterio "personale" o un criterio basato sullo sviluppo dei mercati e di un'analisi comparata di quei due titoli?

Le domande sono qui formulate in modo secco e impersonale, per evitare che il consulente, preso dal suo orgoglio professionale, coinvolga il cliente raccontandogli altre informazioni utili per decidere, al di là dei prezzi (cosa che sarebbe peraltro, nella vita reale, più che plausibile). Insomma se sapete soltanto che A e B in passato sono, rispettivamente, saliti e discesi di prezzo, e se

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

la domanda è proiettata su quello che tende a fare un cliente-tipo, nessun consulente esita a dare la risposta: la grandissima maggioranza dei clienti agirà secondo il cosiddetto effetto disposizione. Di conseguenza il cliente-tipo preferisce vendere A, indipendentemente dalle prospettive future di A e di B, solo cioè alla luce di quello che è avvenuto a lui, nel suo passato, decidendo in base ai "suoi" prezzi d'acquisto.

Tutto ciò sembra banale, ma non lo è. Non lo è perché l'effetto disposizione chiama, a sua volta, in gioco il rimpianto. E' questa emozione che farà sì che il cliente venderà più volentieri A. Dell'acquisto di A, come investitori, siete orgogliosi: avevate fatto la scelta giusta. Se invece vi trovaste a dover vendere B, inevitabilmente si proverà del rimpianto, innescato dal fatto che una scelta precedente si è rivelata purtroppo sbagliata. Orgoglio, rimpianto e speranza, insomma pregiudizi e emozioni, vincolano le scelte del risparmiatore, se non coadiuvato dal consulente (un consulente spiegherebbe che è il futuro che conta, il futuro di A e di B, e non il prezzo d'acquisto di quello specifico cliente).

E la catena purtroppo non è finita. Se provate rimpianto perché una delle scelte del passato si è rivelata infelice, questo tipo d'emozione costituisce un grosso ostacolo ad accettare la diversificazione. La strategia di diversificazione, per funzionare bene, deve contemplare proprio che ci siano in futuro, all'interno di un portafoglio ben differenziato, variazioni non correlate. In parole povere che alcuni investimenti vadano meglio di altri. Di conseguenza la diversificazione implica per definizione rimpianti. Le cose stanno sempre così? E sempre possibile una diversificazione ottimale? Purtroppo non sempre. Le tre grandi fonti di diversificazione sono i mercati monetari, quelli obbligazionari e quelli azionari, distribuiti per paese e per valute. Ora alcuni esperti, come Ewen Cameron Watt sul Financial Times di martedì 19 dicembre 2013 (p. 24), temono che in futuro, quando il cosiddetto quantitative easing cesserà del tutto, (per ora è solo passato da 85 a 75 miliardi al mese), queste variabili potrebbero perdere nel contempo di valore, come è successo nel periodo maggio-giugno del 2013. Questo è un punto sottolineato anche dall'Economist del 30 novembre 2013, in una più ampia analisi degli scarsi rendimenti degli hedge funds negli ultimi tre anni. L'Economist sostiene che la programmazione dei computer volta a sfruttare i trend di mercato non funziona perché le svolte



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

sono determinate da decisioni politiche dei banchieri centrali e dei governi, e sono quindi imprevedibili in termini di trend e tendenze "storiche". Non sappiamo se l'analisi sia corretta, fatto sta che la filosofia degli hedge da tre anni non ha funzionato. Ecco una ragione in più per stare calmi con una buona diversificazione. Ma qui ritorna il paradosso del rimpianto: anche se il non addetto ai lavori non lo sa, una buona diversificazione ci mette nelle condizioni di poter provare rimpianti. Vuol dire che una parte del portafoglio è andata bene, e una è invece andata meno bene: di qui il rimpianto per non aver puntato di più su quella specifica componente del portafoglio che è andata meglio. Ma quando sia il comparto delle obbligazioni che quello delle azioni vanno male, il rimpianto "differenziale", basato cioè sulle differenze tra gli andamenti, purtroppo si riduce. Resta la malinconia, o meglio, il rimpianto per non aver messo tutto il nostro gruzzolo sul mercato monetario (che, di questi tempi, ben che vada, compensa a stento l'inflazione). Un'emozione inutile, non costruttiva, e che mina la fiducia in noi stessi. Solo la relazione con il consulente può salvarci.

I SOLDI IN TESTA

16 gennaio 2014

Lezione N°68 || PERCHÉ È IMPORTANTE LA RELAZIONE CON IL CONSULENTE: EFFETTO DISPOSIZIONE E RIMPIANTI

Nella lezione precedente ho ricordato come azioni e obbligazioni abbiano variato in modo decorrelato dal 2009 fino alla fine del 2013, se prendiamo come riferimento per le azioni l'indice americano S&P500 e, per le obbligazioni, i titoli del tesoro decennali americani. Questa "sfasatura" ha caratterizzato anche le crisi del 2001 e del 2008, quando le obbligazioni hanno fatto da cuscinetto, hanno cioè ammortizzato le discese violente della maggior parte delle componenti azionarie di un portafoglio articolato (cfr. Economist, 21 dicembre 2013, p. 98). Ecco i vantaggi di una buona diversificazione.

Ovviamente lo stimolo monetario della Federal Reserve non durerà per sempre. E dopo? Dopo ci muoveremo in territori nuovi, non esplorati prima, e non saremo quindi guidati più che tanto dall'esperienza passata. Ricorderemo indubbiamente l'anno che è appena terminato, il 2013, come l'anno delle azioni, anche perché se guardiamo il rapporto prezzi/utigli, vediamo che il numeratore (prezzi) è cresciuto molto più in fretta del denominatore (utigli). Quindi i prezzi sono cresciuti in proporzione molto più degli utigli. E anche questo non durerà per sempre, a meno d'incappare in una mega-bolla. Sui tempi lunghi, comunque, si torna alle medie storiche: ma ci vuole molta pazienza! Secondo l'Economist del 21 Dicembre (p.98), dopo un 2013 anno "per eccellenza" delle azioni, il 2014 potrebbe riservarci sorprese, dato che il rapporto prezzi/utigli, aggiustato per il ciclo, è di circa 25. Storicamente comprare azioni con un p/e pari o superiore a 25 non ha dato grandi frutti nel decennio successivo.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Quello che i consulenti devono ricordare nei loro rapporti con i clienti è il funzionamento della testa della maggioranza dei clienti, e cioè la loro difficoltà ad accettare il concetto di diversificazione e, quindi, ad accettare la necessità, anzi l'opportunità, di rimpianti, almeno per una minoranza delle fette di cui è costituita la torta del portafoglio.

Molte misurazioni – facili da fare in finanza perché tutto è quantificabile grazie a informazioni chiare, almeno in relazione al passato – hanno mostrato che il comportamento della maggioranza dei clienti, a fronte di variazioni all'interno di portafogli diversificati, è psicologicamente comprensibile, ma razionalmente non sempre giustificabile. I titoli su cui il singolo e specifico cliente ha guadagnato in passato, possono continuare a salire, mentre quelli in perdita non necessariamente si rifanno. Già Lewellen, Scharlbaum e Lease (1979) avevano notato la tendenza dei risparmiatori a non diversificare bene, e a non affidarsi a esperti, tendenza che poi verrà attribuita all'effetto disposizione (cfr. lezioni precedenti).

Lo studio classico, il più noto e citato, è stato condotto da Terrence Odean, che ha esaminato diecimila transizioni di clienti di una famosa casa di brokeraggio dal 1987 al 1993. Per ogni vendita Odean ha computato la quantità di guadagno o di perdita arrecata al portafoglio del cliente, scoprendo che quando gli investitori si disfano dei winner (i titoli che stanno guadagnando), la vendita rappresenta il 23% dei guadagni totali del portafoglio. Invece le vendite dei loser (i titoli su cui stanno perdendo) corrispondono soltanto al 15,5% delle perdite teoriche del portafoglio, cioè di perdite subite sulla carta ma non ancora realizzate. In conclusione, gli investitori sono per il 50% più inclini a vendere un winner rispetto a un loser.

L'effetto disposizione, avendo radici psicologiche e non finanziarie, non è limitato al comportamento degli investitori in Borsa. Per esempio, i prezzi delle case a Boston sono saliti di più del 150% dal 1982 al 1989, per poi perdere il 50% nei successivi quattro anni. Quelli che avevano comprato una casa ai picchi del mercato, vincolavano l'agenzia a prezzi di vendita più alti, in media di un terzo, rispetto a coloro che non l'avevano comprata ai picchi. Queste richieste erano volte a evitare di innescare rimpianti. Chi non era in queste condizioni, e anzi poteva gioire



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

del presunto orgoglio di un acquisto oculato (fortunato), suggeriva all'agenzia dei prezzi più realistici. Riusciva così assai più spesso a portare a termine la vendita della casa. I primi, più o meno consapevolmente, desideravano evitare il rimpianto, e finivano per tirare per le lunghe. Si trovavano così spesso costretti a una vendita a un prezzo ancor più basso rispetto a chi aveva concluso la vendita più rapidamente. Lo stesso sta avvenendo in questi ultimi anni sul mercato delle case residenziali nella città dove abito, Venezia, e suppongo in molte altre città italiane.

Questo fenomeno di inerzia psicologica, di vincolo irrazionale a quello che ci è successo in passato, e che oggi è ormai imm modificabile, risulta evidente dal fatto che i tempi necessari a concludere una vendita si sono molto allungati. I mercati sono diversi, ma la mente umana funziona sempre allo stesso modo. E gli ingredienti per fare le ricette sono sempre i medesimi: rimpianto, gioia, incertezza ed effetto disposizione. Con questi ingredienti è difficile preparare la torta della diversificazione, ancora più difficile, se l'abbiamo preparata bene, evitare poi i rimpianti. Attenuarli è il compito del consulente, se è riuscito a stabilire una buona relazione. La buona relazione è cruciale: solo lei permette di superare questi ostacoli! Il ragionamento e la riflessione non sono quasi mai sufficienti. Relazione, relazione, relazione.

I SOLDI IN TESTA

23 gennaio 2014

Lezione N°69 || UN OSTACOLO PER IL CONSULENTE: L'ECESSO DI EMOZIONI CHE I CLIENTI PROVANO E PROIETTANO FUORI DI SE

Tempo fa ho parlato nella nozione di "sentimento del mercato", quasi che il mercato provasse emozioni. In un Plus che ho letto recentemente, il supplemento del Sole24Ore di sabato 21 dicembre 2013, si parla di "umore alterno". Di chi è questo umore alterno? Del mercato o degli investitori, e non è forse la stessa cosa? Per rispondere a questa domanda, proviamo a consultare il sito INVESTOPEDIA.

Ecco la definizione che troviamo: Market sentiment is the feeling or tone of a market (la sensazione o il tono del mercato), or its crowd psychology (o la sua psicologia della folla), as revealed through the activity and price movement of the securities traded in that market (così come si rivela attraverso i movimenti dei prezzi). For example, rising prices would indicate a bullish market sentiment (i prezzi che salgono indicano un mercato "toro"), while falling prices would indicate a bearish market sentiment (un sentimento di mercato "orso"). Market sentiment is not always based on fundamentals.

L'ultima frase è cruciale perché ci dice che il "sentiment" del mercato può non coincidere con i fondamentali del mercato.

Ecco la spiegazione della genesi delle bolle al ribasso e al rialzo, cioè ecco dove va individuata l'origine degli scostamenti profondi e relativamente duraturi rispetto alle medie storiche. Certo, questi scostamenti sui tempi lunghi si riassorbono, come ha dimostrato il premio Nobel dell'Economia di quest'anno, Robert Shiller.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca' Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.

Ma sono tempi troppo lunghi per la pazienza e la perseveranza di molti risparmiatori, anche perché i risparmiatori privi di consulente risentono di quello che loro stessi hanno personalmente deciso di fare, e non solo degli andamenti dei mercati.

Un semplice esempio:

Provate a confrontare due amici, Tizio e Caio che hanno la stessa quantità di risparmi e che, nel corso dello stesso periodo, si trovano in queste condizioni:

- Tizio: ha investito tutto sul titolo A. Dopo aver perso circa il 10% passa al titolo B, che a sua volta perde circa il 10%. Il titolo A, nel frattempo, perde anche lui circa un altro 10%. Alla fine Tizio ha perso in totale il 20%.
- Caio: ha investito tutto sul titolo A. Se lo tiene. Perde anche lui, alla fine, esattamente tanto quanto ha perso in totale Tizio.

Entrambi partono dallo stesso punto di partenza e si ritrovano nello stesso identico punto di arrivo. Chi sarà più contrariato? L'intuizione della maggioranza dei consulenti è che sarà più seccato Tizio. La sua perdita dipende da una sua decisione personale, e non dall'inerzia, e il rimpianto per commissione (per aver fatto qualcosa) ferisce di più di quello per omissione (per non aver fatto niente). Come si spiega questa differenza?

L'origine psicologica della differenza sta nella nozione di controllo. Tizio ha, per così dire, agito più di Caio. Ha fatto due scelte, invece di una, perché cercava di tenere gli eventi sotto controllo. Caio, più fatalista o pigro, non ha fatto nulla, e prova così meno rimpianti.

Quanto più l'impatto di qualcosa di negativo può essere attribuito a eventi che sono fuori dal nostro controllo, tanto più la forza dell'impatto si riduce.

Per esempio, se il portafoglio che abbiamo costruito perde in un mercato che è calante, noi tendiamo ad attribuire il nostro male a una sfortuna comune. Se invece la stessa perdita, sempre relativa al nostro portafoglio, avviene in un mercato crescente, il nostro disagio è maggiore.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Noi insomma non siamo felici o infelici in assoluto, sulla base dello stock totale dei nostri averi (teoria del portafoglio). E non lo siamo nemmeno in funzione di quello che abbiamo guadagnato o di quello che abbiamo perso. Infatti siamo influenzati da quello che abbiamo fatto, e anche da quello che avremmo potuto fare. Ecco perché è bene avere un consulente che guarderà il nostro portafoglio con occhi più distaccati e lavorerà per il bene del portafoglio, e non solo per la tranquillità dei nostri stati d'animo. Ma solo lui potrà garantircelo questa tranquillità, grazie alla relazione che avrà con noi.

I SOLDI IN TESTA

30 gennaio 2014

Lezione N°70 || LA RELAZIONE CON IL CONSULENTE COME PARAFULMINE

Nella lezione precedente ho mostrato che quanto più l'impatto di qualcosa di negativo può essere attribuito a eventi che sono fuori dal nostro controllo, tanto più la forza dell'impatto si riduce. Questa tendenza ad attribuire gli eventi negativi non alle nostre scelte ma agli eventi esterni è collegata alla nostra preferenza a concepire il mercato come dotato di "sentimenti", punto che abbiamo già toccato nelle due lezioni precedenti. Quando diciamo che il mercato è euforico, intendiamo dire qualcosa di più del fatto che gli indicatori che esprimono i comportamenti e le scelte delle persone, e quindi i prezzi, sono di un certo tipo.

Fritz Heider e Marianne Simmel, nel 1944, fecero un esperimento geniale. Disegnarono dei fotogrammi in modo da costruire un film dove si muovevano due triangoli, uno grande e uno piccolo, e un cerchietto. Queste tre figure si muovevano in modo tale da far pensare che il triangolo grande era cattivo, e voleva impedire al triangolo piccolo e al cerchietto di stare bene insieme. Il triangolo grande prima rincorre e colpisce quello piccolo, che poi si accompagna al cerchietto, cercando di sfuggire a quello cattivo. Entrambi sembrano una coppia, pacifica, che non desidera altro che stare insieme, come due innamorati. (provate a guardare:

<http://www.youtube.com/watch?v=sZBKer6PMtM>

per la teoria, cfr.

<http://www.all-about-psychology.com/fritz-heider.html>)

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Perché questo esperimento è geniale? Perché ha mostrato che noi non proiettiamo soltanto sentimenti nei mercati finanziari (dove, dopo tutto, agiscono persone in carne e ossa), ma persino in quadratini e triangoli che si muovono su uno schermo. Soltanto il tipo di movimento, il fatto che alcune figure rincorrono e colpiscano altre figure, ci fa dire che ci sono dei buoni e dei cattivi, dei violenti e dei pacifici, proprio come in un cartone animato dove i personaggi sono semplici figure geometriche. Che cosa sta dietro questa nostra tendenza ad attribuire carattere e personalità permanenti non solo alle persone, ma a tutto ciò che si muove intorno a noi, anche se ovviamente si tratta di entità inanimate, come i prezzi dei titoli, i quadrati e i triangoli?

Il grande vantaggio di attribuire una mente ed emozioni a entità di per sé inanimate consiste nell'eliminare incertezza. Se ci facciamo l'idea che il mercato è, per conto suo, "toro", che il triangolo è "cattivo", allora ci aspettiamo, almeno fino a quando non cambiano le circostanze, che il mercato agirà come un toro, cioè in modo euforico e violento, e il triangolo come un essere cattivo, che vuol fare del male ai cerchietti. E' il mercato che è "toro", e il mercato è qualcosa di più della somma delle azioni fatte dai singoli operatori.

Il beneficio che abbiamo nel proiettare menti, personalità e sentimenti a ciò che si muove fuori di noi è che, in questo modo, il mondo diventa più prevedibile e quindi controllabile da noi stessi. E' come se gli altri "per natura" fossero fatti in un certo modo. Se sono fatti in quel modo, allora devono, per così dire comportarsi in quel modo: è la loro natura!

Ecco che siamo tornati al punto di partenza: per sconfiggere l'incertezza facciamo di tutto pur di rendere, almeno sul breve termine, il mondo prevedibile. E questa ricerca della prevedibilità spiega anche perché noi tendiamo ad attribuire a noi stessi, e non al mondo esterno, quello che succede. Basti pensare che tendiamo a risalire sempre a noi stessi, e non ad attribuire ai mercati gli esiti delle nostre scelte di investimento. Torniamo di nuovo ai rimpianti, e all'importanza di avere una relazione con un consulente, così da poter ammortizzare sentimenti che altrimenti ci fanno sentire in colpa e ci fanno star male. Una semplice dimostrazione:



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Due persone, nelle stesse identiche condizioni, con lo stesso punto di partenza P e di arrivo A, possono essere felici o infelici a seconda **dell'ipotesi contro fattuale** sulle loro possibili scelte d'investimento del passato:

- Tizio: se avessi fatto A invece di P, adesso le cose andrebbero meglio e quindi ...
- Caio: se avessi fatto B invece di P, adesso le cose andrebbero peggio e quindi ...

Questo meccanismo di soddisfazione o di insoddisfazione, non in termini assoluti, ma rispetto a un determinato punto di riferimento personale, si spiega con la tendenza a personalizzare le cose, a ricondurle a noi stessi. Questa tendenza auto-referenziale è spesso perniciosa, porta a rimpianti, infelicità e quindi distacco dai nostri investimenti. Il distacco da ciò che ci fa soffrire è l'esito più pernicioso per i nostri risparmi: preferiamo non pensarci più. Qui è l'origine dell'importanza di un consulente che agirà proprio come un parafulmine.

Nota storica: Benjamin Franklin scoprì che quando un fulmine, che non è altro che una scarica elettrica, colpisce un oggetto, lo attraversa soltanto per una parte: bisognava quindi pensare a qualcosa che attirasse il fulmine e ne disperdesse la forza per mezzo di un percorso obbligato. Un consulente ha la stessa funzione nell'attrarre e nel disperdere le scariche emotive perniciose del suo cliente.

I SOLDI IN TESTA

6 febbraio 2014

Lezione N°71 || LA RELAZIONE CON IL CLIENTE E I BILANCI MENTALI I

Il 2 gennaio 2014 vengo a sapere che Warren Buffett, con il suo fondo, nell'ultimo quinquennio ha avuto una crescita, tutto compreso, di una percentuale non superiore all'80%. L'indice S&P 500, nello stesso periodo, ha avuto un incremento del 128%. Molte volte, quando illustro tutte le difficoltà che un buon consulente incontra con un cliente, anche preparato, cercando di spiegare la diversificazione e tutte le sue conseguenze (che abbiamo visto nelle ultime lezioni, in primis il rimpianto), viene menzionato il caso di Warren Buffet. Una sorta di contro-prova ai miei pressanti inviti alla diversificazione?

L'esperto di Omaha, nel Nebraska, ha cominciato quarant'anni fa e da allora, per ben 7 quinquenni, ha battuto l'indice. Non nell'ultimo quinquennio. Perché viene qui ricordata l'esperienza di Warren Buffett? Perché lui non diversifica nel senso tradizionale del termine. Compra quote cospicue di aziende o il controllo di intere società e scommette sul fatto che, mediamente, quelle società facciano meglio dell'indice, magari in seguito a interventi nella gestione. Come si è visto alla luce dei risultati dell'ultimo quinquennio, non è detto che questo assunto sia sempre valido, e necessariamente si traduca in una strategia sempre vincente. Ma ha vinto in ben 7 quinquenni su 8, direte voi. Vi sembra assai improbabile che una cosa che capita 7 volte su 8 sia successa per tutte queste volte per puro caso. Vi sembra più opportuno dire che: è molto bravo, tant'è vero che solo in un caso su 8 non ha battuto l'indice. E tuttavia, invece di focalizzarvi, a posteriori, sui risultati ottenuti Warren Buffett, provate a

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

cambiare prospettiva (e cercate di farla mutare anche ai vostri clienti, se e quando vi assillano con questi esempi).

Proviamo a considerare il caso di Warren Buffett non come un caso singolo ma come un fondo tra i tanti, seguito da uno dei numerosi gestori specializzati. Con una stima molto prudente possiamo dire che negli USA ci sono circa cinquemila fondi paragonabili al suo. Considerate una sequenza di 8 periodi di tempo, abbastanza lunghi, per esempio otto anni consecutivi. Ora immaginate di lanciare una moneta per 8 volte di fila. L'uscita di "testa" corrisponde a un periodo in cui il gestore ha battuto l'indice, per esempio, relativo a un anno. Se lanciate molte volte 5mila monete per 8 volte di fila, avrete sui tempi lunghi 16 casi su 5mila in cui esce "testa" per tutte le otto volte di seguito. Risultato puramente statistico (anche se questo risultato non è sempre intuitivo. Immaginate di gettare del riso a caso su 5mila piastrelle: ho trattato a lungo questo esempio nel mio testo sul Risparmio, Mulino 2013). Quindi, sui tempi lunghi, dovrete aspettarvi, riferendosi a una distribuzione statistica casuale, che ci siano 16 gestori che riescono a battere l'indice per otto periodi consecutivi, poniamo otto anni.

Ovviamente è molto difficile ragionare in questi termini, perché noi vediamo le cose a posteriori, con il senno di poi, e ci concentriamo sul gestore di successo, quello che stiamo esaminando, in questo caso Warren Buffett, o quello cui abbiamo affidato i nostri risparmi. E questo confronto lo faremo ancora una volta a coppie, per esempio tra un gestore e il benchmark, oppure tra due gestori, e non sullo sfondo di tutte le possibilità teoriche generate dai 5mila gestori esistenti, ma a noi sconosciuti. In altre parole, quando facciamo confronti di questo tipo, ci basiamo su due casi, o comunque su pochi casi. E tuttavia, anche basandosi su due casi, il confronto tra il fondo di Buffett e il benchmark, non è il confronto tra due entità omogenee.

Da uno studio appena pubblicato dal NBER (Cambridge) risulta che Buffett opera sul mercato con una leva media di 1,6. Questo vuol dire, in parole povere, che 100 dollari investiti muovono titoli per 160 dollari (cfr. PLUS24, 4.1.2014, p. 15). Quindi il suo fondo imbarca più rischio del benchmark (e si spiega così la differenza, nell'ultimo quinquennio, tra 80% e 128%: la leva amplifica scelte giuste e scelte sbagliate, i risultati nel corso di quinquenni buoni e nel corso di quinquenni cattivi). Un consulente deve avere



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

questo argomento pronto, quando i clienti gli ricordano Buffett et similia. Avere una buona relazione con il cliente implica anche saper rispondere alle sue argomentazioni.

Se ci fate caso, il "ragionare a posteriori", concentrandoci su pochi casi rispetto a quelli teoricamente possibili, è proprio la stessa strategia che innesca il rimpianto in un portafoglio che è stato ben diversificato e che, necessariamente, non è andato bene in una delle sue componenti. E' una strategia che giudica ora, in questo momento, il presente e il futuro alla luce di quello che è successo prima, nel passato. Inoltre, di questo passato, ci si concentra su alcuni casi, non su tutti i casi che teoricamente sarebbero stati possibili (spesso ci si concentra su un solo caso: quello che abbiamo sotto gli occhi!).

Tale modo di pensare, e quindi di emozionarsi, è reso molto convincente dal fatto che noi, avendo già diversificati i risparmi, esaminiamo e controlliamo l'andamento una fetta alla volta, fetta per fetta della torta, con la strategia che viene chiamata dei "bilanci mentali". E cioè, così come facciamo nei bilanci domestici, e in tutte le altre scelte di vita, affrontiamo una cosa alla volta, come ci insegnavano, in passato, nell'economia domestica o nel fare programmi e bilanci personali. Il consulente deve avere pazienza di fronte a questa reazione molto popolare e spontanea. Solo la relazione di fiducia può aiutarlo. Tornerò su questo argomento nella prossima lezione.

I SOLDI IN TESTA

13 febbraio 2014

Lezione N°72 || LA RELAZIONE CON IL CLIENTE E I BILANCI MENTALI II

Torno sulla questione dei bilanci mentali affrontata nella lezione precedente. Questi ci sono molto spesso d'aiuto, ma non nella gestione dei nostri risparmi. In effetti, i modi ingenui di ragionare sulla probabilità a posteriori sono insidiosi, per quanto spontanei, e possono minare la relazione con il cliente. Ho dedicato molti anni di studio a questo problema (l'articolo Naive Probability è il secondo lavoro più citato su Google Scholar, tra quelli a cui ho partecipato). Anche se solo da pochi anni, abbiamo fatto passi da gigante nel capire i modi di pensare e di emozionarsi delle persone di fronte all'incertezza. E tuttavia l'intuizione di come funziona il rapporto tra possibilità, fatti, rimpianti, e bilanci mentali non è del tutto nuova. Vorrei qui citare un passo tratto da un classico giallo di Nero Wolfe. Nel romanzo Troppi clienti, del 1960 (trad. it. 1961, p. 96, almeno nell'originale che posseggo), nel capitolo 11, l'investigatore Nero Wolfe ha insegnato al suo assistente Archie Goodwin a stare in guardia:

"Uno degli scompartimenti più efficienti del cervello è quello che muta le possibilità in probabilità e le probabilità in fatti". E poi, una volta che ci siamo convinti che una cosa è proprio un fatto - e non una delle tante possibilità che si è verificata in quel modo ma che, a priori avrebbe potuto verificarsi in altro modo - noi passiamo all'azione! E tutte le altre possibilità, quelle a cui avremmo potuto e dovuto pensare nel passato, e a cui magari abbiamo anche pensato, nel frattempo sono state dimenticate. Meglio, si sono evaporate, dissolte, non esistono più. Questo modo di pensare è alla base del "senno di poi". Nel mio primo libro di finanza comportamentale, nel 2006 (Psicologia e

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere - che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità - con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

investimenti finanziari, IlSole24Ore), ricordavo come Irving Fisher, celebre economista, avesse scritto nel 1930 un saggio dal titolo allusivo: Il ruolo dell'impazienza nello spendere il reddito e l'opportunità di investirlo (Londra, MacMillan). Fisher, dopo una vita laboriosa, perse tutto nel crollo della Borsa del 1929. Fisher individua nell'atteggiamento speculativo un problema di pure aspettative, indipendentemente dalle caratteristiche dell'oggetto acquistato: il semplice comprare a un prezzo basso nella speranza di vendere a un prezzo più alto. In sintesi – osserva Fisher – lo speculatore non si domanda: " Quanto vale quello che compro? Compro a un prezzo giusto?" ma più semplicemente: "Salirà il prezzo di quello che compro, indipendentemente da quanto sia fondato il suo valore attuale?". Si spiega così come mai siano stati non reputati appetibili, molte volte (cfr. il mio testo del 2006), titoli di aziende quotate in Borsa a prezzi molto più bassi (p/e) rispetto a quando, pochi anni prima, gli stessi titoli venivano comprati a man bassa. E' esattamente quello che è successo anche nell'ultimo triennio, da marzo 2009 a oggi. Solo nell'anno trascorso, il 2013, dopo due anni precedenti di crescita dei mercati (a partire dal marzo 2009), negli Stati Uniti il risparmiatore medio è entrato massicciamente in borsa (ancor di meno e con ancor più ritardo ciò è avvenuto in Italia, purtroppo). Nel complesso gli statunitensi, nel 2013, hanno tolto 67 miliardi di dollari dai fondi obbligazionari e ne hanno messi 21 nei fondi azionari. Ma la maturità acquisita, almeno rispetto ai tempi di Fisher, si dimostra con il fatto che, rispetto ai fondi azionari, sono stati gli ETF a essere i più premiati, con un incremento di 141 miliardi (cfr. Bloomberg, Lu Wang, 30 dicembre 2013). La maggioranza dei risparmiatori statunitensi ha imparato che meno di un terzo dei gestori dei fondi riesce a battere sistematicamente l'indice. Nel mio già citato libro del 2006, ho ricordato come Fisher, quasi un secolo fa, mettesse in guardia il risparmiatore rispetto ai tempi lunghi con cui si manifestano le regolarità storiche, i cosiddetti "ritorni verso la media":

Il risparmio non aiutato dalla fortuna farà, con il passare del tempo, più ricco il risparmiatore. Si deve tuttavia tener conto che il processo è lungo in confronto con chi si assume rischi e, per caso, ha fortuna [...] Ma lo stesso rischio [accompagnato da sfortuna] può trasformare un uomo ricco in povero in pochi anni, e talvolta in pochi giorni. Questa è la prima lezione implicita sulla bontà, sui tempi lunghi, della diversificazione. Si noti che Fisher scriveva ben prima, storicamente, della messa a punto della



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

classica teoria del portafoglio all'inizio degli anni Cinquanta, teoria che da Fisher è solo intuita (non cita il concetto di decorrelazione, ma vi allude). Bloch (Speculation, 1999, in Legrenzi, 2006), in seguito, farà questo commento: Benché, nei migliori dei casi, gli speculatori svolgano un ruolo utile nell'identificare gap e asimmetrie nel mercato, molto più spesso l'orientamento a breve termine, e gli scenari psicologici a esso collegati, determinano un processo che distorce il mercato e conduce periodi protratti di disequilibrio. Tutto ciò ci ricorda gli studi analitici di Shiller, premio Nobel di quest'anno, sui fenomeni di regressione verso la media (il più ovvio è il p/e di circa 15) e queste citazioni, di per sé piuttosto banali, anticipano, a livello intuitivo, la strategia dei bilanci mentali su cui siamo tornati più volte. Immaginiamo di essere un consulente alle prese con un cliente. Se siamo abili, sfruttiamo la tendenza a separare gli investimenti in comparti separati e a ragionare all'interno di bilanci mentali. Soprattutto staremo attenti a fissare gli opportuni sistemi di riferimento su cui stabilire le ancore mentali del nostro cliente, in modo che queste inneschino delle simulazioni mentali che gli arrechino soddisfazione e non insoddisfazione. E' molto importante evitare l'inerzia del suo pensiero, per cui il cliente tende ad accorgersi delle tendenze a fatti già maturi, spesso tardi, e la tendenza a pensare sui fatti avvenuti e non sulle possibilità del passato. Questa propensione a trasformare le possibilità in quello che poi è successo, è accentuata dal considerare il mercato in termini di "sentiment" complessivo di un dato periodo, e non di serie storiche lunghe. Torneremo su questo punto nelle prossime lezioni.

I SOLDI IN TESTA

20 febbraio 2014

Lezione N°73 || IL TRIANGOLO SCALENO: LA RELAZIONE DIVENTA SEMPRE PIÙ CRUCIALE

Tanti e ben noti sono i motivi per cui la relazione con il cliente è rilevante, sempre più rilevante. E tuttavia, di questi tempi, c'è un nuovo motivo sempre più pressante, e tale motivo sposta l'equilibrio, all'interno del famoso triangolo consulente-cliente-portafoglio. Sposta l'equilibrio verso una concezione delle funzioni del consulente come una persona che gestisce una relazione, e non tanto e soltanto come un esperto dei prodotti da mettere in portafoglio. I recenti dati del 2013 confermano questa tendenza verso un triangolo sempre più sbilanciato, meno equilatero. Un triangolo scaleno, in cui la relazione diventerà sempre più importante rispetto a tutti gli altri aspetti coinvolti negli altri due lati del triangolo.

Partiamo da uno di questi lati, e cioè il lato che unisce il consulente al portafoglio e, quindi, la capacità dei gestori dei fondi comuni italiani di battere il benchmark. Diciamo, per semplicità, e in prima approssimazione, che il benchmark corrisponde a un ETF di quella categoria. Ricordate che, nella lezione di giovedì 13 febbraio, avevo citato le scelte degli statunitensi nel corso del 2013: tolti 67 miliardi di dollari dai fondi obbligazionari, messi 21 nei fondi azionari e 141 miliardi negli ETF (cfr. Bloomberg, Lu Wang, 30 dicembre 2013). Ebbene, gli italiani hanno terminato il 2013 trovandosi di fronte a uno scenario in cui:

- 1) sono a disposizione 5mila fondi circa;
- 2) di questi solo 788 sono di diritto italiano;
- 3) di questi 788 fondi, 388 sono flessibili, e quindi privi di benchmark;

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

- 4) dei 470 restanti, solo il 45% ha battuto il benchmark:
- 5) la maggioranza, 90% circa, non ha obbligo alcuno, essendo fondi di diritto estero.

Commento di Grianfranco Ursino (Plus 24, 4.1.14, p. 25):

L'obbligo di confrontarsi con un benchmark, accolto con favore nel 2000, ha via via trovato sempre minor consenso tra le società di gestione sulla scia della manifesta incapacità di batterlo. L'obbligo non è previsto per i fondi di diritto estero e per tutti i fondi flessibili, motivo in più per spingere le case di investimento italiane a lanciare quasi esclusivamente fondi domiciliati in Lussemburgo e Irlanda (in aggiunta alla maggiore facilità di applicazione di commissioni).

Questa riflessione, a seguito del cambiamento di prospettiva rispetto a 13 anni fa, ha un impatto rilevante sull'immagine del consulente agli occhi del cliente. Il ruolo di guida del consulente, e cioè la sua relazione con il cliente, si allarga e diviene sempre più centrale e rilevante. La relazione deve contare più della gestione del portafoglio!

Il consulente si trova a dover affrontare tutto l'arco del benessere del cliente, oltre, soprattutto, a gestire diversificazione e timing. Queste d'altronde si sono rivelate le variabili cruciali, almeno nell'ultimo decennio.

Tratterò separatamente diversificazione e timing.

Partiamo dalla diversificazione. Limitandoci all'ultimo quinquennio, è evidente il grande spazio e la rilevanza che può rivestire il ruolo del consulente come "para-fulmine" e diversificatore del benessere della famiglia media italiana.

Da sempre l'obiettivo del consulente è stato, almeno tradizionalmente e nella maggioranza dei casi, la quota non immobiliare del patrimonio del cliente. Ma questa concezione va riveduta, anzi avrebbe dovuto essere già stata rivista se la relazione consulente-cliente fosse stata buona ed estesa al "benessere complessivo". Pensate agli 8 quinquenni di Warren Buffett e mettetevi nei panni del risparmiatore medio italiano. La ricchezza totale degli italiani è oggi, all'inizio del 2014, di circa 8mila miliardi di euro, tenendo conto che il valore della quota



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

immobiliare tende spesso a venire sovrastimato, dati i tipi di sondaggi con cui viene valutata. Ora, questa quota è sempre salita di valore, almeno a valori nominali (se non reali: all'inizio degli anni novanta è scesa). Più precisamente questo è avvenuto per i primi 7 degli ultimi 8 quinquenni. Nell'ultimo quinquennio è scesa del 10%, anche a valori nominali. E così la più "cieca" famiglia media italiana, anche lei, purtroppo, ha cominciato ad accorgersene. Oggi è più povera di cinque anni fa, proprio perché la componente maggioritaria della ricchezza complessiva delle famiglie è scesa almeno del 10%. È successo qualcosa di simile a quello che è successo al fondo di Buffett: si pensava che dovesse salire per sempre perché era salito in 7 quinquenni su 8. E invece le cose non sono andate così.

Oggi il consulente deve tener presente questa realtà, e cercare di convincere il cliente a fare una diversificazione complessiva del portafoglio. Deve contare sulla sua buona relazione per intaccare una certezza in passato granitica, tenendo presente anche la componente immobiliare, soprattutto quando questa è preponderante.

Tale attenzione è cruciale anche in considerazione del fatto che il risparmiatore italiano ha una buona quota di ricchezza media pregressa, cumulata in passato, ma ha redditi annuali stagnanti. Per esempio, è molto più ricco patrimonialmente della famiglia media tedesca o britannica, ma ha un reddito inferiore e tendenzialmente stabile, se non decrescente. Quindi, anche in funzione della prossima generazione, il consulente deve avere

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



una prospettiva complessiva e a lungo termine. Deve inoltre prendere in considerazione il fatto che, per la parte non immobiliare, e cioè circa 3.500 miliardi, abbiamo quasi 1000 miliardi congelati in depositi bancari e postali. E' evidente che questa è una forma più o meno consapevole di investimento, dato che l'ammontare eccede le necessità del servizio alla quotidianità.

Queste risorse sono inchiodate, e la loro origine risiede proprio nel non rivolgersi a un consulente e, di conseguenza, alla scarsa propensione e inclinazione a diversificare. Tenendo queste somme liquide si pensa che si è aperti a tutte le possibilità. Il ragionamento tipico è il seguente: " ... per ora questi soldi li tengo sul conto ... poi si vedrà". Ma questa inerzia non ha nulla a che fare con la diversificazione. Tale ragionamento discende anche dall'essere paralizzati dall'incertezza e dal non capire, appunto, che l'incertezza va battuta con la diversificazione e non con il procrastinare le scelte. Esaurito il tema (inesauribile) della diversificazione, la prossima settimana ci dedicheremo al timing, cioè a come, con quali strategie d'entrata e uscita, l'italiano medio entra e esce dai mercati.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

27 febbraio 2014

Lezione N°74 || LE EMOZIONI DEL MERCATO, LE EMOZIONI DEL CLIENTE, LE NON-EMOZIONI DEL CONSULENTE

Molta finanza comportamentale si basa sugli esperimenti condotti in laboratorio dagli economisti e dagli psicologi. Ma siamo sicuri che fuori dal laboratorio le persone si comportino nello stesso modo? Gli economisti vogliono che chi partecipa a un esperimento venga pagato, per avvicinare la sua situazione a quelle della vita vera e propria dove gli incentivi sono reali. E tuttavia, nel caso dei risparmi e degli investimenti, sono in gioco cifre molto più ingenti dei consueti pagamenti nei laboratori alla fine degli esperimenti. Questa differenza di ordine di grandezza fa la differenza? Per fortuna possiamo considerare le miriadi dei comportamenti dei diversi investitori come il comportamento di una sola ipotetica persona, un teorico "risparmiatore aggregato", e andare a vedere se ritroviamo regolarità nei comportamenti di questa persona inventata, che rappresenta l'andamento del mercato nel suo complesso (come quando studiamo un gas, e non il comportamento delle singole molecole, per esempio in $pV=rt$).

Come abbiamo già detto, quando i giornali parlano di "sentiment del mercato", pur attribuendolo e misurandolo con una serie di indicatori statistici, alludono a qualcosa di più dell'aggregato dei comportamenti di tutti gli investitori. Un esempio tratto non dal mondo dell'economia ma da un giallo di Georges Simenon, Maigret si confida (1959, 2007, Adelphi):

"Alla città di Parigi capitava di dormire male e di svegliarsi aggressiva, pronta a cogliere al volo l'occasione per dare sfogo al suo cattivo umore ..." (p. 120)

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



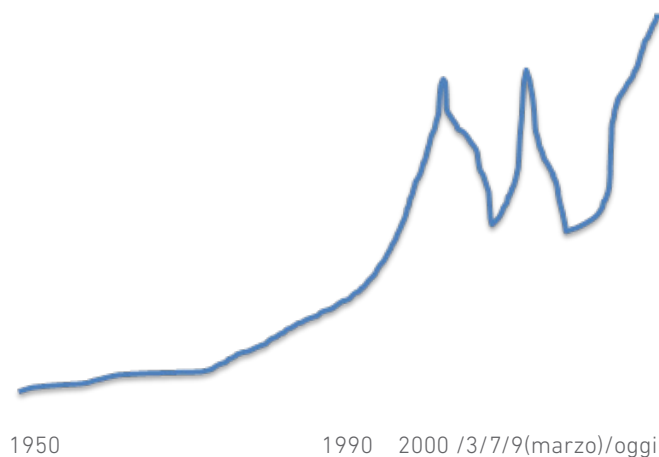
Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Ovviamente il cattivo umore di Parigi non è riconducibile al cattivo umore dei singoli abitanti, ma al clima complessivo, così come quando diciamo che la borsa è euforica o depressa. E' il confronto tra diversi momenti storici, e non l'esperimento, a farci parlare così.

Questo modo di procedere e di pensare/emozionarsi ha, alla sua origine, i cosiddetti esperimenti naturali: cioè le differenze nel tempo di comportamento come forma di reazione rispetto a quel che accade all'esterno. In parole povere: le lezioni che ci offre la storia grazie a un'analisi comparata delle caratteristiche dei diversi periodi storici delle loro conseguenze. Negli ultimi quindici anni la storia dei mercati finanziari ci ha offerto tre grandi lezioni che corrispondono a tre grandi esperimenti naturali.

Consideriamo l'andamento dell'indice S&P 500 dal 1950 ad oggi. Se utilizziamo una media mobile a cinque anni, cioè una finestra che scorre e cancella le differenze di breve periodo, possiamo constatare i seguenti andamenti:



Abbiamo cioè una graduale salita fino al 1995, più accentuata dal 1985 al 1995, un'impennata fino al 2000, e poi due rapide cadute e tre rapide risalite.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Facciamo ora finta che sul mercato agiscano due soli operatori: da un lato gli esperti, i consulenti, i fondi pensione e così via. Dall'altro gli operatori singoli, cioè i risparmiatori che decidono di testa propria. Concentriamoci ora su questi ultimi (cfr. anche il testo del 2006, Psicologia e investimenti finanziari, p. 86). Immaginiamo cioè che sul mercato agiscano due soli giganteschi operatori che, per semplicità, chiameremo gli addetti ai lavori e i non addetti ai lavori, e focalizziamo la nostra attenzione sui non addetti ai lavori.

In teoria questi ultimi potrebbero in prevalenza affidarsi a una delle seguenti strategie:

- 1) avere un mix azioni/altro, con una proporzione corrispondente al profilo di rischio di ciascuno, e sfruttare il premio al rischio che compensa, con maggiori rendimenti, le forti oscillazioni dei mercati azionari, particolarmente evidente negli ultimi vent'anni; al limite questa strategia spiega anche chi decide di non tenere solo azioni in portafoglio (avverso al rischio) o, all'opposto, chi ha solo azioni (propenso al rischio con prospettive temporali molto lunghe);
- 2) entrare nei mercati quando il rapporto p/e è sotto la media storica e uscire quando il p/e è sopra la media storica;
- 3) entrare e uscire dai mercati alla luce di quello che è successo nel periodo precedente, quello almeno di cui un investitore ha memoria (da una settimana, a un mese, a un anno fino improbabile un periodo più lungo).

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Ora se ci limitiamo a quello che fanno i non addetti ai lavori potremmo aspettarci che adottino una strategia come la 1, che non richiede investimenti informativi né particolare attenzione o cure. Ma, nei fatti, i più non lo fanno. Non adottano neppure la strategia 2, in prevalenza. Scelgono invece la 3, ma la scelta si mescola con due sotto-strategie:

- 3a) si cerca di capire qual è il "sentiment" del mercato
- 3b) quando si è sicuri del "sentiment", positivo o negativo, si entra o si esce.

La strategia 3, declinata nelle due sotto-strategie 3a e 3b, va incontro a molti inconvenienti che soltanto una buona e solida relazione con il consulente può ovviare. Sono due trappole in cui il risparmiatore, lasciato solo, tende a incappare. Vedremo che cosa può succedere nella prossima lezione.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

6 marzo 2014

Lezione N°75 || LE EMOZIONI DEL MERCATO, LE EMOZIONI DEL CLIENTE, LE NON-EMOZIONI DEL CONSULENTE

Un risparmiatore (reale o immaginario, composto cioè da tutte le persone che ragionano così) tende ad adottare queste due strategie specifiche:

A) cerca di capire quale è il "sentiment" del mercato, in maniera da potersi adeguare e cavalcare l'onda;

B) quando si è sicuri del "sentiment", positivo o negativo, si entra o si esce dal mercato.

In questo modo si corre il rischio di incappare in tre grandi pericoli che agiscono e producono effetti in momenti diversi.

PERICOLO PAURA: l'effetto "paura" deriva dal fatto che quando l'onda scende, e scende rapidamente, l'investitore prende paura, sempre più paura, poi ansia e, se è lasciato solo, senza il parafulmine del consulente, può uscire dal mercato con un p/u basso, pur di interrompere l'ansia.

PERICOLO RITARDO: quando siamo tra una discesa ed una salita l'investitore, se solo, è incerto: che cosa succederà, scenderà ancora, si ferma? Salirà? Nel dubbio aspetta, e così la sua incertezza lo frena e decide in ritardo, perdendosi buona parte dell'onda in salita.

PERICOLO EUFORIA: quando il mercato è molto alto, in prossimità della bolla, l'euforia dell'investitore può corrispondere al "sentiment" euforico del mercato, e così si compra con p/u molto alti.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

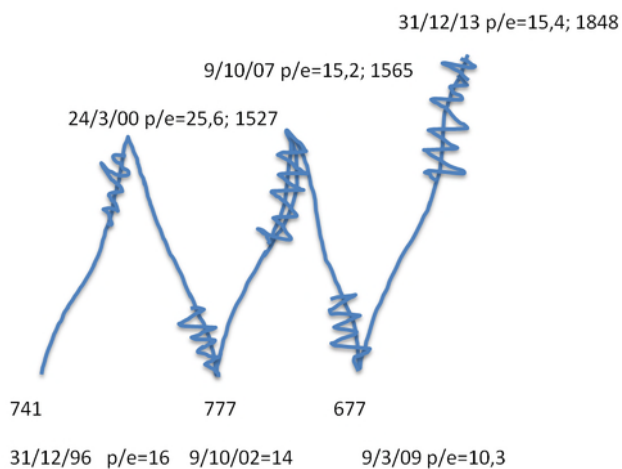


Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

La paura, l'incertezza, l'inerzia sono i tre fulmini per cui la relazione agisce come "parafulmine". Sono innescati da quello che si vede nel mercato, o meglio "si sente" in quel preciso movimento (ricordate il film di Heider e Simmel?). Ovviamente il mercato non ha paura né euforia: è semplicemente il risultato degli scambi di tutti gli investitori, tra cui il nostro non addetto ai lavori. Questa interpretazione è suffragata dai timing di entrate/uscite che sistematicamente si verifica sui mercati. Non è il rapporto p/u sopra o sotto la media a guidare le entrate/uscite dei non addetti ai lavori. E' il "sentiment", a meno che questo venga contrastato da una buona relazione con il cliente.

Esaminiamo la seguente sequenza:



Le tre punte del grafico precedente corrispondono ai valori di S&P500 di 1.527, 1.565 e di 1.848, mentre i valori di S&P500 ai minimi sono stati di 741, 777 e 677.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Gli ultimi 17 anni hanno creato le condizioni per un interessante esperimento naturale. Esso conferma la strategia già descritta: la maggioranza dei non esperti entra ed esce in corrispondenza ai zig-zag tracciati sul grafico. In Italia questa inerzia è stata ancora più forte che negli USA, secondo i dati, ad esempio, dell'ultimo triennio. Ancora nel 2013, in corrispondenza alla zona sovrainpressa con tratteggio a zig-zag, abbiamo avuto, presso gli sportelli bancari una raccolta destinata più ai fondi obbligazionari (10.239 miliardi) che non agli azionari (2.609 miliardi), come risulta da PLUS24 (4.1.14, p. 24). I promotori hanno fatto meglio (gli azionari sono stati più della metà degli obbligazionari). Questi dati, ancora una volta, confermano la funzione di parafulmine della relazione con il consulente, se buona, rispetto alla tendenza naturale prevalente nella mente dell'investitore medio, guidato dalla memoria del suo passato e dalle sue emozioni.

I SOLDI IN TESTA

13 marzo 2014

Lezione N°76 || IL VALORE DEL MERCATO È FATTO DI EMOZIONI NON DI RAPPORTI P/U

Ho già ricordato come, nel 1944, Fritz Heider e Marianne Simmel costruiscono un breve filmato che dura un minuto e 32 secondi (facile da trovare in rete: basta digitare su Google "Heider Simmel demonstration"). Questo filmato è un concentrato, una simulazione condensata, dei meccanismi mentali che regolano le entrate/uscite dai mercati, e di cui abbiamo già parlato nelle lezioni precedenti.



<http://www.youtube.com/watch?v=sZBKer6PMtM>

Heider Simmel demonstration

All'inizio del filmato compare, su sfondo bianco, un triangolo nero rinchiuso dentro i confini di un rettangolo. Il rettangolo ha un pezzo di un lato che si apre, quasi fosse una porta incernierata. Dopo pochi secondi compaiono, in movimento, un triangolo piccolo e un cerchio delle stesse dimensioni. Sembrano oggetti che si muovono a caso, senza meta. E tuttavia, ben presto, tutte le persone descrivono quel che vedono proprio come farà Daniel Kahneman, nel suo già classico manuale (2012, p. 86):

Gli spettatori vedono un triangolo grande, un triangolo piccolo, e un cerchio girare intorno a una forma che sembra l'abbozzo schematico di una casa con la porta aperta.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 116.6 miliardi di CHF di patrimoni (al 30 giugno 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.

Hanno l'impressione che un triangolo grande e aggressivo intimidisca un triangolo più piccolo e terrorizzi un cerchio, e che il cerchio e il triangolino uniscano le forze per sconfiggere il prepotente; vedono anche molte interazioni intorno a una porta e poi un finale esplosivo. La percezione dell'intenzione e dell'emozione è molto forte; solo gli individui affetti da autismo non la provano.

Il finale esplosivo, per chi non avesse guardato nel frattempo il film, avviene quando il triangolo cattivo riesce a frantumare il rettangolo che, a quel punto, si è trasformato in una prigione dove lui non vuole essere rinchiuso.

La descrizione in termini antropomorfici di quello che succede è talmente ovvia e spontanea che uno spettatore che non sappia nulla di scienze cognitive non coglie neppure il punto del filmato. Il tutto sembra banale, ovvio, un gioco. In realtà, questa descrizione, in cui le figure geometriche acquisiscono intenzioni ed emozioni, nasconde un problema analogo a quello delle entrate-uscite dai mercati. Grazie al profilo psicologico delle tre figure, conferiamo senso e coerenza a tutto l'episodio, così come facciamo quando attribuiamo emozioni al mercato nel suo complesso. E, guardando il filmato, abbiamo gli stessi ritardi e inerzie nelle interpretazioni che caratterizzano le nostre incertezze, paure e entusiasmi nei confronti degli andamenti dei mercati. Come sottolinea Kahneman (p. 86), noi non descriviamo quello che è sotto i nostri occhi come urti, rimbalzi, e spinte tra oggetti in movimento, quasi si trattasse di bocce o, meglio, di boccette di un biliardo:

La nostra mente è pronta e persino ansiosa di identificare agenti, assegnare loro tratti caratteriali e intenzioni specifiche, e vedere le loro azioni come un'espressione di inclinazioni individuali.

Ma il punto cruciale, già sottolineato da Heider e Simmel nel 1944, è che non abbiamo l'impressione di essere noi ad appiccicare attributi mentali a quelle tre figure geometriche. Loro ci appaiono così, con una loro personalità autonoma, e si comportano di conseguenza: noi siamo semplici spettatori.

Allo stesso modo, come si è già detto, il mercato con le sue emozioni sembra trascinarci: è lui che ci invita e ci padroneggia, e non noi! Abbiamo bisogno di un para-fulmine forte ed efficiente.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

20 marzo 2014

Lezione N°77 || L'ATTRIBUZIONE DI EMOZIONI E LA RELAZIONE CON IL CLIENTE

L'esperimento che abbiamo discusso nella lezione 76 del 13 marzo scorso, ci mette anche in guardia nei confronti della nostra spontanea tendenza a interpretare il mondo attribuendo emozioni a ciò che ci circonda, agli oggetti animati e a quelli inanimati, persino a degli anonimi triangoli e cerchi.

Quando abbiamo a che fare con le persone, questa tendenza può essere fuorviante in quanto, a differenza dei triangoli e dei quadrati, alcune persone possono esibire emozioni ingannevoli, costruite apposta per farci credere che si tratti di persone diverse da quelle che in realtà sono.

E' prudente comportarsi in modo opposto a quello che è spontaneo fare con i quadratini e i triangoli: guardare le azioni delle persone, in particolare dei nostri clienti, e i loro effetti, diffidando delle nostre reazioni emotive spontanee e delle dichiarazioni altrui. Applicare il principio del sospetto/rispetto: rispetto per gli altri, ma anche sospetto sulle loro intenzioni e sulle loro apparenti emozioni.

In sintesi, è prudente diffidare della nostra tendenza ad attribuire emozioni sulla base delle apparenze, e non della storia dei comportamenti di una persona.

Infine, questo esperimento ci mette in guardia contro un'altra tendenza della mente umana: quella di sovra-interpretare partendo da casi singoli e generalizzandoli. Questa tendenza

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



piace molto perché ci dà l'impressione di aver capito che cosa c'è dietro un comportamento specifico, offrendoci una spiegazione generale e, di conseguenza, la possibilità di prevedere il comportamento altrui. Non solo oroscopi, maghi e cartomanti funzionano basandosi su questa tendenza, ma anche molta divulgazione della pseudo-psicologia. La ricetta di base è questa: si spiega un singolo episodio trasferendo delle presunte categorie psicologiche generali (spesso buonsenso camuffato), e applicandole a quel caso specifico. Queste categorie si credono appartenere al mondo, invece che essere il risultato delle nostre attività mentali. Una strategia molto credibile ed efficace, perché piacciono le spiegazioni semplici. Si tratta di auto-inganni, prima che inganni degli altri. La psicologia ingenua di chi ignora la psicologia scientifica funziona meglio di questo tipo di divulgazioni riduttive e semplicistiche.

In effetti la psicologia ingenua, quotidiana, è più cauta, attenta al dettaglio, e contiene più sfumature, le stesse che potete trovare leggendo un bel racconto o romanzo.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

27 marzo 2014

Lezione N°78 || LE TRAPPOLE DELL'INTELLIGENZA EMOTIVA

La meravigliosa scoperta dei neuroni specchio da parte di un gruppo di ricercatori dell'Università di Parma capitanato dal Prof. Giacomo Rizzolatti, vincitore del Brain Prize 2014, ha indotto alcuni studiosi a supporre che, siccome siamo dotati di neuroni capaci di "leggere" le intenzioni altrui, quanto più una persona è priva di intelligenza emotiva, e non è quindi in grado di intuire le nostre emozioni, tanto più può essere cattiva nei nostri confronti.

Questo è vero: per fare cattiverie bisogna disumanizzare la vittima, non vederla come appartenente alla nostra stessa specie o gruppo culturale, considerarla quasi priva delle nostre emozioni.

Ma non vale il contrario. Non c'è alcuna garanzia che una persona dotata di intelligenza emotiva sviluppata, che sappia cioè decodificare i nostri stati d'animo in modo preciso, e per noi sorprendente, non sia capace di farci cattiverie. Anzi, le può fare meglio, se trae piacere dal fare cattiverie, proprio in quanto sa leggere i nostri stati d'animo.

L'intelligenza emotiva non comporta automaticamente bontà.

E' vero, peraltro, che se vediamo fare cattiverie a un essere inanimato, per esempio un cadavere o un robot, noi tendiamo a umanizzarlo, cioè a immaginarlo come dotato di più qualità mentali di quanto non facciamo quando nessuno gli fa cattiverie (del tipo: infierire sui cadaveri o strappare i circuiti elettronici dei robot).

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Questa tendenza risulta confermata da un elegante esperimento, pubblicato nel 2013, che mostra appunto che noi umanizziamo le vittime di cattiverie altrui, anche se si tratta di oggetti inanimati (robot, cadaveri, cfr. Legrenzi su L'empatia, il bene, il male, Almanacco delle scienze di Micromega, 2014, pp. 122-135).



**Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale**

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

3 aprile 2014

Lezione N°79 || ALLENARE LA NOSTRA CAPACITÀ DI RELAZIONE: DECIFRARE LE NOSTRE EMOZIONI

E' bene allenarci, e allenare il nostro partner (o la persona con cui siamo in confidenza), a decifrare le emozioni, quelle che proviamo da soli e con lui, e quelle che potremmo provare.

Il modo più semplice per farlo consiste nel cercare di analizzare la nostra vita e quella altrui come una sequenza di eventi, e controllare quali emozioni sono suscitate in noi dai diversi scenari. Se siete soli, potete fare l'esercizio con i protagonisti di un romanzo, ma è un ripiego perché funziona meglio come un gioco che si fa tra due persone "affiatate", non necessariamente in senso letterale.

Ecco la sequenza sana, che corrisponde al modo corretto di decodificare le emozioni sotto forma di "stimolo ambientale → risposta":

una minaccia, pericolo, o ostacolo scompaiono → gioia

problema risolto o obiettivo raggiunto → gioia

perdita di qualcosa d'importante → tristezza

pericolo che rende ansiosi → paura

danno che si sarebbe potuto evitare → rabbia

situazione inaspettata → sorpresa

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



comportamento inadeguato o socialmente sbagliato → imbarazzo

trasgressione altrui di norme condivise → indignazione

nostra trasgressione scoperta da altri → vergogna

danno evitabile arrecato ad altri → senso di colpa

scoperta di alternative migliori trascurate → rimpianto

desiderio di qualcosa di un altro → invidia

rapporto affettivo insidiato da altri → gelosia

Ovviamente la vita, i romanzi e i film sono fatti anche di emozioni insane, perverse, dove cioè la situazione X non porta (→) alla emozione Y, o di sfumature intermedie tra questi diversi accoppiamenti stimolo-risposta emotiva.

Questi sono i casi più emblematici se vogliamo costruire una geografia delle emozioni, perché l'analisi degli scenari-tipo si rivela più interessante se l'esame viene fatto dai due lati: quello normale e quello deviato.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Ci accorgeremo della tendenza ad attribuire la deviazione alla personalità del perverso, e non alle circostanze, che hanno un ruolo più importante di quanto non si pensi spontaneamente (ricordate l'esperimento di Heider e Simmel della lezione 76 del 13 marzo, dove solo il movimento evocava personalità attribuibili a figure geometriche prive di senso?).

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

10 aprile 2014

Lezione N°80 || EVITARE L'ESCALATION NELLE EMOZIONI

L'escalation è quella tendenza a incrementare un'emozione dopo che è stata innescata da un evento.

Qualcosa vi fa arrabbiare, e la rabbia cresce sempre di più. La debole arrabbiatura iniziale si trasforma in ira fuori controllo. Molti incidenti mortali, che i giornali definiscono come "lite iniziata per futili motivi" (spesso in casa o tra automobilisti), sono il prodotto di questo meccanismo.

E' difficile bloccare il meccanismo dell'escalation, ma si può provare imparando delle semplici regole.

Sette sono le più importanti:

1. Resta fermo su ciò che ha innescato l'emozione, sullo specifico episodio o evento, non "allargarti".
2. Non sovra-generalizzare e sovra-interpretare l'episodio. Per esempio, non dire alla persona con cui sei arrabbiato in quel momento "ai sempre così ...", "gli automobilisti sono incivili", "tutti gli immigrati sono ...", "tu in casa non fai mai nulla, sai badare solo ai fatti tuoi", e così via.
3. Non etichettare mai, attribuendo l'episodio a categorie permanenti, del tipo: sei stupido, maleducato, cattivo, egoista, e così via.
4. Raffreddare l'escalation preventivamente. Prendi un break, una pausa, interrompi il processo, come si può fare in alcuni sport come il basket. Concedi all'altro la possibilità di calmarsi, di una sosta.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



5. Domandati: qual è il mio ruolo in tutto questo? Quale importanza ha? Comincia col dire "sono arrabbiato" e non "mi hai fatto arrabbiare", "mi hanno fatto...". Come si è già detto, meglio: "scusa, non mi sono spiegato bene" invece che: "insomma, non capisci mai nulla".
6. Non sfruttare i punti deboli dell'altro. Colpire dove all'altro fa più male non solo non risolve nulla, ma renderà più difficile perdonare e dimenticare.
7. Non ricorrere mai a minacce, né verbali né fisiche. La minaccia è irrazionale, perché spesso non si è comunque nella condizione di renderla efficace, e può essere vissuta come un bluff, quindi si rivela inutile e contro-produttiva perché contribuisce all'escalation.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

17 aprile 2014

Lezione N°81 || ESSERE FIDUCIOSI PAGA SUI TEMPI LUNGI

Abbiamo parlato nella lezione 77 del 18 marzo, in merito al principio del rispetto/sospetto nei confronti degli altri. Tale principio non deve però esimerci, in prima battuta, quando incontriamo uno sconosciuto, dall'attivare una spontanea fiducia.

Inizialmente non possiamo sapere se questa fiducia è ben riposta, ma non importa. Quando incontrate una persona per la prima volta, avere fiducia non solo è spontaneo, se siete stati bene educati, ma è anche razionale e conveniente. Sui tempi lunghi essere buoni e fiduciosi, in media, paga.

Se, infatti, non avete fiducia, attivate sfiducia anche nell'altro, e l'interazione si blocca facendovi correre il rischio di perdere molte buone occasioni.

E' vero che qualche volta la fiducia iniziale verrà delusa, anche profondamente, ma questo capita meno spesso di tutte le volte in cui la fiducia è ben riposta e prelude la nascita di qualcosa di buono. Le occasioni mancate, dovute alla partenza con una sfiducia "aprioristica", sono molto di più dei casi di delusione, quelli cioè in cui vi accorgete che la vostra fiducia iniziale è stata mal concessa.

Molti esperimenti provano questo punto e la morale è che bisogna accettare i raggiri e le cattiverie, pur di non perdere le buone occasioni. Siamo frenati dall'adottare questa strategia generosa a causa della nostra innata avversione alle perdite.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



E tuttavia è bene superarla, farci coraggio, e affrontare la vita a viso aperto. E, infine, le stesse delusioni e insuccessi ci insegnano molto, se non altro a evitarli più facilmente.

La distorsione della negatività si manifesta anche nell'uso del "non", che Peter Wason m'insegnò quando ero a Londra con un bell'esperimento. State attenti quando sentite dire cose come "La persona X non è Y". La negazione viene sempre usata, per lo più inconsapevolmente, per negare una presupposizione: a qualcuno è venuto in mente che X fosse Y, e si affrettò a negarlo. In questo caso siate sospettosi. Se la persona X non aveva intenzione di comportarsi nel modo Y, o fare l'azione Y non c'era alcun bisogno di negarlo (cfr. in rete, Wason: In real life negatives are false).

Per esempio: gli ultimi quattro governi italiani hanno dichiarato inizialmente che "non avrebbero alzato le tasse". Hanno sentito il bisogno di dichiararlo perché molti lo supponevano, o lo temevano. E, in effetti, è successo, anche nel 2014, sotto forma di primo decreto in assoluto del nuovo governo.

Più in generale, durante la vita di lavoro e non, l'entusiasmo e la bontà, anche se saranno inframmezzati da delusioni e defezioni, sono comportamenti razionali, perché evitano una minuziosa analisi costi/benefici per ogni vostra attività, magari appena



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

iniziata. Se avete una prospettiva lunga, evitate di perdere le occasioni, e sono molte, in cui i benefici arriveranno in seguito. E comunque tale strategia è razionale, anche perché la vostra reputazione se ne avvantaggia. In un mondo sempre più competitivo e meno ricco di altruisti, la bontà diventa merce sempre rara, e proprio per questo utile. Le occasioni perse dagli altri, da parte cioè di quelli privi "a priori" di fiducia, diventano sempre di più, ed è saggio approfittarne.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

24 aprile 2014

Lezione N°82 || MOTIVATI A TROVARE I CLIENTI E A TENERSELI!

Quando una persona usa o legge l'espressione "motivato a un obiettivo" o "raggiungere una meta", pensa spesso a qualcosa che si risolve in poco tempo o una meta che non è poi così lontana.

In questi casi è abbastanza facile essere motivati perché "vediamo" l'obiettivo, il fine che vogliamo raggiungere, sentiamo che non occorre molto tempo, che la meta è raggiungibile. In tutti questi casi è il problema, quello con cui siamo alle prese, ad aiutarci o a trascinarci con sé. Tant'è vero che, una volta iniziato, non è facile smettere fino a quando il problema non è risolto, o la meta non è stata raggiunta.

Per esempio: troviamo un cliente, sentiamo i suoi problemi, e cerchiamo non solo di risolverli, ma di costruire una relazione duratura. Tutto qui? Non proprio: non è solo la nostra intenzione che conta. Quando ci mettiamo a fare qualcosa, quel "qualcosa ci prende" e ci aiuta nel terminare il compito.

Basta considerare l'esempio dei lavori fatti in casa: se iniziamo a mettere ordine in cucina, o a pulire una pentola che non si può mettere in lavatrice, è difficile smettere fino a quando non si è finito. Ne consegue che il vero problema è riuscire a essere motivati quando la meta è molto lontana nel tempo, quando siamo costretti a suddividere la strada verso il traguardo in tanti piccoli percorsi, isolati e divenuti affrontabili proprio in quanto sono stati parcellizzati, frantumati nelle loro componenti. Siamo

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



costretti a spaccare il compito in pezzi quando, nel suo complesso, è troppo grande per la nostra mente e le nostre forze. Volete costruirvi un portafoglio clienti? Siete giovani? L'obiettivo sembra complesso, forse insormontabile? Non scoraggiatevi!

Qui vale la regola di Agassi. Ecco come funziona:

Ci vogliono ventuno set per vincere uno slam. Tutto qui. Non devi far altro che vincere ventuno set. Sette incontri, al meglio dei cinque set. Fa ventuno ... Concentrati su quel numero e non sbaglierai. Semplifica, semplifica. Ogni volta che vinci un set devi dirti: meno uno. Uno l'ho intascato. All'inizio di un torneo conta alla rovescia da ventuno. (Agassi, Open, 2011, 140-141).



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

2 maggio 2014

Lezione N°83 || LA REGOLA DI AGASSI: UNA COSA ALLA VOLTA!

La regola di Agassi, di cui si è parlato nella lezione precedente, ha due aspetti. Uno è di tipo cognitivo perché, come si è già detto nella lezione precedente, i sotto-problemi sono più facilmente aggredibili e risolvibili.

L'altro è di tipo motivazionale, e questo è l'aspetto più importante, perché il problema, visto nella sua completezza, ci appare come un grande ostacolo, quasi insormontabile, una meta così lontana nel tempo che potremmo scoraggiarci.

Quando i britannici, nel famoso film *Un ponte sul fiume Kwai*, costruiscono un ponte ferroviario che serve ai giapponesi, in realtà collaborano a una mostruosità, nel senso che aiutano il nemico. Ma lo fanno perché sono presi dal fare bene il ponte, pezzo dopo pezzo. La costruzione del ponte li porta con sé. E fanno un ponte bellissimo: il gusto per la progettazione e per ogni fase della costruzione ha prevalso sul senso complessivo del progetto, e cioè la collaborazione con il nemico. Ecco, senza arrivare a queste perversioni, il mix tra motivazione e narcisismo aiuta.

Il segreto è divertirsi un pezzo alla volta, appassionarsi alla realizzazione del pezzo in sé, senza pensare alla lontana meta finale.

Molto spesso il successo in varie attività a lungo-termine, per esempio il successo professionale, ma non solo quello, è

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE

The exclusive manager of Julius Baer Funds. A member of the GAM group.



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



collegato a una sorta di "narcisismo", di concentrazione su noi stessi. Volete raggiungere un peso forma che vi siete prefissati? Se vi pesate sistematicamente ogni giorno, potete controllare come vi avvicinate alla meta, e ogni piccola tappa vi sprona alla successiva. Siete concentrati su voi stessi.

La studiosa Elisabeth Lunbeck ha ripercorso la storia del narcisismo e ha mostrato che è stata l'americanizzazione di questo concetto a distorcerlo enfatizzandone esclusivamente gli aspetti negativi. Dobbiamo invece distinguere tra un narcisismo "buono" e uno "cattivo". Quello cattivo, fissandoci su noi stessi, ci acceca, mentre il narcisismo buono ci motiva (The Americanization of Narcissism, Harvard UP, 2014, p. 252 e segg.).



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

8 maggio 2014

Lezione N°84 || COSTRUIRSI UN PORTAFOGLIO DI CLIENTI

Abbiamo visto nelle due lezioni precedenti che il segreto consiste nello spezzare il problema in sotto-problemi e nel risolverli uno dopo l'altro. Talvolta ci vuole molta pazienza.

Ricordo bene i primi tipi di problemi di questo tipo che affrontai molti anni fa. Nel primo caso la meta consisteva nel raggiungere un livello di diffusione della colorazione dei capelli fatta dalle donne a casa, e non dal parrucchiere, un livello che fosse simile a quello dei paesi anglo-sassoni, ad esempio la Gran Bretagna, dove l'abitudine si era affermata. In tal caso facemmo un programma molto articolato, non solo e non tanto un piano di comunicazione, ma anche un progetto "culturale". Trovammo leve e alleati nelle giornaliste di riviste femminili, nei parrucchieri, nei media, insomma una strategia articolata nel grande mondo della colorazione dei capelli e, più in generale, nella modificazione delle loro apparenze. Ci vollero anni e, alla fine, riuscimmo perché il raggiungimento di ogni tappa era di sprone all'attacco della tappa successiva. Il "vero" problema, in questi casi, è isolare e definire bene la gerarchia e la dimensione di ciascuna tappa in rapporto al traguardo finale. In questo caso si resta motivati e si vince.

Un caso analogo fu quello, all'inizio della mia società, della costruzione di un portafoglio clienti. E' un problema che si pone anche a un promotore o a un consulente, almeno all'inizio della sua carriera. Invece di procurarci dei "clienti" pensai che dovevamo riuscire a farci affidare delle singole "ricerche", delle

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



singole commesse nel campo del marketing. Poi, un po' alla volta, se avessimo fatto bene, le ricerche si sarebbero trasformate in clienti, più o meno stabili, comunque ben disposti nei nostri confronti. Feci insomma come Agassi. Semplificare, ridurre, scomparire!

Il problema teorico generale è molto interessante: quanto si può spaccare in pezzi un problema pur di renderlo aggredibile, maneggiabile? Come evitare, suddividendolo, di perdere per strada le relazioni tra i vari pezzi? In pratica un cliente è la somma dei nostri incontri con quel cliente o è qualcosa di più? Ovviamente è qualcosa di più, ma all'inizio lui si farà un'idea di noi sulla base degli incontri, uno dopo l'altro. In generale, perché un problema (come quello della costruzione di un portafoglio clienti) sia aggredibile, i pezzi devono essere ridotti a misura della mente umana e di procedure sequenziali, che funzionano un passo alla volta. E tuttavia non devono essere ridotti al punto tale da perdere le relazioni tra un pezzo e l'altro, la visione d'insieme e della meta finale, che va sempre traggiuardata finché non è stata raggiunta. La questione mi ronzò per la testa per anni, fino a quando tre professori di Pisa mi insegnarono a simulare il problema su computer (se interessati, potete digitare questi cognomi su Google: Dosi, Marengo e Pasquali, 2000, The structure of problem-solving and the structure of organizations). Solo allora avevo veramente capito il rapporto tra motivazione, scomposizione in perdita di un problema complesso senza perdere per strada le relazioni tra i pezzi, i successi e gli insuccessi. Oggi, a 14 anni di distanza, questo modo di procedere tramite simulazioni è comune (cfr. Economist, 26 aprile 2014, Mating strategies, pp. 70-72). In fondo gli stessi stress-test delle banche altro non sono che simulazioni.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

15 maggio 2014

Lezione N°85 || MOTIVAZIONE, CONCENTRAZIONE, E CAMBIARE IDEA

Nella lezione precedente ho trattato la questione della motivazione nelle organizzazioni complesse, come le aziende. Ho detto come si debba suddividere un problema in moltissime tappe, senza però perdere di vista la meta finale. Quando invece siamo soli, e vogliamo non perdere per strada la motivazione, il segreto è focalizzarsi su quella cosa che dobbiamo fare, isolandoci su di essa e concentrandoci, senza badare ad altro. Questa strategia è efficace quando dobbiamo, ancora una volta, risolvere un problema in modi analoghi a quelli già impiegati in passato. Per esempio: studiare per un esame, preparare una relazione per il nostro superiore, riassumergli in modo ordinato e in poco tempo quello che secondo noi si deve fare (per scritto è più facile, se lo facciamo a voce, dobbiamo prepararci con cura). Sappiamo e possiamo farlo, con cura e tenacia. Ci sono però altri problemi, dove non è disponibile una strategia già collaudata. In questi casi dobbiamo, via via che lavoriamo per il nostro scopo finale, non solo concentrarci sui dettagli, ma tenere d'occhio lo sfondo. Cioè, fuor di metafora (figura-sfondo), controllare che cosa fanno gli altri, come reagiscono alle nostre mosse, che informazioni ci danno direttamente o indirettamente. Dobbiamo usare queste informazioni come tracce, indizi per farci trovare una nuova via.

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

E' questo il caso, per esempio, che incontrai studiando la possibile trasformazione di una pasta per nocciole, affermatasi per merende fanciullesche, in goloserie per adulti. All'inizio non era un problema aziendale, un obiettivo chiaro, ma un problema inventato, da risolvere dentro la testa. Altra faccenda era poi implementare la soluzione, cioè applicarla, una volta scoperta, per così dire, la strada nascosta nel fitto del bosco. Ecco, in questi casi, il rapporto tra la figura, su cui dobbiamo concentrarci, e lo sfondo da non perdere di vista, è simile a quello di una figura reversibile, come il cubo di Necker (digitare Necker su Google e guardare i vari esempi). Bisogna concentrarsi su se stessi, alla ricerca della soluzione, ma non tralasciare gli altri e le risposte che ci danno, insieme al mondo circostante, in un continuo alternarsi di figura-sfondo. Il problema è individuare la giusta figura e il giusto sfondo, e per questo non ci sono ricette già fatte. Ogni torta riuscita ha la sua ricetta particolare.

Quando si riuscì a vedere, tenendo sullo sfondo la pasta di nocciole/merenda, la possibilità che un cioccolatino emergesse, e diventasse figura, si riuscì a staccarsi dal punto di vista precedente, dal passato fatto di crema per nocciole. In altre parole si rifiutò quella che sembrava la soluzione più ovvia, la si mise in crisi, la si falsificò dopo averci pensato su.

A questo riguardo voglio raccontarvi un pezzo della mia vita. Avevo lavorato in banca, fatto l'insegnante, il militare, e mi ero laureato dopo un solo esame di psicologia. All'università di Padova c'era un piccolo gruppo di studiosi interessati soprattutto alla psicologia della percezione, la descrizione cioè delle superfici del mondo, così come si presentano ai nostri occhi. Laureatomi con Paolo Bozzi, un prof. eccezionale, lavoravo per il capo dell'istituto, Fabio Metelli. Naturalmente, quel che dovevo fare era condurre esperimenti di percezione visiva.

Anni prima avevo studiato logica formale. Andai con un mio amico, per alcune estati, in una malga isolata, in val Belluna. La logica è la perfezione del cristallo, l'esattezza, il grande gioco nel mondo dei segni puri. Insomma l'opposto della percezione, che studia quello che si vede, si tocca, si ascolta e si annusa. Mi sarebbe piaciuto fermarmi a metà strada, in quel terreno intermedio tra la perfezione formale dei ragionamenti e le difficoltà, quando siamo alle prese con i problemi della vita quotidiana. La distanza mi sembrava incolmabile e, comunque, non avevo idea di chi potesse aiutarmi a colmarla. Arrivò il 1968. A molti cambiò la vita. A modo suo, la cambiò anche a me. E fu un libro regalatomi da una mia amica, Maria Sonino, a cambiarla. In esso c'era un articolo di Peter Wason di cui parlerò tra poco. Restai fulminato. Nell'estate del 1969, conobbi il suo allievo Philip Johnson-Laird, e decisi di andare a imparare quel che non sapevo, cioè tutto. Andai con Maria a Londra, facilitato dalle bocciature in tutti i concorsi fatti nel tentativo di entrare in quell'università di cui ero stato studente. Tali bocciature furono la più grande fortuna della mia vita.

Ecco il problema relativo al cambiare punto di vista:

Ti darò, tra poco, tre numeri. I tre numeri seguono la regola che ho scritto su questo foglio. La regola descrive una relazione che vale per tre numeri qualsiasi. La regola non ha a che fare con il valore assoluto di quei numeri, come più o meno grande di 50, e così via. La regola concerne la relazione che c'è tra quei tre numeri.

Dovrai trovare questa regola dandomi altre triplette di numeri e dicendomi perché hai scelto quei tre numeri. Dopo ogni tripletta, dirò se quella tripletta segue oppure non segue la regola che ho scritto sul foglio. Puoi scrivere su un foglio le triplette da te pensate e le mie risposte. Non c'è fretta, e non ci sono limiti di tempo. Ma dovrai trovare la regola usando meno triplette possibili.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Ricordati che il tuo compito non è trovare altre triplette che seguono quella regola. Il tuo compito è trovare la regola. Solo quando sarai sicuro di aver trovato la regola, me la dirai. Ecco tre numeri che seguono la regola 2 4 6

Avete una settimana, se volete pensarci. Nella prossima lezione mi concentrerò sulla soluzione e il perché questo problema sia così importante rispetto alla questione del trovare nuove idee, del cambiare il punto di vista del passato. Non sono un sadico, e quindi la soluzione ve la do subito. La regola è: tre numeri qualsiasi, crescenti.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

22 maggio 2014

Lezione N°86 || CONFERMARE LE REGOLE (MALE) E CONFORMARSI ALLE OPINIONI ALTRUI (BENE)

Vi ricordo, per vostra semplicità, il problema con cui avevo chiuso la lezione della scorsa settimana:

Ti darò, tra poco, tre numeri. I tre numeri seguono la regola che ho scritto su questo foglio. La regola descrive una relazione che vale per tre numeri qualsiasi. La regola non ha a che fare con il valore assoluto di quei numeri, come più o meno grande di 50, e così via. La regola concerne la relazione che c'è tra quei tre numeri.

Dovrai trovare questa regola dandomi altre triplette di numeri, e dicendomi perché hai scelto quei tre numeri. Dopo ogni tripletta, ti dirò se quella tripletta segue oppure non segue la regola che ho scritto sul foglio. Puoi scrivere su un foglio le triplette da te pensate e le mie risposte. Non c'è fretta, e non ci sono limiti di tempo. Ma dovrai trovare la regola usando meno triplette possibili.

Ricordati che il tuo compito non è trovare altre triplette che seguono quella regola. Il tuo compito è trovare la regola. Solo quando sarai sicuro di aver trovato la regola, me la dirai.

Ecco tre numeri che seguono la regola **2 4 6**

Perché il problema è interessante

Di solito, sentito o letto questo problema, le persone pensano qualcosa del genere:

Mi ha dato 2 4 6 come esempio di una tripletta che segue la regola. Che cosa sono 2 4 6? Sono tre numeri pari che salgono per due. Proviamo a vedere che cosa succede se presento come tripletta quello che mi sembra il seguito di 2 4 6. Ecco:

LABORATORIO DI ECONOMIA SPERIMENTALE

Nato dalla partnership tra Swiss & Global e l'Università Ca' Foscari di Venezia, promuove la ricerca sperimentale negli ambiti di sovrapposizione fra discipline economiche, psicologiche e di management.

Eccellenza e Innovazione: due caratteristiche che accomunano Swiss & Global Asset Management e Università Ca' Foscari di Venezia.

SWISS & GLOBAL ASSET MANAGEMENT

Swiss & Global Asset Management fa parte della GAM Holding AG, un gruppo indipendente focalizzato sulla gestione patrimoniale. Nata da Julius Baer Asset Management nell'ottobre 2009, Swiss & Global Asset Management è l'offerente esclusivo dei fondi Julius Baer. Oltre all'ampia gamma di fondi, offre soluzioni personalizzate per i clienti istituzionali e servizi su misura nel private labelling. Swiss & Global Asset Management combina le radici svizzere – che si manifestano in consolidate relazioni di lungo termine con i clienti e nella forte consapevolezza della qualità – con una rete internazionale di oltre 1'000 contratti di distribuzione in più di 30 paesi. GAM Holding AG è quotata alla SIX Swiss Exchange. Il gruppo gestisce 114.4 miliardi di CHF di patrimoni (al 31 dicembre 2013), con un organico di oltre 1'000 persone in dieci paesi. Per maggiori informazioni visitate il sito web www.swissglobal-am.com.



LABORATORIO di ECONOMIA SPERIMENTALE



Fondazione
Università
Ca'Foscari

SWISS &
GLOBAL
ASSET MANAGEMENT

8 10 12 (l'ipotesi è che la regola sia tre numeri pari che crescono per due)

Ed io gli rispondo: Sì, l'esempio da te suggerito segue la regola, ma la "mia" regola non è quella da te indicata. Ricordati (o ricordatevi se ho di fronte una classe o un'aula di formazione) che il problema non consiste nel trovare altri esempi che seguono la regola, ma nel trovare la regola. Quando si dice questo, la maggioranza delle persone è confusa. Non capisce bene e prova a cambiare qualcosa. Per esempio, può provare a sottoporre come esempio tre numeri dispari:

1 3 5 (l'ipotesi è che la regola sia: "aggiungere due al primo numero e due al secondo").

Ed io gli rispondo, di nuovo:

"Ecco un'altra tripletta che segue la regola, ma la tua ipotesi non è quella corretta".

Spesso a questo punto, soprattutto se si è in aula per accelerare le cose, spiego che l'ipotesi suggerita non è la regola giusta ma che, comunque, si è scoperto qualcosa, e cioè che non importa, per seguire la regola, che i numeri siano pari o siano dispari. Questo suggerimento talvolta è illuminante e qualcuno propone:

1 4 7 (ipotesi: numeri che salgono con un intervallo di tre)

Quando dico, ancora una volta, che la tripletta segue la regola ma che l'ipotesi non è corretta, l'interlocutore, o la classe, resta ancora più perplessa. Allora propongo ancora un suggerimento, guardando tutta la lista delle triplette, la prima e quelle formulate in seguito. Se si ha a che fare con una classe, è bene trascrivere le triplette su una lavagna, via via che vengono formulate a voce. Ecco la lista, con un + vicino a ogni tripletta per indicare che segue la regola:

2 4 6 +
8 10 12 +
1 3 5 +
1 4 7 +

Ecco il suggerimento da dare:

"Se queste triplette sono tutti esempi positivi della regola, come è indicato dal + che ho scritto vicino a ciascuna, vuol dire che la regola non ha a che fare con l'essere pari o dispari, e neppure con l'intervallo che c'è tra i tre numeri. Questo intervallo può essere due, come nell'esempio iniziale, ma anche tre o un altro numero. Che cos'è, allora, quel che importa, che cosa è rilevante per la regola?"

Spesso questo suggerimento non è sufficiente. Vengono allora dati altri esempi positivi. A un certo punto, soprattutto quando si è in aula, capita che una persona improvvisamente si illumini e vi dica:

6 4 2 -

E allora io dico che questa tripletta non segue la regola, lo indico con il meno, e chiedo all'interlocutore, o alla classe, che cosa si può concludere alla luce del fatto che 6-4-2 non segue la regola. Non sempre si arriva subito alla soluzione. Talvolta si propongono altre triplette che non seguono la regola. Finalmente, magari sollecitato di nuovo, l'interlocutore o la classe arrivano alla soluzione!

La regola è:

"tre numeri qualsiasi crescenti".

Stupore! Era così semplice? Sì. E, in teoria, sarebbe stato semplice anche accorgersene. Bastava procedere per esclusione. Ma perché è stato così difficile?

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Per due motivi che entrambi hanno a che fare con il mestiere del consulente. Il consulente deve mostrare al cliente che le sue ipotesi, semplicistiche, spesso non funzionano, indicando i casi negativi. Di qui la necessità della diversificazione. Il cliente viene così messo sulla buona strada dall'esperto. Ma c'è un'altra lezione, più sottile, che svilupperò meglio in futuro. Il consulente deve anche insegnare a distinguere i casi in cui dobbiamo falsificare le ipotesi del cliente e i casi in cui bisogna accodarsi alle ipotesi prevalenti nel mercato. Perché quando un'ipotesi sugli andamenti del mercato è condivisa dai più, allora i mercati realizzeranno questa ipotesi, secondo il meccanismo delle profezie auto-avverantisi. Il mestiere del consulente è un continuo intreccio tra falsificare le credenze ingenuie del cliente, diversificando il portafoglio, e accodarsi alle credenze del mercato. Un gioco dove s'intrecciano la falsificazione delle ipotesi del cliente, che va combattuta ricordando i casi contrari del passato, e il conformismo agli andamenti dei mercati. Non è un gioco di parole: falsificare e conformarsi. Questo gioco è garantito solo dalla fiducia e dalla forza della relazione.

Tornerò su questo punto la prossima settimana. Per ora vi ricordo che oggi una ricerca (Bloomberg) sottolinea come dal 2000 gli investitori siano entrati sui mercati azionari in controtempo 11 volte su 12: è necessario sempre più un consulente come parafulmine per ripararsi non solo dalle tempeste dei mercati, ma soprattutto dalle tempeste mentali frequenti nei risparmiatori, se lasciati soli.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

29 MAGGIO 2014

Lezione N°87 || COME E QUANDO UN CONSULENTE DEVE FAR CAMBIARE PUNTO DI VISTA AL CLIENTE?

Nella lezione precedente ho presentato le implicazioni di un rompi-capo aritmetico nella relazione tra un consulente e un cliente. In sostanza ci siamo domandati: un consulente deve far cambiare punto di vista a un cliente o deve assecondarlo? Che fare quando il bene del portafoglio non collima con le credenze del cliente? Che cosa privilegiare, come costruire la fiducia? Per cercare di rispondere a queste domande, riprenderò oggi la natura del rompi-capo matematico discusso nella lezione precedente.

Il giochetto del 2 - 4 - 6 può sembrare un rompi-capo da settimana enigmistica.

E, in effetti, lo è. Uno di quei tanti trucchi per cui una soluzione sembra molto difficile, almeno inizialmente, da trovare. E tuttavia, alla fine, una volta scoperta, appare ovvia al punto da sentirsi quasi "imbrogliati". Come mai non ci eravamo accorti subito della soluzione? In fondo il rompi-capo è basato su un trucco semplice: stabilire che bisogna trovare una regola di tipo molto generale, tipo "tre numeri qualsiasi che salgono", e poi presentare, come esempio iniziale, la tripletta 2 - 4 - 6. Si deve cioè partire da un esempio che segue la regola, ma che è molto specifico. Il problema è presentato in modo tale da indurre le persone a utilizzare le informazioni date inizialmente. E così si cerca di sfruttare quel che suggerisce l'esempio suggerito. E invece quell'informazione ci porta fuori strada. Non importa che i numeri siano pari, che salgano per due, o per intervalli uguali. La regola è semplicemente: "tre numeri pari ascendenti".

C'è una sola regola che è ancor più generale. Essa è: "tre numeri qualsiasi", cioè una qualsiasi tripletta di numeri.

Il trucco consiste nel riuscire, per così dire, a "ribaltare" quanto viene suggerito con l'esempio iniziale. Ovviamente non tutte le persone riescono a farlo con la stessa prontezza. Alcune si accorgono del "trucco". E lo smascherano in relativamente poco tempo. Altre fanno fatica a capire la soluzione anche dopo che è stata individuata.

Per anni ho usato questo esempio quando si parlava di cambiamenti in un'azienda, o per introdurre il concetto d'innovazione in un'aula di formazione. Un caso "puro", asettico in quanto matematico, e quindi uguale per tutti. E tuttavia simile, nello spirito, a tanti altri rompi-capo, come per esempio questo:

Prova a immaginare un gioco in cui si deve lanciare una palla in modo che rimbalzi e torni indietro senza toccare nulla.

Qui funziona lo stesso meccanismo del 2 - 4 - 6. In questo caso si tratta del suggerimento implicito nella parola "gioco". In tutti i giochi conosciuti, le palle tornano indietro perché rimbalzano contro qualcosa: un palo della porta nel calcio, il pavimento nel basket, la racchetta dell'avversario nel tennis, il muro nello squash, le pareti del campo nel

biliardo, in hockey su ghiaccio, e così via. La persona, di primo acchito, pensa a un gioco di questo tipo, e non gli viene in mente nulla. Tutti i giochi sembrano esser fatti così!

E invece c'è un solo modo per lanciare una palla e fare in modo che torni indietro senza toccare nulla. Basta lanciarla con tutte le nostre forze verso il cielo: a un certo punto la forza di gravità ce la farà tornare indietro. La soluzione del quesito non viene in mente subito, proprio per l'abitudine al consueto concetto di gioco in cui è sempre presente il "rimbalzo".

Qui c'è tutta un ventaglio di situazioni in cui entra in campo un ritornello tante volte ascoltato. Dentro le organizzazioni, nelle famiglie, nelle aziende: "Ma abbiamo fatto sempre le cose così...". Molte volte le cose sono sempre state fatte così perché non c'era altro modo di farle. Ma tante altre volte si è vittime della pigrizia mentale, dell'inerzia, dell'assenza di curiosità, delle tradizioni che non vanno messe in discussione.

Persino quello che si vede a occhio nudo può venire interpretato in un certo modo perché tutti l'hanno sempre visto così. Considerate, per esempio, la corsa dei cavalli. Non si riesce a vedere bene, a occhio nudo, il movimento alternato delle gambe quando i cavalli sono al galoppo. I cavalli al galoppo sono sempre stati raffigurati, in tutti i quadri e i disegni del mondo classico e moderno, con le zampe anteriori che si protendono in avanti e quelle posteriori all'indietro. Poi, nel 1878, l'inglese Eadweard Muybridge pubblicò una serie di foto. Allestì una serie di macchine fotografiche in modo tale da scattare molte immagini in sequenza, in meno di mezzo secondo. Solo così si poteva fare con la tecnologia dell'epoca. E scoprì che c'è una fase del galoppo in cui le gambe si raccolgono in centro e il cavallo sta sospeso nell'aria. Nessuno l'aveva sospettato. Sembrava più plausibile credere quello che era sempre stato dipinto sui quadri. Nei quadri i cavalli riproducevano il movimento di un uomo che corre: una gamba in avanti e l'altra dietro. Muybridge era stato preceduto nel 1873 dal fotografo francese Juliet Janssen che aveva documentato le fasi del transito di Venere davanti al Sole, non così chiare a occhio nudo, grazie a un "revolver fotografico" di sua invenzione. E tuttavia Muybridge è famoso grazie anche alle sequenze dei dettagli dei movimenti dei nudi femminili di giovani che si lavano o che scendono le scale. Queste ultime

immagini ispirarono il quadro del 1912 di Marcel Duchamp "Nude descendant un escalier" (per le immagini, cfr., in rete, "la scomposizione del movimento").

Ma torniamo alla storia del 2 - 4 - 6. Era un esercizio semplice, da fare in classe, quando volevo parlare di innovazione come capacità di individuare una regola più generale a cui ricondurre un fenomeno particolare. Molti grandi "salti" nella storia della scienza hanno obbedito a un principio di tal fatta. Per esempio, così sono state generalizzate e ricondotte alla legge di gravitazione universale di Newton osservazioni e teorie diverse (Copernico, Galileo). La legge di gravitazione universale spiega sia perché una matita cade a terra sia i moti degli astri nel sistema solare. Ogni oggetto attrae un altro in funzione della massa. Anche la matita attrae la terra. Ma l'attrazione della matita non è intuitiva perché la sua massa è così piccola rispetto a quella della terra. Quindi sembra agire solo l'attrazione della terra nel far cadere la matita e si è pensato per migliaia di anni che i corpi cadono per terra e non che si attraggono reciprocamente. Oppure illustravo la legge di Bernoulli, che riconduce a un principio più generale i fenomeni apparentemente più diversi: la forma delle ali degli aerei, l'abbassarsi dell'acqua mentre passa lungo i piloni dei ponti, e lo scoperchiarsi delle case durante gli uragani.

Oppure illustravo la legge di Bernoulli, che riconduce a un principio più generale i fenomeni apparentemente più diversi: la forma delle ali degli aerei, l'abbassarsi dell'acqua mentre passa lungo i piloni dei ponti, e lo scoperchiarsi delle case durante gli uragani. Oppure facevo altri esempi, meno aulici, tipici della storia della psicologia dei consumi. Il principio generale basato sulla facilità logistica di trasporto e di magazzino: cerca di rendere trasportabile quello che vendi per la persona a cui lo vendi. E così, la Nutella, in mezzo secolo, non è più stata tagliata sul punto di vendita, ma messa in vasetti grandi e piccoli, in vaschette coperte da stagnola, e così via. Lo stesso vale per il tè freddo pre-confezionato o la storia delle confezioni di saponi, shampoo e così via. O ancora, un altro principio generale della cosmesi: induci a dedicare al trucco la metà superiore del viso. Infatti è più facile far mettere più decorazioni intorno agli occhi che alla bocca (e quindi più prodotti). Tutti principi generali che, una volta individuati, hanno permesso molte applicazioni

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



particolari. Insomma, mi accontentavo di "sfruttare" il 2 - 4 - 6 per mostrare, per analogia a partire da un rompi-capo aritmetico, un meccanismo mentale di portata più generale.

Un meccanismo che conduce a grandi intuizioni, ma spiega anche tante forme di stupidità, di inerzia, di cecità: "abbiamo sempre fatto così ...".

Però, a forza di usare questo esempio nelle classi, soprattutto quando facevo formazione nelle aziende, mi accorsi che quando il 2 - 4 - 6 era presentato a trenta o quaranta persone, di cui metà arrivava da una parte dell'azienda e l'altra metà da un'altra parte, si creava facilmente una sorta di competizione tra i due gruppi. La corsa alla soluzione si faceva affannosa e ciascuna delle due parti presentava sempre più esempi. Spesso questa fretta non giovava. Ma si poteva constatare un altro fenomeno. Se voi non presentavate il gioco come un indovinello da settimana enigmistica, ma come una narrazione dotata di senso dove si contrapponevano varie ipotesi, potevate far entrare in gioco opinioni di maggioranza e minoranza. Ed è quello che facemmo con Butera Mugny, ed altri studiosi facenti capo alla scuola di Ginevra.

Quando, agli inizi degli anni Novanta, fui ospite di quella bellissima università, cercammo di trasformare il rompicapo matematico in una storia sensata, inserita in uno scenario plausibile e quotidiano, per cercare di rispondere alle domande da cui siamo partiti.

Ma questo finirò di raccontarvelo nella prossima settimana.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Voglio solo chiudere con una nota di cronaca, in attesa dell'esito delle elezioni europee che voi conoscerete quando leggerete questa nota. Avete visto che l'euro si è indebolito? (1,36 sul dollaro alla fine della settimana). Non è chiaro se Draghi sarà prima o poi indotto a fare qualcosa di simile al quantitative easing statunitense. Come sempre i mercati cercano di anticipare gli eventi. O, meglio, sui mercati è in corso un confronto tra due ipotesi diverse e l'una, negli ultimi tempi, sembra prevalere sull'altra. Domanda: che cosa confermerà un'ipotesi e che cosa la falsificherà? Alla prossima!

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

12 GIUGNO 2014

Lezione N°88 || COME SI CREANO LE RELAZIONI TRA LE PERSONE E LE LORO IDEE NEI GRUPPI

Prima di riprendere i contenuti delle due lezioni precedenti per discuterli dal punto di vista delle relazioni e della vita dei gruppi, permettetemi un breve commento sugli esiti delle elezioni europee dal punto di vista di un frequente modo di ragionare da parte dei risparmiatori.

Avrete forse notato che molti commentatori hanno contemporaneamente affermato che l'esito inatteso del voto era imprevedibile, e tuttavia giustificabile (soprattutto quello d'Italia e Francia). Tant'è vero che poi l'hanno spiegato con dovizia di dettagli, ma dopo che era successo. Come mai non l'avevano previsto prima, alla luce degli stessi fattori con cui l'hanno poi spiegato? Un mistero, che però non ci stupisce. Lo vediamo verificarsi da sempre. Gli analisti e i commentatori spiegano gli andamenti dei mercati, ma sono spesso divisi quando si tratta di prevederli (per esempio, di questi tempi, ci si divide sulla tempistica della risalita dei tassi). Purtroppo, nel nostro settore, il ben noto meccanismo del "senno di poi" ha una conseguenza che rende difficile la relazione tra consulente e cliente. Rende cioè difficile spiegare e praticare la diversificazione del portafoglio. Dato che il passato si congela, quello che è successo sembra spiegabile, e, quindi, a posteriori, "doveva succedere". E allora perché è necessario ammettere a priori la nostra incapacità di prevedere il futuro, che è la preconditione per diversificare il portafoglio, se quello che poi è successo sembra che inevitabilmente dovesse succedere?

Questo è forse uno dei più grandi ostacoli nel costruire una relazione equilibrata con il cliente, basata sulla fiducia reciproca. Torno ora alle lezioni dei due giovedì precedenti, lezioni che hanno proprio a che fare proprio con lo spiegare quello che è

successo, e che sembra a posteriori facilmente spiegabile. Infatti, nel classico 2 – 4 – 6, la soluzione, una volta trovata, sembra ovvia (come l'esito delle votazioni di cui parlavo prima).

Nei casi finora discussi è lo sperimentatore a stabilire quale sia la regola da trovare. Per così dire, possiamo considerarlo come "la fonte" della regola stessa. Infatti è lui a stabilirla. E tuttavia nella vita, spesso, la fonte non è lo sperimentatore, cioè un'autorità che stabilisce la regola, e ci dice se i casi da noi forniti seguono questa regola oppure no. Spesso le regole sono nel mondo. E possono corrispondere all'opinione dei più, oppure no. Talvolta le regole provengono da fonti minoritarie, nel senso che si tratta di regole condivise da una minoranza di persone.

A Ginevra, agli inizi degli anni Novanta, decidemmo di studiare la natura e l'influenza della fonte, cioè di chi si pensava avesse stabilito la regola. Dovevamo quindi trasformare il 2 – 4 – 6 in una storia, una favoletta dotata di senso, con un capo e una coda.

Ecco quello che inventammo, usando triplette di città invece che di numeri:

Un'agenzia di viaggi deve preparare una visita a tre città. Si tratta di ripetere il successo di un precedente viaggio organizzato a: Ginevra, Neuchatel e Lucerna. Queste sono tre città svizzere su un lago.

La maggioranza degli impiegati dell'agenzia (oppure una minoranza in un'altra condizione sperimentale) è dell'opinione che il successo del precedente viaggio organizzato fosse stato ottenuto grazie al fatto che si trattava di tre città svizzere (oppure di tre città su un lago, o di città sull'acqua, e così via). E' bene quindi eseguire un sondaggio per decidere quale ipotesi, tra queste, sia quella giusta. Immagina di partecipare a questo sondaggio.

Il compito dei soggetti era duplice. In primo luogo dovevano indicare quella che, secondo loro, era la regola che spiegava il successo ottenuto da una data tripletta di città. Poi dovevano scegliere, in un elenco di quattro triplette di città, quella, secondo loro, più adatta per controllare una regola presentata. E ovviamente si poteva vedere se sceglievano una tripletta che confermava la regola o la confutava (proprio come nel 2 - 4 - 6). Manipolando diverse versioni di questa storia, si poteva così scoprire se era importante che una certa ipotesi fosse sostenuta da una maggioranza o da una minoranza di persone (cioè d'impiegati dentro l'agenzia). Si poteva presentare il problema come se ci fosse una sola soluzione possibile, e cioè un motivo unico alla base del successo del viaggio organizzato, oppure più motivi. Infine si poteva accertare se le persone interpellate, immaginando di essere gli impiegati, avrebbero scelto una tripletta di città che era compatibile o incompatibile con l'ipotesi da controllare.

I risultati hanno mostrato che le persone tendono a scegliere casi che confermano un'ipotesi quando questa è sostenuta da una maggioranza, e quando il compito richiede una sola soluzione corretta del problema. Inoltre, quando si domanda alle persone di suggerire una loro ipotesi, la regola indicata tende a conformarsi a quella della maggioranza. Al contrario, le persone cercano di controllare una nuova ipotesi quando quella che è stata loro proposta proviene da una fonte minoritaria, cioè da una minoranza d'impiegati dell'agenzia.

In conclusione, la strategia volta a mettere in crisi l'ipotesi proposta viene adottata solo quando si specifica che ci sono più soluzioni possibili, e che quella presentata è stata avanzata solo da una minoranza di persone (cioè di impiegati dell'agenzia di viaggi).

Questi risultati sono stati considerati importanti perché mostrano che noi non abbiamo una tendenza stabile e fissa. Non siamo cioè condannati a trovare casi ed esempi che danno ragione a quelle che sono le nostre ipotesi, cioè a confermarle. A certe condizioni riusciamo a liberarci dal nostro spontaneo conformismo e dalla passività rispetto alle opinioni altrui. Talvolta, anche se raramente, non accettiamo, supinamente e pigramente, l'adagio: "è sempre stato fatto così ...". Rifiutiamo le spiegazioni tradizionali per quello che abbiamo visto succedere in passato. E andiamo in cerca di nuove spiegazioni.

E' importante saper creare le condizioni per far sì che le persone non siano conformiste e che, al contrario, cerchino nuove ipotesi nel tentativo di mettere in crisi le opinioni degli altri. In particolare, le persone non si conformano a una data ipotesi altrui quando sanno che questa è sostenuta da pochi, e che più opinioni sono possibili. Solo allora la creatività e la possibilità di innovazione si mettono in moto. In assenza di queste condizioni le persone tendono a usare strategie di controllo che confermano l'ipotesi loro sottoposta, anche se si ha a che fare con storie inserite in scenari realistici, e non con rompicapi matematici come il 2 - 4 - 6 di Peter Wason.

Questi risultati sono stati ripresi dagli studiosi dei gruppi e della formazione delle opinioni. Si tratta della prima prova sperimentale in cui si è misurato il peso di vari fattori che entrano in gioco nel determinare il cosiddetto "pensiero di gruppo", descritto da Irving Janis negli anni Settanta. Il pensiero di gruppo (o group-think) non è il semplice conformismo, cioè un adeguarsi passivo alle opinioni dei più. E' qualcosa di più. Esso consiste nel razionalizzare e nel giustificare il conformismo alle tesi altrui. Il farsene una ragione diventa possibile enfatizzando tutti i casi che confermano l'opinione della maggioranza, o della persona più influente, e trascurando tutto il resto, quasi avessimo un paraocchi. Si tratta di un meccanismo molto dannoso quando si fanno riunioni in un'azienda o in un'organizzazione per affrontare un problema nuovo, o una difficoltà imprevista. E quando un nostro cliente sembra "fissato" su un'idea, è così che se l'è formata. Almeno il più delle volte. Bisogna essere pazienti nelle relazioni con i clienti. Proprio perché, quanto meno si conosce una materia, tanto più si tende ad affidarsi alle opinioni altrui in modo acritico.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

19 GIUGNO 2014

Lezione N°89 || LA RELAZIONE TRA DISTRIBUTORE, CASA PRODUTTRICE, CONSULENTE E CLIENTE FINALE

Questa settimana voglio riprendere le tre lezioni precedenti nella vostra prospettiva, quella cioè di un consulente che ha dei clienti. Ma non abbiamo a che fare, nel vostro caso, con un tipo di consulente che crea personalmente l'oggetto della sua consulenza, come un idraulico o un consulente fiscale. E' un consulente che distribuisce prodotti altrui, come fate voi. La vostra abilità sta nella miscela di prodotti proposta a ogni cliente (la diversificazione del portafoglio), e nella relazione che avete creato con lui, insomma nella vostra reputazione ai suoi occhi. Non siete solo voi a trovarvi in questa condizione. E tuttavia, in luogo di parlare ancora una volta di voi, vi voglio raccontare una storia che emerge dal mio passato, e che ha a che fare con un'azienda vicentina produttrice di batterie e di avvisatori acustici.

L'azienda è nata nel mio stesso anno: il 1942! Ed è cresciuta nel dopoguerra, insieme al mercato delle automobili. Essa approvvigiona le case produttrici con forniture di "primo impianto", in quanto la batteria viene "impiantata" su un'auto nuova. Una batteria ha quasi sempre una vita più corta di quella dell'auto su cui è stata montata. Come fanno gli automobilisti, si può scaricare in modi e tempi imprevedibili. E così, a fianco del primo impianto, è nato un mercato di sostituzione. Naturalmente il primo impianto è un buon sbocco per un'azienda, il migliore: vendi grandi partite di batterie e vieni pagato di sicuro dall'acquirente. Il mercato di sostituzione, quello che costringe a passare per gli elettrauto, è più difficile, insicuro e incerto. L'ipotesi condivisa, con cui mi confrontai, era che "le forniture di primo impianto sono da preferirsi". Tale regola trovava fondamento nei fatti. Gli elettrauto talvolta approfittavano delle circostanze. Quando una batteria era morta, e andava sostituita, il malcapitato automobilista era obbligato a farlo.

E a farlo in fretta, se voleva proseguire. Quindi era incline, o purtroppo costretto, a rifornirsi di una nuova batteria senza discutere troppo sul prezzo. Insomma un mercato difficile da "fidelizzare". Nello stesso tempo, l'azienda sapeva bene che il primo impianto, con la diffusione dell'uso dell'auto tra gli italiani, non avrebbe avuto per sempre gli incrementi del passato. E ciononostante tutte le esperienze particolari sembravano confermare la regola relativa alla superiorità del primo impianto. Si trattava di mostrare che la regola, condivisa da quasi tutti, poteva non funzionare "a certe condizioni". Ma quali erano queste condizioni? In passato si erano raccolte solo esperienze negative: elettrauto scorretti, prezzi al consumatore finale imposti dagli elettrauto, elettrauto cattivi pagatori. Questi episodi emergevano attraverso reclami vari. Ci mettemmo a studiare la cosa e scoprimmo che questi fenomeni erano un'esigua minoranza rispetto alla totalità degli elettrauto. Proprio come avviene per i consulenti finanziari quando si leggono i giornali specializzati e si scoprono solo le magagne. E tuttavia sono sempre le criticità che spiccano agli occhi, che sono segnalate, notate e che finivano per confermare la preferenza per il primo impianto. Si sarebbe potuto mostrare che questa preferenza era infondata, ma solo se si fossero create nuove condizioni.

Il primo quesito era il seguente: le persone talvolta sostituiscono personalmente la loro batteria, magari in maniera preventiva? E come lo fanno? Andai con il responsabile del marketing nei super-mercati specializzati alla periferia di Parigi e studiammo la cosa. Scoprimmo così che le persone avevano un'idea del costo di una batteria, indipendentemente dagli elettrauto. Ovviamente questo non valeva per la maggioranza degli automobilisti. Questi compravano la batteria insieme all'auto nuova e "scoprivano" il prezzo solo quando veniva imposto loro dall'elettrauto in occasione di guasti imprevedibili. La sfiducia verso il mercato di sostituzione era generata dal fatto che erano soltanto gli scontenti quelli che facevano reclami alla casa produttrice, quelli cioè a cui gli elettrauto avevano fatto pagare cara la sostituzione. E tutte queste lagnanze rinforzavano l'opinione diffusa: la superiorità del primo impianto!

Era difficile sostituire tale opinione con una regola, ancora più generale, e cioè che: "a certe condizioni, mercato di sostituzione e primo impianto possono collaborare e aiutarsi a vicenda". Bisognava ricreare presso gli elettrauto le stesse condizioni del primo impianto. Facemmo così una selezione degli elettrauto, individuando quelli più affidabili che avrebbero accettato un listino prezzi imposto dalla casa produttrice. Questi elettrauto venivano ricompensati dall'omaggio di insegne luminose e di altro materiale sul loro punto di vendita, e da una campagna pubblicitaria volta a costruire la loro reputazione, oltre che quella dell'azienda produttrice. Divennero insomma una sorta di fedele e tentacolare protesi sul territorio. Un po' alla volta, si creò un circolo virtuoso. Gli elettrauto selezionati divennero fieri di appartenere a questa sorta di élite. La loro serietà alimentò gradualmente una doppia reputazione: una presso i consumatori finali, che potevano persino sostituire la batteria preventivamente, rivolgendosi all'elettrauto di fiducia. E l'altra reputazione andava a premiare la stessa casa produttrice, che era "garante" di questa rete, l'appoggio di ultima istanza.

Se ci pensate un attimo, le banche e le assicurazioni oggi hanno un problema analogo. Affidare i loro prodotti a reti indipendenti, o persino a consulenti autonomi, oppure creare una loro rete, garantita dal loro marchio, e formata da dipendenti?

Il mondo, almeno agli occhi di uno psicologo, presenta analogie. Perché, dietro le differenze superficiali, ci sono strutture profonde e immutabili. In questo caso, come nel **2 - 4 - 6**, non si riusciva a vedere la possibilità di una regola ancora più generale, una regola che inglobasse l'opinione sulla superiorità del primo impianto (inteso come un caso particolare). Ci riuscimmo creando una rete di "nostri" elettrauto. Creando cioè quelle stesse condizioni che si credevano, in passato, esclusive del primo impianto: reputazione (doppia), serietà, pagamenti e tempistica. Insomma, il primo impianto era diventato un caso particolare in cui si erano verificate spontaneamente quelle condizioni. Noi le avevamo individuate e ricreate anche per la rete. Tra l'altro, studiando il mercato "spontaneo" di sostituzione delle batterie nei grandi magazzini nelle periferie di Parigi, capimmo anche alcune caratteristiche del mercato di sostituzione degli avvisatori acustici, l'altra linea di produzione dell'azienda. Capimmo cioè i motivi che spingevano alcune tipologie di automobilisti a sostituire il clacson originale fornito dalla casa produttrice. Collaborammo così con le case automobilistiche nelle scelte dei clacson per il primo impianto. I clacson, a differenza delle batterie, non si sostituivano perché cessavano di funzionare, ma perché si preferiva un suono diverso, più forte, talvolta personalizzato.

Questo racconto ci rimanda a una morale di più vasto respiro. Perché era stato difficile creare le condizioni profittevoli del primo impianto anche nel mercato di sostituzione? Perché si partiva sempre da esempi positivi particolari, per confermare una credenza anch'essa particolare, e cioè la superiorità del primo impianto. A differenza del **2 - 4 - 6**, dove le triplette che falsificavano le ipotesi erano lì, disponibili nel mondo matematico delle triplette, qui si erano dovute inventare e realizzare le condizioni per falsificare l'ipotesi della superiorità del primo impianto. E non è una differenza da poco. La regola più generale "a certe condizioni, i due mercati si equivalgono" non era né visibile né disponibile. Bisognava scoprirla. E tuttavia, grazie a questa scoperta, quando il mercato del primo impianto si saturò, ci trovammo più "avanti" dei concorrenti, più forti di loro. E questo vantaggio divenne ancora più grande quando la maggiore casa produttrice nazionale, calando l'incremento della domanda

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



di auto, si approvvigionò sempre di più di batterie costruite da una sua azienda collegata.

In conclusione, solo costruendo casi negativi si scopre l'infondatezza delle ipotesi tradizionali quando queste sembrano impossibili da cambiare, addirittura difficili da scalfire.

Le cose sono molto più facili quando si parte da una credenza condivisa e poi, un po' alla volta, si scopre che questa opinione è vera non "in generale", ma solo in particolari condizioni più specifiche. Quando cioè si tratta di raffinare un'ipotesi molto generale. In questi scenari i casi positivi forniscono molte informazioni (a differenza del **2 - 4 - 6**, dove si possono trovare all'infinito esempi positivi che confermano la nostra ipotesi, senza mai individuare la regola più generale).

Molto spesso le cose, per fortuna, funzionano così. E allora è più facile fare il consulente. Consideriamo, per esempio, il rapporto tra cosmesi e pubblicità. I prodotti di cosmesi non hanno successo se non si fa pubblicità. I gusti delle donne sono mutevoli. Si tratta di alimentare, e assecondare, tale mutevolezza in modi più efficaci rispetto alla concorrenza. Di quali forme di comunicazione servirsi? Su quali canali? Per rispondere a queste domande, basta provare diverse strategie e verificarne gli effetti con un bilancio costi-benefici. In tal modo, nel corso degli anni Settanta, scoprimmo che una chiave per il successo era farsi amiche le giornaliste degli ebdomadari e dei mensili femminili. Non si doveva chiedere nulla in cambio, per non affievolire la loro autonomia e offendere il rispetto di se stesse. Bastava creare simpatia, per esempio portandole in vacanza con chi desideravano. Gli effetti sarebbero venuti col tempo. Un bilancio costi-benefici a lungo termine dimostrò che questa strategia era profittevole tanto quella, più ovvia, di farsi amici i parrucchieri che, naturalmente, avevano la fiducia delle loro clienti.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

Copyright © 2014 Swiss & Global Asset Management SA – tutti i diritti riservati



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

In conclusione il confronto tra i casi positivi ci fornisce informazioni quando si passa da una credenza di tipo generale a ipotesi più particolari, aprendosi alla possibilità di confronti costi-benefici.

Nella prossima lezione tratterò un altro problema rilevante per la creazione di una buona relazione reciproca con i nostri clienti, e cioè la correttezza dei rapporti, collegata al non violare le regole che una comunità condivide.

Come ho fatto in queste ultime lezioni, vi racconterò un episodio della mia vita, un problema particolare e, infine, trarrò una morale o, meglio, dei suggerimenti che spero utili non solo per il vostro lavoro, ma anche per la vostra vita.

I SOLDI IN TESTA

26 GIUGNO 2014

Lezione N°90 || CHE COSA RENDE DIFFICILE AL CLIENTE CAPIRE QUEL CHE FA IL CONSULENTE (E I RIFLESSI SULLA RELAZIONE CON LUI)

Quante volte, con i vostri clienti, vi sarete domandati il motivo per cui dovete cercare di spiegare sempre le stesse cose, perché le persone non imparano mai. Certo, molte persone non provano neppure a capire, tanto si fidano di voi. Una relazione però imbevuta di troppa fiducia, di troppa delega, non è buona cosa nel vostro campo. La totale fiducia si rovescia talvolta improvvisamente in totale mancanza di fiducia.

Resta il fatto che è un po' misterioso come mai le persone non riescano a cambiare punto di vista rispetto alla loro rappresentazione ingenua di quel che si può e deve fare con i risparmi. Non torno su questo punto che ho già approfondito in Perché gestiamo male i nostri risparmi.

In questa serie di lezioni voglio invece cercare di rispondere a domande che hanno più a che fare con la relazione cliente-consulente:

Come mai si continuano a compiere gli stessi errori?

Come mai il cliente fa tanta fatica a capire quel che si dovrebbe fare con il suo portafoglio?

Io ho cercato di capire come questo possa accadere. In fondo l'ho fatto per tutta la mia vita. Ed è solo se capite alcuni dei meccanismi che ci rendono tanto impermeabili che sarà possibile impostare bene la relazione con gli stessi clienti. Insomma è bene capire di che pasta sono fatti.

Nei capitoli precedenti vi ho parlato di come ho studiato il problema del 2 - 4 - 6 e del libro che mi aveva cambiato la vita. Ora vi racconto come cercai di studiare il secondo dei due problemi di Peter Wason, solo accennato nel libro già menzionato (un libro ti cambia la vita!). Nel libro di Peter Wason questo secondo problema era solo accennato (più spazio era dedicato al 2 - 4 - 6). Nei decenni successivi, divenne il più famoso rompicapo della psicologia del pensiero. E' un test delle nostre capacità mentali e della possibilità di allenarle. E' stato anche il banco di prova per tutte le teorie sull'intelligenza umana che, da allora, si sono avvicinate sulla scena della psicologia. E' stato chiamato in più modi: compito di selezione (selection task è il nome scelto da Wason) o problema delle quattro carte. Le numerose versioni del problema sono derivate tutte dalla sua originale forma astratta. Eccola.

Qui sotto vedete quattro carte, ognuna delle quali presenta una lettera su un lato e un numero sull'altro lato. Le prime due sono girate dal lato della lettera, le seconde due dal lato del numero. Voi sapete che queste carte sono state costruite sulla base della seguente regola:

Se c'è una A su un lato della carta, allora c'è un 2 sull'altro lato

Il vostro compito è indicare quali carte bisogna girare per stabilire se questa regola è vera o falsa.

A B 2 5

Perché il problema è interessante

All'inizio degli anni Sessanta del secolo scorso imperava, tra gli studiosi dell'intelligenza, la teoria dello svizzero Jean Piaget. Egli aveva studiato soprattutto lo sviluppo dell'intelligenza descrivendo le varie fasi di maturazione delle capacità intellettive, dal bambino fino all'adulto. Secondo Piaget, un adulto dovrebbe essere capace di accertarsi della verità o della falsità di un'ipotesi condizionale. Più precisamente, dovrebbe essere capace di indicare quegli stati di cose che potrebbero dimostrare che un'affermazione condizionale è falsa. In effetti, se dico: "Se piove, prendo l'ombrello", si capisce che qualcosa non va se esco sotto la pioggia senza ombrello. La teoria di Piaget coincide dunque con il buonsenso. A prima vista sembrerebbe che sia facile capire in quali scenari la mia affermazione "Se piove, prendo l'ombrello" potrebbe essere falsa. Lo è quando piove, ed io non prendo l'ombrello. Semplice, a prima vista.

Potete provare con qualsiasi frase:

Se Paolo vede una polpetta, la mangia

Se Vittorio vede una polpetta, la ignora

Chi deve mangiare la polpetta o ignorarla secondo queste due frasi? Ovvio. Talmente ovvio che nessuno aveva mai provato a inventare un test delle capacità di pensiero simile a quello di Peter Wason. E tuttavia, se le persone fossero sempre capaci di individuare ciò che potrebbe rendere falsa e ciò che potrebbe rendere vera un'affermazione condizionale, la prova di Peter Wason non avrebbe dovuto creare problemi a nessuno. Insomma, le persone avrebbero dovuto scegliere la carta con la A e quella con il 5. Si tratta della combinazione che rende falso il condizionale:

Se c'è una A su un lato della carta, allora c'è un 2 sull'altro lato

Infatti, se dietro la A ci fosse il 5 il condizionale sarebbe falso. E, se dietro il 5 ci fosse una A, il condizionale sarebbe parimenti falso. Non è necessario scegliere le altre due carte. Nessuna di esse potrebbe essere un controesempio della regola, dimostrarne cioè la falsità. Queste scelte sono quelle che le persone, secondo

Piaget, avrebbero dovuto fare. E tuttavia la maggioranza delle persone interpellate non le faceva. Le risposte tipiche erano la carta con la A e la carta con il 2, oppure solo la carta con la A (e voi, come avreste risposto?).

La scoperta di Wason, un po' alla volta, si diffuse tra gli psicologi e iniziò quell'opera di demolizione della teoria di Piaget, di cui lui non era poi il solo responsabile. Da duemila anni, infatti, la maggioranza degli studiosi pensava che la razionalità degli adulti coincidesse con la capacità di pensare secondo le regole della logica. Piaget non faceva altro che continuare questa tradizione. Nessuno lo aveva mai messo in dubbio. Anzi, nessuno aveva neppure provato a metterla in dubbio. Peter Wason provò, e riuscì.

Dagli anni Sessanta del secolo scorso sappiamo che la logica ha ben poco a che fare con i modi di pensare delle persone comuni. In psicologia, tuttavia, i risultati negativi non sono mai così istruttivi. Dimostrare che non riusciamo a fare una cosa che, secondo Piaget, avrebbe dovuto essere facile, non ci fa avanzare molto. E' abbastanza comprensibile che, per vari motivi, sia difficile risolvere alcuni problemi. Molto più istruttivo è il confronto tra le condizioni in cui non riusciamo a fare qualcosa e quelle in cui riusciamo a fare la stessa cosa, o qualcosa di analogo. Questa differenza, lo scarto cioè tra capacità e incapacità di fronte a problemi analoghi, è la chiave per capire come funzionano i meccanismi del pensiero. Perché in quel caso sì, e in quell'altro no? La psicologia funziona così. Vive di dettagli, come d'altronde la nostra esistenza (anche quella delle aziende e dei prodotti).

Alice Munro, venerata dagli psicologi del pensiero perché considerata la regina del dettaglio (cfr. i miei pezzi su Repubblica), scrive la sua prima storia cambiando la Sirenetta di Andersen. Nella versione della dodicenne Munro, la Sirenetta, pur tra atroci sofferenze, impara a camminare: "Non mi preoccupavo del fatto che il resto del mondo non conoscesse mai la versione nuova, perché, dopo averla pensata, mi sembrava che esistesse comunque" (Repubblica, 11/12/2013, in occasione del Nobel). Fantastico. Pura psicologia del pensiero.

La prima volta che feci il compito di selezione sbagliai. Quello che pensai, subito dopo, fu forse simile a quello che viene in mente a chiunque abbia scelto le carte A e 2. Come non accorgersi che scegliere il 2 è inutile, mentre non si sarebbe dovuto tralasciare il 3? In effetti, a ben vedere, perché scegliamo la carta con A? Perché se dietro, invece di un 2, c'è un 3, la regola è falsa. E allora come mai dimentichiamo di scegliere il 3? Se dietro il 3 c'è una A, la regola è parimenti falsa. Anzi, potrebbe essere la stessa carta una volta girata da un lato, e l'altra volta girata dall'altro lato!

La mia idea era che la cecità fosse dovuta al fatto che regola era calata dall'alto. Una sorta di rompi-capo che ci mette alla prova e ci intimorisce. Di primo acchito, non capiamo bene il senso di quella regola, a meno di non considerare il tutto come un gioco da Settimana Enigmistica. Ora gli psicologi del pensiero usano questi rompi-capo un po' assurdi – gli stessi impiegati nei test d'intelligenza – non perché siano sadici, o per intimorire e mettere a disagio. Devono farlo per ragioni metodologiche, per mettere tutti sullo stesso piano. Vanno quindi impiegati dei test che nulla hanno a che fare con la vita, proprio per annullare il ruolo dell'esperienza passata di chi partecipa all'esperimento. Le esperienze passate dei partecipanti potrebbero essere diverse, e quindi i partecipanti potrebbero non trovarsi su un piede di parità. E quindi, anch'io, non pensavo di modificare il materiale astratto e, diciamo pure, un po' astruso. Supponevo di dover continuare a usare numeri o disegni. Provai invece a cambiare il modo con cui si arriva la regola. La mia idea era che la persona formulasse personalmente la regola con cui poi doveva cercare di risolvere il problema, quando gliel'avessi presentato con la "sua" regola.

Questa idea mi era venuta perché ricordavo le mie esperienze alle scuole elementari. Durante gli anni dell'università, avevo insegnato alle magistrali e mi offrivo sempre volontario per i tirocini, dove le future maestre si impraticavano a interagire con i bambini. Ebbene, gli allievi di quell'età si allenano a ragionare solo se incuriositi dai giochi. Quanto più sono loro a stabilire le regole del gioco, anzi a trovarle, tanto più si appassionano, e tanto più abili diventano.

Costruii un mazzo di carte. Maria Sonino, la sperimentatrice, le presentava alle persone. Diceva loro se ogni carta seguiva, oppure no, una regola che loro avrebbero poi dovuto formulare. Per fare questo dovetti modificare un po' le carte rispetto a quelle originali usate da Peter Wason. Feci dei cartoncini su cui erano disegnate due figure, un triangolo e un cerchio. Le due figure erano collocate, una a fianco dell'altra, sul lato visibile del cartoncino.

In sostanza, c'era un mazzo composto di quaranta carte con quattro tipi di disegni: con due cerchi, con due triangoli, con un triangolo a sinistra e un cerchio a destra, e, infine, con un cerchio a sinistra e un triangolo a destra. Maria Sonino teneva in una mano il mazzo di carta. Lentamente, con l'altra mano, le faceva scorrere mostrandole a colei/colui che partecipava all'esperimento. E ogni volta diceva, come in una giaculatoria: "questa segue la regola, questa segue la regola, questa non segue la regola, questa segue la regola ..., e così via. Le sole carte che non seguivano la regola erano quelle con il cerchio a sinistra e con il triangolo a destra. Quando il partecipante era convinto di aver individuato la regola, a forza di casi positivi (molti) e negativi (pochi), la scriveva su un foglio di carta.

Già i risultati di questa prima fase dell'esperimento furono interessanti. Scoprii che non è naturale e spontaneo usare il condizionale per descrivere questo stato di cose. L'espressione più usata era una semplice descrizione:

Due figure uguali, se differenti il triangolo a sinistra e il cerchio a destra.

O anche la seguente descrizione:

Due cerchi, due triangoli, un triangolo a sinistra e un cerchio a destra.

La maggioranza delle trenta persone descriveva solo le situazioni che seguivano la regola usando espressioni disgiuntive e congiuntive. Solo tre persone si espressero in termini negativi, escludendo il caso che non seguiva la regola:

Non c'è un cerchio a sinistra e un triangolo a destra.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Un risultato importante perché mostra quello che era stato intuito da Wason, e che poi Johnson-Laird avrebbe sviluppato nella teoria dei modelli mentali. L'architrave di questa teoria è il principio di verità. In sintesi: alle persone interessa ciò che è vero. Di conseguenza noi ci rappresentiamo il mondo privilegiando ciò che è vero, e tralasciando ciò che è falso. Questo, è il motivo, secondo Johnson-Laird, per cui le persone falliscono nei due compiti di Wason e in tante altre prove. Come aveva detto Peter Wason (1968, p. 145):

Il bisogno di dimostrare la "verità" dell'affermazione ha finito col prevalere sull'istruzione impartita per dimostrarne la falsità. Questa palese predisposizione alla verifica è analoga alla tendenza emersa con il problema 2 – 4 – 6.

Queste parole di Peter Wason spiegano l'essenza del modo di pensare dei vostri clienti. Loro si domandano e vogliono sapere da voi quel che è vero, e quel che accadrà. E tuttavia, nella teoria del portafoglio, è altrettanto importante tener conto di quel che non accadrà. E' la differenza tra previsioni che si avverano e previsioni che non si avverano. Questa differenza viene annullata da una buona diversificazione. La premessa per capire il senso di una buona diversificazione sta nelle domande:

E se le cose non stessero così?
E se non andassero come penso?
Come potrei sapere se ho torto?

Pochi capiscono il senso di queste domande, e pochi quindi diversificano. Se un consulente vuole capire perché ciò accade, e perché non è facile la relazione cliente/consulente, è forse consigliabile che conosca i punti che tratterò nelle prossime lezioni.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

Copyright © 2014 Swiss & Global Asset Management SA – tutti i diritti riservati



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

I SOLDI IN TESTA

3 LUGLIO 2014

Lezione N°91 || TRASFERIRE LE CONOSCENZE DA NOI AL CLIENTE

Il problema del trasferimento delle conoscenze si collega a quello della lezione precedente.

Perché è così difficile trasferire le nostre conoscenze da noi al cliente? Per rispondere a questa domanda vi racconterò l'inizio dei miei studi, quando lavoravo in Inghilterra con Phil Johnson-Laird.

All'inizio degli anni Settanta, da Londra comunicavo, con i miei, in Italia, con delle lettere non incollate sul retro, perché, se lasciate aperte, costava meno spedirle (ai miei bastava sapere che stavamo bene). E Phil Johnson-Laird osservò che la stessa regola era allora vigente in Gran Bretagna.

Avemmo così l'idea di modificare l'esperimento della lezione precedente presentando ai partecipanti all'esperimento cinque buste comuni, da corrispondenza:

- una appoggiata sulla faccia dell'indirizzo con un bollo da 50 lire
- una uguale con un bollo da 40 lire
- una senza bollo
- una rovesciata e chiusa
- una rovesciata e visibilmente aperta

Le istruzioni dicevano ai partecipanti d'immaginare di essere un postino che doveva controllare se le lettere spedite obbedivano a questa regola:

Se una lettera è chiusa, allora deve essere affrancata con un bollo da 50 lire.

Avevamo due versioni, una con bolli italiani (50 e 40 lire) e una con bolli inglesi. Il bello è che la sperimentatrice, Maria Sonino, per accelerare le cose, andava a fare gli esperimenti nella Commonwealth House (un famoso edificio del 1939 destinato agli studenti provenienti dai paesi dell'ex-impero britannico). Gli studenti sapevano bene l'inglese, ma non tutti conoscevano la regola postale utilizzata nell'esperimento. E tuttavia ne capivano subito il senso, e cioè che per avere il beneficio della riservatezza, sigillando la lettera, bisognava pagare un po' di più. E che se uno avesse cercato di ottenere il beneficio senza pagare, avrebbe imbrogliato le poste. Ebbene, 22 partecipanti su 24 capivano il senso del compito e lo risolvevano correttamente, in un soffio. La proporzione era inversa quando si trattava del solito rompicapo con lettere e numeri di cui vi ho parlato nella lezione precedente.

Phil, inoltre, aveva avuto un'idea geniale, cioè chiedere alle stesse persone di fare entrambi i compiti, quello postale e il tradizionale rompicapo astratto, uno dopo l'altro, ruotando l'ordine di presentazione. E così arrivò la scoperta più importante, e cioè che non c'era transfer tra i due tipi di problemi, realistico (postino) e astratto (lettere e numeri). In altre parole, aver risolto prima il compito con la storia del postino non agevolava la soluzione del compito di selezione, presentato subito dopo. Questo risultato è importante per il problema che interessa a noi, e cioè quello del transfer delle conoscenze dal consulente al cliente. Problema che è al cuore della questione della diversificazione esperta, su cui sono tornato più volte.

Ed è un risultato importante anche sul piano teorico. Mark Singley e John Anderson, celebri studiosi del dipartimento di scienze cognitive migliore al mondo (Carnegie-Mellon), scrivendo nel 1989 un testo fondamentale sul transfer nella soluzione di problemi (The transfer of cognitive skill, Harvard U.P.), citarono questo lavoro come anticipatorio delle tesi di Tversky e Kahneman. L'incapacità di transfer dimostra che "le persone non sono molto abili nell'applicare i principi generali della logica e della statistica (p. 234)".

In effetti, da un punto di vista logico-formale, tutte le versioni fin qui raccontate sono identiche. Si tratta sempre di indicare la combinazione p e non-q come l'unico stato di cose capace di rendere false ipotesi o regole del tipo se p allora q (o anche p solo se q, oppure tutti i p sono q). Si tratta però di formulazioni che possono essere considerate identiche solo nei cristallini mondi della logica. Non lo sono invece per gli esseri umani in carne ed ossa.

Phil fu presago al riguardo. Il titolo dell'articolo, Reasoning and a sense of reality, allude a A sense of reality di Graham Greene, una raccolta di quattro storie che hanno a che fare non con la realtà ma con la fantasia, il sogno. Anche nel nostro lavoro non era importante che la storia fosse "realistica". Il punto era che nella mente dei lettori la combinazione p&non-q diventasse rilevante, facile da identificare e scegliere. Lo era a maggiore ragione se la combinazione p e non-q corrispondeva a situazioni in cui qualcuno cercava di aggirare una regola.

Nei quarant'anni successivi, il problema di Wason conobbe numerose varianti. Io stesso, memore dei miei bambini, quando insegnavo alle elementari, e accortomi che bastava rendere plausibile una storia in cui si doveva controllare una regola come quella postale, insegnai a bambini di 6-7 anni una storia sul colore che dovevano avere certi grembiuli scolastici. Dimostrai, insieme al mio laureando Mauro Murino, che anche i bambini sono in grado di risolvere il problema, proprio come avevano fatto gli adulti della Commonwealth House.

Allora ero giovane, e non sapevo che Reasoning and a sense of reality sarebbe stato il nostro lavoro più citato, anche tra quelli, numerosissimi, che Johnson-Laird, in quasi mezzo secolo, avrebbe poi condotto con noi o altri collaboratori.

Mi divertii, ma poi dimenticai la cosa senza darle troppo peso. Ed è l'unica pubblicazione di cui non ho una copia cartacea. Per fortuna la British Psychological Society decretò l'importanza dell'articolo, e si può prelevarlo gratuitamente dalla rete.

La longevità di questo esperimento, e più in generale del compito di selezione, è rara in psicologia, una disciplina dai continui cambi di paradigma. La sua fortuna è dovuta al ruolo del compito di selezione come cartina tornasole per varie teorie. La più recente, molto in voga, è la teoria evuzionista, e cioè la psicologia intrecciata con la teoria dell'evoluzione di Darwin. In questa prospettiva acquista rilievo la capacità di ragionare bene quando si tratta di smascherare imbroglianti rispetto a quando si devono risolvere compiti astratti. Nella terza edizione del manuale di Lance Workman e Will Reader, il più utilizzato come introduzione alla psicologia evuzionista (Evolutionary Psychology, Cambridge UP, 2014), molte pagine sono dedicate a varianti del compito di selezione. Le ricerche condotte servendosi di questo tipo di compito sono citate per provare la tesi che è stata l'evoluzione della nostra specie a selezionare la capacità di scovare gli imbroglianti, soprattutto quando abbiamo a che fare con il bene di una comunità (proprio come nel caso del postino). Purtroppo oggi si usano le mail elettroniche, raramente le buste cartacee. E così, almeno nei manuali, la versione del problema del postino è stata soppiantata da regole circa i livelli di età (18 anni) e i permessi di bere alcolici (birra). A parte il narcisismo ferito, nulla è cambiato, nella sostanza.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbffundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



A ripensarci, quante cose erano successe, prima dell'idea e delle brevi passeggiate di Maria fino alla Commonwealth House per fare gli esperimenti. Bastava che uno solo, tra i tanti capitoli precedenti della storia, si fosse inceppato: se Maria Sonino non mi avesse regalato il libro di Peter Wason ... , se Beniamino Andreatta non ci avesse permesso di andare a Londra (in congedo dall'ente di ricerca di Trento da cui allora Maria ed io dipendevamo) ... , se un generale turco della Nato non ci avesse dato i fondi per restarci ..., se le regole postali fossero state diverse ..., e così via. Pensai a lungo a questa storia del "se solo ...". Rimuginandoci sopra (rimuginare è molto importante per farsi venire le idee), arrivai a un esperimento che racconterò tra due lezioni.

Ora è tempo di terminare questa lezione: abbiamo mostrato che il problema del transfer è proprio all'origine della difficoltà di trasferire le conoscenze, e, nel nostro caso specifico, di fare il consulente in campo finanziario.



Prof. Paolo Legrenzi **Laboratorio di Economia** **Sperimentale**

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

10 LUGLIO 2014

Lezione N°92 || LA RELAZIONE CON IL CLIENTE È MINACCIATA DALLE ANALOGIE SBAGLIATE

Molti dei vostri clienti non sono più giovani, e una parte, se non tutto, del portafoglio che vi è stato affidato in gestione proviene dal lavoro di una vita. Se uno è stato capace di fare i soldi, può anche pensare di essere in grado di gestirli. Questo ragionamento è basato su un'analogia: "Dato che è stato difficile metterli da parte, e ho dovuto superare molte difficoltà ... a maggior ragione sarò capace di ...". Nella vostra relazione con loro dovete superare questa difficoltà, oltre a quella della diversificazione, di cui Vi ho già parlato più volte.

Il problema è che le capacità non si trasferiscono facilmente da un campo all'altro. Dedicherò le prossime due lezioni a quest'argomento.

Ricordate i due rompi-capo di cui vi ho parlato nelle lezioni precedenti? Sono una cartina di tornasole di questa difficoltà. A molte persone – spesso quelle importanti o che si considerano tali - non piacciono i rompi-capo, come le due prove di Wason. Non li prendono sul serio, e pensano che siano giochetti da Settimana Enigmistica. Non accettano che le persone possano essere intelligenti e di successo e, al contempo, avere dei limiti (le più grandi sciocchezze discendono proprio dal non rendersene conto, ma questa è un'altra storia che ho già raccontato).

Anche le persone più intelligenti hanno dei limiti, per il semplice fatto che alcuni modi di pensare sono comuni a tutti. Gli psicologi evolucionisti sostengono che questi modi di pensare, oggi non molto funzionali, sono il risultato di adattamenti della specie umana ad ambienti di vita differenti, decine di migliaia di anni fa. Ed è per questo motivo che sono condivisi da tutti gli appartenenti a una data specie, per esempio quella umana. Non so se gli psicologi evolucionisti abbiano ragione, ma qui non è molto rilevante.

Il punto centrale, al contrario, è che questi limiti si possono superare, con l'allenamento, ma bisogna prima prenderne atto. Nel corso dei decenni, ho così imparato a presentare i compiti di ragionamento non come dei test di intelligenza individuali, volti a misurare le prestazioni di una persona, ma come dei giochi da fare insieme, meglio se in gruppo. Altrimenti la situazione può diventare imbarazzante.

Ricordo una volta che, insieme a Vittorio Girotto e due professori inglesi, presentammo il compito di selezione nella versione tradizionale a dei fisici, tra cui il direttore della Sissa di Trieste. Loro puntualmente sbagliarono in cinque minuti, e ne impiegarono cinquanta per spiegarci perché in realtà non avevano sbagliato. Questo non è un atteggiamento costruttivo. E' consigliabile, invece, prendere atto dei modi di funzionare della nostra mente, e allenarla per controbattere le sue tendenze naturali, quando queste potrebbero portarci guai.

I risultati con la versione astratta, e difficile, del compito di selezione, presentata alle stesse persone che avevano risolto la versione postale, prova che noi non siamo bravi a fare il transfer. Non riusciamo cioè a trasferire la soluzione di un problema a un problema analogo, neppure se è formalmente equivalente. Dal punto di vista dei problemi quotidiani, nel tempo libero e sul lavoro, il transfer è cruciale. In due sensi: possiamo farlo quando non dovremmo. E, viceversa, non farlo quando ci condurrebbe a idee nuove.

Un primo semplice esempio di transfer con effetti positivi: ponete di dover svitare qualcosa e d'essere senza un cacciavite. Nel cassetto di cucina non c'è forse un coltello spuntato in cima? Si tratta di uno strumento con un manico, quindi con una buona presa e a punta piatta, inseribile nella testa della vite. Potete immaginare di trasferire le proprietà di un cacciavite vero e proprio su quelle di un coltello spuntato in punta. Il gioco è fatto.

Quando vi mancano gli attrezzi adatti o le sostituzioni per un guasto potete domandarvi come funziona ciò di cui avete bisogno: vi manca una cinghia elastica? Non l'avete? In un noto film, una signora, ufficiale della marina statunitense, si toglie un indumento intimo elastico, e sostituisce il pezzo mancante del motore di un sottomarino (Operazione sottoveste, regista Blake Edwards, 1959). Le analogie sono un'ottima via per risolvere problemi trasferendo le proprietà di un sistema a un altro sistema. In altri casi il transfer è più creativo.

Alcuni decenni fa, quando incominciai a lavorare in una multinazionale della cosmesi, c'era il problema di inventare prodotti nuovi per gli uomini, un mercato ancora poco saturo. Invece di creare ex-novo un prodotto per i capelli – non facile, soprattutto per gli uomini – ci ispirammo alla brillantina, un prodotto storico che, sul piano industriale, si era iniziato a produrre nella Gran Bretagna degli anni Trenta. I giovani piloti della RAF, che salvarono i cieli d'Inghilterra dall'invasione nazista, erano stati affettuosamente chiamati con il nome del prodotto "Brylcreem Boys" (nel 1999 comparve un film con questo titolo che, in effetti, fu tradotto in italiano con "Brillantina Boys").

Tutti quelli della mia generazione ricordano il Carosello in cui l'ispettore infallibile, ma completamente calvo, alla fine confessava: "Anch'io ho commesso un errore, non ho usato brillantina Linetti!" La figura di quel personaggio, insieme a altri ricordi "storici", appiccicavano al concetto di brillantina una patina vecchiotta, legata agli anni Cinquanta. E allora noi riuscimmo a "trasferire" le proprietà funzionali della brillantina a un prodotto apparentemente del tutto nuovo, denominato "Gel", inventando il marchio Studio Line (la grafica era super-giovane).

Si riuscì così a rinnovare una storia di successo del passato, trasferendola sotto nuove spoglie, al punto tale che Studio Line finì per fare da ombrello coprendo un'articolata linea di prodotti (crema, spray, gel, mousse).

Potrei dilungarmi con tanti altri esempi. In fondo, in termini astratti e generali, tutto il lavoro consisteva nel fare trasferimenti riusciti, evitando quelli che avrebbero portato a insuccessi, e nel costruire grappoli di concetti-prodotti sfruttando analogie all'interno di rassomiglianze di famiglia. La rassomiglianza di famiglia – di cui per primo parlò il filosofo Wittgenstein – funziona per le caratteristiche comuni ai vari membri di una famiglia. Si tratta di somiglianze che non tutti condividono – modi di camminare, taglio del viso, bocca, orecchie, e così via. E tuttavia si vede subito che i membri fanno parte della stessa famiglia, perché hanno "qualcosa in comune".

Le rassomiglianze di famiglia tra i prodotti vanno costruite. S'inizia cautamente con un accoppiamento "singolo prodotto-nome". Se funziona, si trasferiscono le stesse proprietà da un ambito all'altro, tenendo conto dello sfondo culturale su cui si lavora. Per esempio, la Francia ha una lunga tradizione orientaleggiante, legata all'arte e alla letteratura. Basti pensare all'esotismo di Pierre Loti e di tanti altri romanzieri: l'impero coloniale aveva collegato Francia e Estremo Oriente. E così quando, a Parigi, decisero di lanciare anche in Italia il loro primo bagno-schiuma, Obao, che s'ispirava alla tradizione giapponese dei bagni, da noi sconosciuta ai più, andammo incontro a molti problemi e l'agenzia di pubblicità non era mai contenta. Il transfer tra marchio-Giappone-bagno di schiuma non era scattato (il marchio poi scomparve).

In realtà, quasi tutti i prodotti nei settori dove c'è raramente una vera innovazione tecnologica, e si lavora sul variegato modo delle apparenze, inventando nomi, superfici, immagini, allusioni e concetti, vivono di trasferimenti e innesti.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



I prodotti finanziari vengono costruiti allo stesso modo, ricombinando pochi elementi di base e assemblandoli così da confezionare un prodotto finito a cui, infine, viene dato un nome. Ma i prodotti finanziari hanno una loro peculiarità: non riescono mai a svincolarsi dai sottostanti. Se un prodotto va bene, il suo successo è dovuto al mix degli elementi di cui è formato. Questo è un punto molto importante che differenzia i prodotti finanziari da tutti gli altri prodotti. Una differenza che i consulenti non devono dimenticare mai.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

17 LUGLIO 2014

Lezione N°93 || LA RELAZIONE È AGEVOLATA DALLE ANALOGIE COSTRUTTIVE, NON DA QUELLE DISTRUTTIVE

Ho terminato la lezione precedente parlando dei prodotti finanziari. Per la verità anche in campo finanziario ci sono delle vere e proprie innovazioni, non delle costruzioni fatte combinando diversi sottostanti. E' noto che i zero-coupon bond sono nati grazie all'intuizione di un operatore della Merrill Lynch che voleva offrire alle nonne e alle vecchie zie della Florida un prodotto "sartoriale" per finanziare gli studi universitari dei loro piccoli nipoti. Questa innovazione ha contribuito a creare un nuovo possibile elemento per il mix con cui andranno poi confezionati i prodotti finanziari finali. Da questi poi, si può risalire alle origini, e si sa sempre come sono fatti. Al contrario la composizione "materiale" dei prodotti negli altri campi è quasi sempre nascosta (ricordate l'esempio della brillantina nella lezione precedente?).

E tuttavia, anche nella cosmesi, almeno all'inizio, ci sono state delle vere e proprie innovazioni, come quando il chimico Eugène Schueller ebbe l'idea di creare un prodotto con cui si poteva stare al sole senza scottarsi. Fu lanciato nel 1936 con il nome Ambre Solaire, proprio nel primo anno in cui i lavoratori francesi andarono al mare con le ferie pagate. Un altro grande salto, iniziato presso la stessa azienda, divenuta multinazionale, alla fine degli anni Sessanta, fu lo scavalco delle categorie tradizionali. Avvenne quando noti stilisti si allearono alle case di cosmesi e crearono insieme profumi. Iniziò un percorso che avrebbe, via via, toccato tutta la cura della persona, fino a culminare nella fusione in un solo marchio di cosmesi, profumi, vestiario, occhiali, gioielli e così via (si pensi ad Armani, di cui ho parlato in Frugalità).

Il transfer da un settore all'altro divenne più agevole con la tendenza a premiare i nomi degli autori a scapito dei nomi dei prodotti, com'è successo in altri campi (arte, cinema, letteratura), dove il "brand" dell'autore che firma il prodotto prevale sulle sue caratteristiche funzionali.

Un altro esempio di analogia "costruttiva": consideriamo i modi con cui si può proteggere dai virus un computer, cioè una macchina artificiale fatta di sabbia, petrolio e metalli. In campo medico sono stati sviluppati dei vaccini per proteggere gli uomini da infezioni virali. Lo stesso si può fare costruendo dei programmi per computer che abbiano un'analogia funzionale protettiva. Ovviamente, ci sono differenze tra i virus dei computer e i vaccini biologici. Un virus non provoca la febbre a un computer. E tuttavia la struttura è analoga: entrambi sono contagiosi, entrambi possono replicarsi una volta che siano penetrati nella macchina o nell'uomo, entrambi possono causare danni all'ospite. Se vogliamo quindi costruire un'analogia tra due fenomeni, dobbiamo trasferire una struttura di conoscenze da un sistema noto (in questo caso i virus biologici) a un sistema nuovo (in questo caso i virus dei computer).

Purtroppo le analogie possono anche portarci fuori strada. Scelte politiche di grande rilevanza sono state influenzate dall'impatto retorico e persuasivo di un'analogia, dal trasferimento incauto dello stesso schema da una situazione a un'altra.

In seguito alla Seconda guerra mondiale, i politici statunitensi hanno più volte giustificato un intervento militare all'estero richiamandosi alla situazione che era poi drammaticamente sfociata nel terribile conflitto 1940-45. Una diffusa narrazione della Seconda guerra mondiale racconta di un «cattivo», Hitler, e di tentativi di pace, timorosi e incerti, compiuti dal titubante primo ministro britannico Neville Chamberlain. Solo l'intervento di «eroi», come l'inglese Winston Churchill e l'americano Franklin Delano Roosevelt, riuscì a sistemare le cose. Il copione, che semplifica le vicende storiche riconducendole a stereotipi, si nutre delle azioni dei cattivi per eccellenza, Germania e Giappone, di vittime come l'Austria, la Cecoslovacchia e la Polonia, e infine degli eroici difensori combattenti per un mondo più giusto, Gran Bretagna e Stati Uniti.

Da questa narrazione scaturisce il ragionamento ipotetico: «Se la Gran Bretagna e, poi, gli Stati Uniti non fossero intervenuti, la violenza e l'ingiustizia avrebbero prevalso». Ecco scattare un'analogia più generale: se non interveniamo militarmente in questo nuovo scenario, che è simile allo stato di cose già incontrato in precedenza, l'ingiustizia e la violenza prevarranno. Un caso di analogia non creatrice, ma fuorviante, essendo basata soltanto su una storia bella da credere, condivisa dai più, e dalla forte presa emotiva. Vari presidenti statunitensi vi hanno fatto ricorso per giustificare interventi militari in terre lontane: la Corea (Harry Truman, 1950), il Vietnam (Lyndon Johnson, 1965) il Kuwait e l'Iraq (George Bush senior, 1991) e il nuovo intervento in Iraq, ancora in corso nel 2014, con esiti forse drammatici (George W. Bush, 2003).

Ora, la situazione della Seconda guerra mondiale era complessa, e non è facile fare paralleli adeguati con i nuovi scenari. Al punto che il ricorso alla consueta distinzione buoni/cattivi è stato talvolta controproducente. Per esempio, la guerra in Vietnam era «anche» una continuazione dell'insurrezione anticolonialista contro i francesi in Indocina, non solo una lotta contro i comunisti del Nord, più tipica del caso coreano. L'Iran, da super-cattivo, sta passando in poco tempo dalla parte dei «buoni», coloro cioè che combattono contro i guerriglieri sunniti dell'ISIS (Califfato Islamico dell'Irak e del Levante). Applicare sempre la stessa analogia, con un transfer meccanico e ripetitivo, si è rivelato efficace per convincere i cittadini sul piano emotivo.

Era facile richiamare la solita narrazione per spiegare la situazione ed evocare sentimenti di giustizia e di soccorso al più debole. E tuttavia, in molti casi, la forza dell'analogia impediva di capire come stavano veramente le cose. Gli effetti non furono quelli evocati dal pigro, per quanto spontaneo, trasferimento di uno schema antico.

Vi sono, insomma, i trasferimenti innovativi e quelli meccanici e ciechi.

Inoltre, v'è anche un terzo tipo di meccanismo. Si tratta dei casi in cui, grazie a un'analogia, si scopre qualcosa di nuovo, ma poi, proprio perché la scoperta si traduce in un'efficace e seducente novità, l'analogia deve venir nascosta. Per esempio, trasferire lo stesso gusto alla nocciola può portare all'invenzione di un cioccolatino "analogo" a una forma di merenda. Ma subito, appena inventato il nuovo prodotto, dovete nascondere il transfer con una pubblicità adeguata, che alluda al mondo peccaminoso dei "grandi". A pochi adulti piace l'idea di apprezzare la vecchia merenda per bambini. In fondo la stessa operazione era stata fatta con il transfer dalla brillantina al gel. L'analogia strutturale tra i due tipi di prodotti era stata poi "coperta" dalla confezione e dalla retorica pubblicitaria, com'è stato fatto nel trasferire quel gusto alla nocciola dalla merenda al cioccolatino.

In questi casi prima si fa un transfer e, immediatamente dopo, lo si nasconde. Questo stesso meccanismo, rovesciato, governa molti film e romanzi e, soprattutto, la suspense che li caratterizza. Il prototipo è *La spia che venne dal freddo* di John Le Carré (libro del 1963, film del 1965). Qui si evoca lo schema della spia disillusa e alcolizzata, e lo si trasferisce sul protagonista, all'inizio della storia. In seguito si racconta il finto smascheramento di una rete di pagamenti, e lo si trasferisce al presunto traditore. Infine l'agognata salvezza dei protagonisti, Lei+Lui, serve in realtà a sacrificare Lei. Lei è l'unico personaggio "vero", e, in un finale commovente, anche Lui decide d'essere un uomo autentico, non una spia corrotta in un mondo falso. In conclusione, il film funziona come una matrioska: suggerisce, e poi smonta, prima innescando e poi distruggendo schemi noti.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfunfsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Il più grande problema di un consulente consiste nello spiegare che non sempre è facile fare i transfer giusti, quelli che conducono a nuove idee. Purtroppo altre volte, in modo pigro e istintivo, ci accontentiamo di quelli sbagliati. Ci basiamo su schemi che abbiamo in testa, e che non confrontiamo con la dovuta attenzione rispetto alle nuove realtà che abbiamo davanti. Altre volte, infine, costruiamo storie servendoci dei transfer consueti per creare un'atmosfera di suspense e sorpresa. Poi, quando vengono questi vengono smascherati, si finisce per mostrare che le cose stanno in tutt'altro modo.

Come distinguere i transfer produttivi da quelli ingannevoli? Non c'è una regola semplice. E tuttavia, per solito, quelli ingannevoli, scattano spontanei perché basati sull'esperienza passata, nostra o di una collettività. In questi casi dobbiamo diffidare, con la consueta strategia del sospetto/rispetto nei confronti della realtà delle cose. Si tratta di andare a vedere se ci sono veramente le condizioni che garantiscono la possibilità prendere una decisione basata su un ragionamento analogico. I transfer produttivi, invece, sono nascosti. Fu solo con fatica che si scoprì che quella crema per merende da bambini (fissata così nella memoria dei più perché chiamata in origine Super-crema) celava la possibilità di un trasferimento a un dolce. L'indizio era stato il consumo, nel privato, da parte di acquirenti non-più bambini, vagamente vergognosi della fanciullaggine del gusto evocante tempi lontani. Bastava a quel punto trasferire nel pubblico ciò che era nascosto privato, mascherando l'analogia.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

In conclusione, diffidiamo dei transfer che facciamo in modo immediato, e andiamo invece a vedere (dietro e dentro) quelli che sono difficili, chiedendoci perché lo sono.

Uno dei più grandi problemi con i clienti è che tendono a fare analogie soltanto sulla base della loro limitata esperienza passata. Tornerò su questo problema nelle prossime lezioni.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

24 LUGLIO 2014

Lezione N°94 || I LEGAMI TRA IL VOSTRO CLIENTE E VOI: LA RELAZIONE "IDEALE"

Nelle lezioni precedenti vi ho parlato delle difficoltà che possono sorgere nel costruire una buona relazione con il cliente. Erano difficoltà che avevano la loro origine nei modi di funzionare della mente dei vostri clienti. Ora vi voglio parlare di un altro aspetto dello stesso problema, e cioè del lato della relazione che parte da voi. Cercherò di spiegare perché voi dovrete provare a essere un prolungamento della mente del vostro cliente non solo in termini "tecnologici". Siete cioè degli esperti della gestione dei suoi risparmi, e dovete essere reperibili, come capita con le protesi. Pensate ad esempio al vostro smartphone, che vive con voi. Ma dovete cercare di essere di più, essere cioè dei "prolungamenti affettivi". Il cliente deve potersi rispecchiare in voi, quasi fosse delle protesi affettive. Mi rendo conto che queste prime dieci righe non sono molto chiare, e vi ringrazio se siete arrivati a leggere fin qui. Farò uno sforzo per chiarirmi e, come spesso capita anche a voi, farò degli esempi. Sceglierò come esempi dei film che molti di voi avranno forse visto (ma molti no, e quindi li riassumo!).

Con questo sforzo narrativo vorrei celebrare con voi il mio 72° compleanno (il 27 luglio). Parliamo allora di questi tre film, che utilizzerò per spiegare che cos'è una protesi tecnologica e una protesi affettiva, i due paradigmi del perfetto "consulente". Il film *Cast Away* di Robert Zemeckis (2000) narra la storia di Chuck Noland, novello Robinson Crusoe, il protagonista del romanzo scritto da Daniel Defoe (1719). Defoe s'ispirava a un fatto di cronaca, e cioè l'abbandono di un naufrago inglese sull'isola Juan Fernandez. Il film *Cast Away* ha vinto due premi: uno per il miglior protagonista, dato all'attore Tom Hanks, e l'altro per il miglior oggetto inanimato, dato a Wilson. Wilson è un palla da

basket, per l'appunto di marca "Wilson". Tom Hanks la trova sulla spiaggia tra i detriti, dopo che il suo aereo si è inabissato. Con la mano insanguinata, Hanks disegna sulla palla i tratti di un viso e la trasforma, da oggetto in-animato, a "compagno" della sua vita solitaria. Sono passati quasi tre secoli dal romanzo di Defoe. In quella storia il protagonista si limita a sfidare la natura. Chuck Noland, invece, per affrontare l'ambiente ostile si crea un confidente, animando (in senso letterale) una semplice palla. Non mi soffermo su quello che in realtà è successo sull'isola (oggi meta turistica) dell'arcipelago delle Figi, dove è stato girato *Cast Away*. Partiamo invece dalla situazione dello sceneggiatore del film, recatosi su un'isoletta al largo delle coste messicane, da sempre completamente deserta.

Lo sceneggiatore arriva, e vuole provare su se stesso gli stati d'animo che avrebbe dovuto attribuire a Chuck Noland e a Wilson. Che cosa trova? Le spiagge, le rocce, tutta l'isoletta solitaria è completamente disabitata, un mondo inanimato. Per descriverlo basta un geologo. Pezzi di realtà che, in teoria, si possono ridurre alla composizione dei materiali di cui è fatta l'isola. Altro non c'è. Appena arriva lo sceneggiatore, tutto cambia. Prima, il frangersi delle onde sulla spiaggia era puro rumore. Poi i rumori incontrano l'apparato acustico umano e diventano suoni. Prima c'era il mondo tout court, né interno né esterno, il nudo mondo descrivibile dai fisici. Poi arriva l'uomo e il mondo diventa mondo esterno incontrato. E' esterno perché l'uomo ha un suo mondo mentale interno, è incontrato perché le sue caratteristiche, come i rumori che diventano suoni, sono definite dal sopraggiungere dell'uomo. Se sull'isola fosse arrivato un cane, il mondo

incontrato sarebbe stato diverso. Così voi, arrivando, cambierete il mondo dei vostri clienti: lo arricchirete. Il mondo esterno incontrato è fatto di molte cose che c'erano prima della nostra nascita e tali permarranno dopo la nostra morte. Ma è fatto anche di cose che nascono e vivono con noi, come Wilson. Grazie all'incontro con Chuck Noland, la palla, in origine un oggetto materiale (quello dei fisici, fatto di tante particelle sub-atomiche), diventa un oggetto d'investimento affettivo. Non solo Tom Hanks quell'anno si prende l'Oscar. La palla del film vince il premio per il miglior oggetto inanimato proprio grazie ai modi con cui lo sceneggiatore è riuscito ad animarla. Vi invito a fare un percorso analogo: da semplice consulente "operativo", tecnologico, a protesi "affettiva", compagno che può dare conforto. Come fa lo sceneggiatore a rendere plausibile la trasformazione di Wilson da in-animato a animato? Molte delle condizioni perché ciò avvenga sono analoghe a quelle per cui i bambini si creano dei compagni immaginari. I bambini estendono il proprio io a una sorta di protesi affettiva che s'incarna in giocattoli, bambole, o animali di pezza. Altre volte abbiamo a che fare non con protesi affettive, ma con immaginari "angeli custodi". Wilson è insieme un oggetto che si anima e un angelo custode.

Per innescare questa trasformazione è sufficiente la decisione di Chuck Noland? Qualsiasi oggetto sarebbe andato bene? No. Sarebbe stato difficile prendere un sasso e farlo diventare un compagno. Un sasso non avrebbe "invitato" questa trasformazione, avrebbe resistito restando duro, freddo, inanimato, anonimo. Conclusione: le nostre capacità d'immaginazione hanno dei limiti ben precisi. E' plausibile trasformare una palla, ma non un sasso, in un amico immaginario. E tuttavia proviamo a domandarci quali siano le condizioni minime perché qualcosa sia animabile, perché possa essere visto come se fosse un'entità autonoma dotata di sentimenti e emozioni.

Togliamo l'isola, facciamo a meno dell'ambiente ostile, eliminiamo anche la solitudine di Chuck e il disegno del viso che personalizza una palla di marca Wilson. Che cosa resta? Proviamo a ridurre il tutto ai contorni di oggetti geometrici che si muovono su uno schermo. E' quello che hanno fatto Fritz Heider e Marianne Simmel. Nel 1944 hanno costruito un breve filmato della durata di un minuto e 32 secondi (facile da trovare

in rete digitando su Google: "Heider Simmel demonstration"). Di questo film vi ho già parlato nelle lezioni precedenti. Tutte le persone descrivono quel che succede sullo schermo all'incirca come fa Daniel Kahneman: Gli spettatori vedono un triangolo grande, un triangolo piccolo, e un cerchio girare intorno a una forma che sembra l'abbozzo schematico di una casa con la porta aperta. Hanno l'impressione che un triangolo grande e aggressivo intimidisca un triangolo più piccolo e terrorizzi un cerchio, e che il cerchio e il triangolino uniscano le forze per sconfiggere il prepotente; vedono anche molte interazioni intorno a una porta e poi un finale esplosivo. La percezione dell'intenzione e dell'emozione è molto forte; solo gli individui affetti da autismo non la provano (2012, p. 86).

Il finale esplosivo, per chi non avesse guardato nel frattempo il film, avviene quando il triangolo cattivo riesce a frantumare il rettangolo che, a quel punto, si è trasformato in una prigione dove lui non vuole essere rinchiuso. Kahneman ci fa sorgere il dubbio che sarà sempre "conveniente", in certe condizioni, attribuire menti a oggetti inanimati. Allo scopo di rendere più "economica" la rappresentazione del "mondo esterno incontrato", invece di togliere – come per solito si fa quando si "economizza" – dobbiamo aggiungere qualcosa. Dobbiamo cioè arricchire le ombre che si muovono sullo schermo d'intenzioni, trasformandole in protagoniste di una storia ricca di emozioni. Ecco questo vale anche per voi: a voi, come "gestori" è opportuno sovrapporre alla funzione di "consulenti esperti" un nuovo ruolo di "angeli custodi". Un fenomeno curioso, interessante per un consulente: appena possibile, appiccichiamo a ogni oggetto, a ogni invenzione grafica presente nei fumetti, nei cartoni animati e nella pubblicità, emozioni e sentimenti. Non solo quando abbiamo a che fare con esseri viventi, animali e piante. Capita anche oggetti astratti, immateriali, che possono gioire e soffrire, pur essendo a noi sconosciuti e pur muovendosi in scenari ignoti.

Possiamo persino animare una voce artificiale se, dietro a questa voce, immaginiamo che ci sia una mente. Così avviene nel film Her (Lei) di Spike Jonze, dove il protagonista s'innamora di un sistema operativo che si presenta nelle vesti di un'affascinante assistente (2013, premio Oscar per la sceneggiatura). Animare la voce seducente di un sistema operativo (nel senso letterale di dare un'anima) garantisce la certezza che Lei è nostra, e che ci

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbffundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



amerà per sempre. Purtroppo poi Chuck scopre che Lei intrattiene altri 641 partner, e la gelosia lo divorerà. Lei gli dice di non preoccuparsi: il suo amore non è influenzato dal numero di persone a cui è diretto. Dichiarazione molto plausibile nel caso di un sistema operativo, ma che svela l'auto-inganno di Chuck. Egli preferisce pensarla come una donna di cui è geloso, piuttosto che come un sistema operativo che può tener "compagnie in parallelo". Il dramma non è l'amore in parallelo, come nel classico triangolo à la Jules et Jim di Francois Truffaut (1962), ma la possibilità tecnologica di Her di farlo con un numero quasi infinito e incontrollabile di partner sconosciuti (gli uni agli altri), sempre facendoli innamorare.

Dove sta la differenza tra Chuck Noland e Robinson Crusoe? Robinson è un naufrago "illuminista": non ha bisogno di "esternalizzare" la sua mente, gli basta cercare di dominare il mondo esterno. Noland invece è un uomo dei nostri tempi, e si costruisce un compagno immaginario. Il protagonista di Her, infine, è l'uomo del futuro. La sua solitudine non è dovuta a qualcosa che avviene nel mondo esterno incontrato, ma dentro di lui, a causa della vita solitaria dopo che la sua donna l'ha abbandonato. A Robinson Crusoe basta la forza della sua mente, Chuck Noland ha bisogno di una palla animata, il protagonista di Her di un raffinato sistema operativo.

Queste tre storie ci permettono di riprendere la questione sollevata all'inizio. Quanti volti ha la vostra funzione? Potrebbe sembrare riduttivo paragonare un consulente a uno smartphone.



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Ma non è riduttivo se pensate, nell'ottica del film Her, a tutte le sue funzioni di protes. Già oggi, uno smartphone è uno strumento che potenzia funzioni naturali. Come telefono, ci fa parlare con una persona con cui potremmo conversare se fosse vicina a noi. Come macchina fotografica ci permette di fissare un'immagine che potremmo dimenticare. Ma come computer ci fa scoprire conoscenze e altre mirabilie. Mi sembra quindi che il confine tra relazioni basate sull'expertise e relazioni basate su un transfer affettivo (cfr. lezione precedente) si stia assottigliando e spostando. Naturalmente non è bene instaurare una relazione semplicemente basata su "informazioni+affetti". La relazione va modulata caso per caso: anche quando il sistema operativo di Her si attiva, cerca di farlo in modo "sartoriale", informandosi sulle esigenze di quel particolare cliente. L'ideale di un buon consulente è che il cliente possa un giorno diventare geloso di lui.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

31 LUGLIO 2014

Lezione N°95 || CHE COSA PASSA TRA UN CLIENTE E IL SUO CONSULENTE?

Ho terminato la lezione precedente parlando di quello che "passa" tra un cliente e il suo consulente: passano informazioni su come gestire il portafoglio, ma passano anche emozioni e affetti. Ed è naturale che sia così, perché il cliente affida al consulente qualcosa di molto importante, spesso il risultato di prolungati impegni e fatiche della sua vita. E allora vorrei soffermarmi, in queste prossime lezioni, a scandagliare come nasce e si consolida quell'emozione che, genericamente, nella vita quotidiana, siamo soliti chiamare "fiducia".

La fiducia è la cartina di tornasole, il segno che rivela una delega sana da parte del cliente al suo consulente. Vorrei però affrontare anche l'altra faccia della medaglia, e cioè i pericoli di aspetti insani, talvolta quasi patologici, nei rapporti dove la fiducia si sfalda. Più avanti, parlerò di emozioni "impure", quali sono il rimorso, il rimpianto, la colpevolizzazione impropria, l'attribuzione sbagliata di responsabilità. Quando queste emozioni "impure" si sono instaurate, talvolta si consolidano, e finisce che è tardi per tornare indietro. E allora dobbiamo rintracciarne le cause. E le cause – scusate il bisticcio di parole – stanno proprio nei nostri modi abituali di individuare le cause di qualcosa.

Nella vita tra le persone, tuttavia, non è facile individuare le cause di quel che succede nei loro rapporti. La vita non è un laboratorio scientifico.

La vita è fatta di storie, di narrazioni, dove capitano molte cose, vicende che s'intrecciano e si accavallano. Spesso c'è più di una causa. Si tratta allora di individuare quella cruciale.

Quella causa cioè che, sia il consulente sia il cliente, giudicano importante, nel bene e nel male. Quale fatto ha determinato il "punto di svolta", il momento in cui si è chiusa una strada, e non si poteva più tornare indietro? Quando non si è soli, e c'è un rapporto tra due persone, soprattutto se è durato un certo tempo, non è facile accertare chi è responsabile di che cosa. La responsabilità è condivisa, ed è distribuita in modi diversi nel tempo. Quando un cliente lascia un consulente, cosa che capita raramente, è su questo terreno che qualcosa non ha funzionato. Una grande scrittrice di racconti, che ha vinto quest'anno il Nobel della letteratura, Alice Munro, ha descritto questi meccanismi in molti racconti. Mi sembra paradigmatico Amundsen, una storia in cui due persone si perdono di vista, e poi, anni dopo, per caso si sfiorano in una grande città, ma decidono di "non vedersi" e di continuare per la loro strada:

Sembrava ancora del tutto possibile che ci facessimo largo in mezzo alla folla per ritrovarci insieme, l'attimo dopo. E altrettanto certo che avremmo invece proseguito per la nostra strada (Uscirne vivi, Einaudi, 2014, p. 62).

Alice Munro descrive l'ambiguità del momento in cui avviene un punto di svolta. Nella vita delle persone, e delle società, ci sono dei punti di svolta, di non ritorno. Sul momento, non sempre ci accorgiamo di valicare un confine. Lo capiamo solo quando ci guardiamo indietro.

C'è un'analogia tra i punti di svolta nella vita delle persone, quelli descritti da Alice Munro, e i punti di svolta sui mercati.

Oggi disponiamo del motore di ricerca Google Trends che ci dice quante volte una parola o un concetto viene cercato dalle persone che accedono alla rete. Se andate a controllare la ricerca di "bolla finanziaria" (financial bubble) vedrete che, a fine luglio 2014, gli accessi alla rete non hanno raggiunto i picchi di qualche anno fa, ma sono in ascesa. Se poi controllate su Google Books Ngram Viewer, che vi dice quante volte un termine è citato in tutti i libri scannerizzati da Google dai primi anni dell'Ottocento, vedete che il termine "financial bubble" ha avuto un picco negli anni Trenta del secolo scorso, e poi si è seduto fino agli anni Ottanta. Da allora è iniziata una salita che, di questi tempi, ha raggiunto un picco. Con le parole di un recente articolo di Robert Shiller, tradotto da Il Sole24Ore il 18.07.14 (p. 17):

La grande preoccupazione degli esperti (nei confronti della presenza di una bolla) è palpabile e legittima perché la convinzione che i mercati siano sempre efficienti può sussistere solo quando c'è qualcuno che non ci crede del tutto e pensa di poter approfittare del mercato al momento giusto. Al tempo stesso la crescente preoccupazione è insidiosa perché non sappiamo se condurrà a un'iper-reazione al ribasso... Anche i giornali sono allarmisti. L'8 luglio la prima pagina del New York Times apriva con il seguente iperbolico titolo: "E' un boom o una bolla che investe ogni cosa ..."

Ora è ovvio che se i mercati fossero sempre efficienti, come ci spiegano in linea teorica molti economisti (in base all'assunto che i prezzi incorporano tutte le informazioni disponibili in un dato momento), non ci sarebbero bolle. E le bolle invece ci sono. Meno ovvia è invece un'altra convinzione, di cui parla Shiller. La convinzione cioè che i mercati siano sempre efficienti. Tale convinzione può sussistere solo nella misura in cui c'è qualcuno che non ci crede del tutto, e pensa di approfittarsene. E' qui l'origine delle bolle, del contagio innescato da chi non crede che siano efficienti! Spiegatelo ai vostri clienti quando pensano che voi siate inutili! Quelli che pensano di poter fare tutto bene da soli! Il risultato è la distribuzione complessiva del risparmio degli italiani, di cui parlerò nella lezione di fine agosto.

In teoria si potrebbe supporre di confrontare il rendimento dei risparmi affidati a esperti con quello dei risparmi gestiti soltanto dai proprietari. Questo confronto tuttavia non è molto sensato, come ha osservato, tra gli altri, Luigi Guiso nella sua rubrica su Plus, il supplemento del Sole24Ore del sabato:

Raffrontare il rendimento degli investimenti di chi usa la consulenza con quello di chi non la usa non ha molto senso ... Chi ricorre alla consulenza è meno capace di chi non la usa ... inoltre ci si può affidare perché sappiamo (o pensiamo) «di essere in buone mani».

Come ho ripetuto anche recentemente sulla rivista "Sistemi Intelligenti", in teoria non bisognerebbe conoscere molto del funzionamento della propria testa per non affidarsi a un esperto. Basterebbe padroneggiare alcuni principi di base:

- 1) la differenza tra rischio e incertezza, e cioè l'impossibilità di prevenire, sulla base dei rischi del passato, l'incertezza imprevedibile del futuro (da cui le bolle);
- 2) la nozione di diversificazione, e cioè la distribuzione dei nostri risparmi in più forme possibili d'investimenti de-correlati, strategia efficace anche in altre scelte di vita;
- 3) la differenza tra paura e pericolo, in forza della quale proviamo paura per le cose paurose e non per quelle pericolose (delle bolle prendiamo paura dopo, quando è tardi! Ecco un altro motivo per rivolgersi a un consulente!);
- 4) la regressione verso la media, e cioè la lenta tendenza dei vari parametri, utilizzati per misurare l'andamento dei risparmi, a ritornare verso i valori secolari, dopo aver raggiunto un picco e un punto di svolta.

Un conto però è conoscere questi principi, altro conto saperli praticare sistematicamente. Inoltre questi principi non prendono in considerazione le forti pressioni psicologiche e le emozioni indotte nei momenti di punti di svolta sui mercati. Anche nella vita i punti di svolta sono molto importanti, ma non sempre ce ne accorgiamo quando capitano.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Il mio punto di svolta personale fu il 1972. Nacque mio figlio, morì mio suocero, tornai a Venezia. Forse meglio sarebbe stato continuare a lavorare Londra: "Se solo non fossi piaciuto a Kanizsa, il capo dell'istituto universitario di Trieste, grande accademico".

La mia vita sembrava muoversi nel bel mezzo di scenari del tutto fortuiti. "Se solo non avessi letto gli esperimenti di psicologia di Peter Wason nel 1968 ... Se solo fossi rimasto a Londra ...". Tra tante, c'era stata una "vera" causa, quella che aveva determinato il punto di svolta? Molte volte, nei decenni successivi, mi lambiccavo con questo pensiero.

A forza di rimuginare, mi trovai a leggere un passo di Ernst Bloch, nella sua fantastica Apologia della Storia, tradotta da Einaudi:

Immaginiamo un uomo che cammini su un sentiero di montagna. Fa un passo falso e cade in un precipizio. Perché quell'incidente accadesse, ci volle il concorso di molti elementi determinanti. Quali, tra gli altri: la legge di gravità, la presenza di un rilievo, risultante a sua volta da lunghe vicende geologiche, il tracciato di un sentiero destinato, per esempio, a collegare un villaggio ai suoi pascoli estivi. Sarà dunque perfettamente legittimo dire che, se le leggi della meccanica celeste fossero differenti, se l'evoluzione della terra fosse stata un'altra, se l'economia alpina non si fondasse sulla transumanza stagionale, la caduta non sarebbe avvenuta. Domandiamo però quale fu la causa? Ciascuno risponderà: il passo falso ... Fra tutti gli antecedenti, ecco che si distingue per parecchi caratteri che colpiscono: è stato l'ultimo a verificarsi, il più eccezionale nell'ordine generale del mondo ... (1969, p. 161, p. 108 nella versione originale, in rete).



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Senza dubbio quasi tutti rispondono così. Io però mi domandavo: la causa della caduta nel precipizio andava individuata nel passo falso perché quello era stato il fatto più eccezionale (cioè improbabile)? Oppure perché era quello che si era verificato per ultimo nella lunga catena delle pre-condizioni: forza di gravità, presenza del rilievo, transumanza, tracciato del sentiero? A me non sembrava che le cose fossero andate proprio così, almeno nella mia vita. Era l'improbabilità, oppure il fatto che fosse stato l'ultimo evento a verificarsi, la caratteristica che ci fa dire che il passo falso è la causa dell'incidente? Così, a naso, mi sembrava che le cause di quello che era successo fossero le scelte che avrei potuto fare in modo diverso, quelle cioè influenzate dalle mie decisioni personali.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

7 AGOSTO 2014

Lezione N°96 || CHI È RESPONSABILE DI CHE COSA?

Nel mio punto di svolta, il 1972, aveva certamente agito il caso (morte di mio suocero, nascita di un figlio, posto a Trieste). E tuttavia le "vere" cause erano da individuare nelle mie decisioni personali, quelle che avrei potuto prendere in modo diverso.

Nel 1983, cercai di risolvere la questione con un esperimento, come di consueto.

Ci misi molto a decidermi perché, nel frattempo, mi ero dato a un nuovo mestiere, a quei tempi inclassificabile, simile forse a quello che oggi si chiamerebbe pomposamente "social media marketing". Si tratta di collaborare a tutta quella catena di decisioni lungo il percorso che va dall'invenzione di un concetto-prodotto, fino alla strategia di promozione sui vari canali. Allora non c'era la rete, e si usavano tutti gli altri canali disponibili, quelli che, ancor oggi, sono i più importanti (TV, radio, giornali, punti di vendita, confezioni, sponsorizzazioni, e così via). E' un tipo di consulenza che ha preso molto piede. Al punto che a fine 2013, secondo i dati LinkedIn, questa è l'attività per cui, più spesso, un giovane italiano va a lavorare all'estero.

Avevo cominciato con una multinazionale della cosmesi, L'Oréal (dall'aureola che cinge la testa di una donna con i capelli colorati), dove per anni aveva lavorato proprio il mio capo triestino, Gaetano Kanizsa, precursore delle ricerche motivazionali in Italia. Lui, però, non ci aveva preso molto gusto. Il fatto è che non conosceva la psicologia adatta. Io, invece, trovavo nelle aziende un terreno di collaudo e di spunto per quella che era, di fatto, psicologia del pensiero applicata alle scelte delle organizzazioni, alle lotte con la concorrenza. Mi divertivo.

Torniamo dunque al quesito di Ernst Bloch e al problema con cui cercai di rispondervi tramite esperimenti. Provai a costruire una breve storia, come un riassunto di un racconto di Alice Munro:

Il Sig. Bianchi era responsabile di un passaggio a livello lungo una linea ferroviaria molto isolata, a mezz'ora dal villaggio dove abitava. Per prudenza egli si recava ogni giorno, mezz'ora prima del passaggio dell'unico treno per quella linea, così da essere sicuro di poter chiudere il passaggio a livello per tempo.

Il giorno della catastrofe, Bianchi era uscito di casa addirittura un'ora e mezza prima e, non avendo nulla da fare, si stava recando al punto di controllo. Trovò però per strada un suo amico carissimo che lo invitò al bar. Bianchi, essendo in anticipo, l'accompagnò per lasciarlo mezz'ora dopo, con l'orario consueto. Bianchi si mise in cammino, ma a metà strada sentì un boato e vide crollare di fronte a sé il ponte di legno. Le travi di sostegno, troppo vecchie, per fatalità avevano ceduto proprio in quel momento. Bianchi cercò di attraversare la valle a piedi, ce la mise tutta, ma arrivò con cinque minuti di ritardo. Era appena successo un incidente: un carro e un contadino erano stati travolti dal treno presso il passaggio a livello incustodito.

Come capita dire in queste occasioni: "Se solo ...".

La preghiamo di completare questa frase.

E Lei, lettore, una volta letta la storia, immaginandosi di essere il Sig. Bianchi, come completerebbe la frase che inizia con "Se solo ..."?

Se le cose funzionassero come suggeriva Bloch, dovremmo aspettarci che le persone menzionino l'evento più improbabile, e cioè il cedimento delle travi. E invece solo due persone su trenta modificano la storia con queste parole: "Se solo il ponte non fosse crollato ...". Quasi tutti evitano l'incidente mortale immaginando che Bianchi faccia qualcosa di diverso. Costruiscono cioè una storia in cui è stata modificata un'azione che era sotto il controllo di Bianchi, qualcosa insomma che lui avrebbe potuto fare in modo diverso. Nella grande maggioranza delle risposte, l'evento su cui s'interviene è la sosta al bar, eliminandolo oppure modificandone la durata.

Il lavoro del 1983 si serviva dell'euristica della simulazione. Si tratta di chiedere alle persone di completare la frase finale, che inizia con Se solo ... Il compito di chi partecipa all'esperimento consiste nell'immaginare un mondo diverso da quello della storia, per esempio quella del Sig. Bianchi. Fu Phil Johnson-Laird a parlarne, e a regalarmi copia dell'articolo di Daniel Kahneman e di Amos Tversky, uno psicologo eccezionale, che conobbi bene nel 1996, poco prima che morisse.

Io lessi la ricerca, e mi colpì la tecnica del completamento del "Se solo ...". Ecco un modo per rispondere agli interrogativi sollevati da Bloch.

Kahneman e Tversky sostenevano una tesi simile a quella di Bloch, e cioè che noi, nell'immaginare una storia priva del tragico epilogo, avremmo fatto dei cambiamenti minimi, sostituendo o eliminando l'ultimo evento, oppure quello più improbabile. In effetti, quando si tratta d'incidenti scampati per miracolo, le cose stanno così. Costrui una versione della storia del Sig. Bianchi in cui lui evitava la catastrofe per un pelo, riuscendo ad arrivare sul posto pochi minuti prima del passaggio del treno. In questi casi, alla maggioranza delle persone, viene spontaneo dire: "Se solo fosse arrivato cinque minuti dopo".

Questa differenza tra quando capita un guaio, e quando il pericolo viene evitato per un pelo, è molto sensata. Quando capita un guaio, noi andiamo a cercare qualcosa che avremmo potuto fare in modo diverso, così da evitare le conseguenze negative. Maneggiare in questo modo l'euristica della simulazione è molto pedagogico perché ci insegna a evitare guai in futuro, quando ci troveremo in situazioni simili. Nel caso però della gestione del risparmio e della teoria del portafoglio le cose non funzionano così perché noi non possiamo mai imparare, dato che è difficile capire quando si è formata una bolla, se non dopo che è scoppiata. E tuttavia questo è un problema che riprenderò quando parlerò dell'irrazionalità del rimpianto nella gestione dei risparmi. Dato che qui ci occupiamo invece della relazione tra cliente e consulente, dobbiamo soffermarci su quello che chiamo "il grande problema".

Il grande problema dei rapporti di un consulente con un cliente è che i quasi-guai, quelli che non sono successi per un pelo, nella vita sono sempre evidenti. Ci accorgiamo subito dello scampato pericolo, e ci viene spontaneo tirare un respiro di sollievo perché il guaio del quasi-guaio non è accaduto. Tutte le storie di "scampato pericolo" che si accompagnano agli aerei civili abbattuti, pensando che si trattasse di velivoli militari (il caso del volo da Amsterdam alla Malesia è solo il più recente), sono accompagnate, nelle cronache, dai resoconti di coloro che, per un motivo o per l'altro, hanno perso quel volo. Un disastro evitato di poco, inconsapevolmente, per circostanze spesso fortunate.

Il grande problema discende dal fatto che, quando si gestiscono i risparmi di un cliente, tutti i disastri evitati non si vedono. Non si vedono perché troppe cose succedono sui mercati finanziari e il cliente si è affidato a voi proprio per non occuparsene. Quello che lui vede è soltanto l'andamento dei diversi comparti nel "suo portafoglio". E queste differenze ci sono, ed è bene che ci siano, proprio perché il portafoglio è ben diversificato. Come fare in modo che il nostro cliente veda le "cause" giuste, veda anche i guai che non sono successi, abbia le emozioni corrette, invece che rimpianti, emozioni cioè che alla lunga distruggono un rapporto? Continueremo nella prossima lezione e, intanto, buone vacanze!

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano

T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

28 AGOSTO 2014

Lezione N°97 || IMMAGINARE QUELLO CHE SAREBBE POTUTO ACCADERE, NON SOLO SUI MERCATI

L'analisi di quello che è successo, e la simulazione di quello che sarebbe potuto succedere, sono i due strumenti con cui, diventando vecchi, costruiamo la saggezza. Diventare saggi, in effetti, non è altro che imparare a preoccuparsi soltanto delle cose di cui val la pena preoccuparsi. E non di quelle, un'infinità, di cui ci preoccupiamo inutilmente da giovani. Come diceva Michel de Montaigne, per tutta la vita mi son preoccupato di guai che poi non sono successi (e solo ora, da molto vecchio, me ne sono accorto).

Quando il guaio non è capitato, noi non possiamo essere responsabili di qualcosa che non è capitato. E allora ci limitiamo a un respiro di sollievo, pensando allo scampato pericolo. Però ci viene in mente anche quel poco che avrebbe potuto essere diverso, e che avrebbe fatto succedere l'irreparabile. E così, in futuro, in circostanze analoghe diventeremo più attenti. Purtroppo nel caso della gestione di un portafoglio il cliente non si accorge da solo di tutti i pericoli che ha scampato, un po' come il personaggio dei fumetti "Mister Magoo", che conoscono solo quelli che hanno avuto figli piccoli tanti anni fa. Mister Magoo era un pensionato vecchietto, semi-cieco e ricco, che girava per il mondo evitando per un pelo pericoli di cui non si rendeva conto (le sue storie si vedono in rete).

Più in generale, queste situazioni ci insegnano che il mondo è incerto, e che noi dobbiamo prepararci a questa incertezza e, possibilmente, porre rimedio anticipatamente alle cose che potrebbero andare storte. Con l'avvertenza di prendere in considerazione solo gli eventi che sono sotto il nostro controllo, che sono cioè modificabili. Questo "solo gli eventi sotto il controllo"

può parere un'ovvietà, ma quante volte ci preoccupiamo inutilmente di cose che, comunque, non dipendono da noi. O perché ormai sono già successe, e non si può far niente, oppure perché sono comunque fuori dalla nostra sfera d'intervento! Per questo motivo, nel caso della gestione dei risparmi, è bene rivolgersi a un consulente, perché gli eventi non sono appunto sotto il nostro controllo. Ma, se non ce ne rendiamo conto, la relazione potrebbe incrinarsi.

Nei trent'anni successivi all'esperimento del 1983, la tecnica centrata sulla simulazione di mondi possibili conobbe uno sviluppo impressionante, sia sul piano teorico sia su quello delle applicazioni.

Sul piano teorico, riuscire a capire le strategie con cui la mente riesce a immaginarsi mondi diversi ci spiega molte cose. In primo luogo ci permette di scoprire che la nostra mente non è completamente libera nel creare realtà alternative a quelle che conosciamo. Al contrario, funziona secondo delle gerarchie di cambiamenti possibili. Nell'esperimento del Sig. Bianchi, vediamo che si preferisce cambiare le azioni che sono sotto il controllo del protagonista, e non l'evento che non è sotto il suo controllo, anche se è il più improbabile (caduta del ponte). Fare una simulazione, e costruire un mondo possibile, serve anche a far emergere le strategie con cui individuiamo le cause nel mondo reale. Se nel mondo reale una causa produce certi effetti, sarà proprio quell'elemento che modificheremo quando vogliamo immaginare un mondo dove non si producono quegli effetti.

La simulazione può venire condotta in chiave diagnostica, come abbiamo fatto con la storia del Sig. Bianchi, andando a vedere i motivi di quel che è già successo. Ma può anche venire fatta in chiave preventiva. Si tratta di immaginare un mondo futuro in cui sarà assente qualcosa che è presente nel mondo attuale. Oppure un mondo futuro in cui capita qualcosa che non pensiamo possa succedere in quello che è, ora come ora, il nostro mondo. Quest'operazione, in modo un po' artigianale, la facciamo sempre quando valutiamo le azioni future e prendiamo in considerazione le varie possibilità. Si tratta di farlo in modo più sistematico, superando le nostre limitazioni di cui parleremo nel prossimo capitolo.

Un campo in cui ha trovato molte applicazioni l'euristica della simulazione è quello dell'analisi d'opinione. Che cosa pensa il grande pubblico sulle questioni del nostro tempo: che cosa dovremmo fare per intervenire sui mutamenti climatici? Chi li ha causati? Se è stato l'uomo, che cosa si può fare, e come? Siamo nelle condizioni per una bolla finanziaria, come si domanda Robert Shiller?

La stessa tecnica si è rivelata utile per analizzare le rappresentazioni ingenuche che stanno dietro alle preferenze dell'opinione pubblica. Abbiamo imparato che non basta domandare, per esempio, ai cittadini statunitensi se sono favorevoli oppure contrari a un intervento militare in Irak. L'opinione è mutevole, e dipende da come ci si rappresenta la questione in un preciso momento. Se andate a controllare come gli stessi media presentano le cose in Medio Oriente, troverete grandi cambiamenti in un breve lasso di tempo.

Provate a digitare sul motore di ricerca Google Trends la voce "Syria revolution": questa è l'unica etichetta per gli eventi siriani, ai tempi della "primavera araba". Poi, nel corso del 2012, compare "Syria civil war" e prende rapidamente il sopravvento sulla definizione precedente, che finisce per scomparire. Gli statunitensi, che sono nati ribellandosi ai britannici, possono anche avere simpatia per l'anelito di libertà contro un dittatore come Assad. Viceversa, non ritengono che i loro giovani debbano morire in una guerra civile che ha luogo nel lontano Medio Oriente. Questo lo potete appurare se voi non vi limitate a sondare le loro opinioni a favore di un intervento bellico, ma scandagliate le possibili

reazioni a scenari che potrebbero realizzarsi in futuro.

Questa tecnica della costruzione di scenari non è utile solo per le grandi questioni pubbliche, ma anche per immaginare in chiave preventiva scenari industriali o economici e finanziari.

Costruire scenari sull'evoluzione possibile di una data situazione in futuro, o su possibili stati di crisi, oggi improbabili ma possibili, può essere saggio perché ci mette in condizioni di essere preparati la prima volta che si presentano effettivamente condizioni analoghe.

La società British Petroleum (BP) si sarebbe potuta servire di una simulazione in occasione della crisi del Golfo del Messico. Una simulazione avrebbe aiutato anche la società giapponese Tokyo Electric Power Company (TEPCO), in occasione dello tsunami che ha messo fuori uso la centrale atomica con perdite di materiale radioattivo (segnalo un articolo di Ben Heineman pubblicato dall'Harvard Business Review sulla gestione di crisi di questi due eventi: "Crisis Management Failures in Japan's Reactors and the BP Spill", reperibile in rete).

Le normali routine non prendevano in considerazione scenari come quelli che si sono verificati in seguito agli incidenti nel Golfo del Messico e alla centrale atomica di Fukushima. Su un piano puramente teorico, la possibilità di un'esplosione in un pozzo del Golfo del Messico era prevedibile ed era stata contemplata nei processi e nella tecnologia. Tant'è vero che BP si era assicurata contro questa eventualità. Allo stesso modo la possibilità di un terremoto di grandi dimensioni, e conseguente tsunami, era stata presa in considerazione nella decisione giapponese di dipendere dall'energia nucleare. Quella che mancava era la simulazione dello scenario con le varie misure e procedure da mettere in atto una volta che l'evento, prevedibile anche se molto improbabile, si fosse verificato. Ed è appunto questa simulazione che non siamo nelle condizioni di fare per prevenire lo scoppio delle bolle finanziarie, come si è già detto.

Proprio come nelle storie del Sig. Bianchi, anche se in modo assai più complesso, sia la BP che la TEPCO avrebbero dovuto simulare le varie mosse che erano sotto il loro controllo, così da essere in grado di agire con celerità scegliendo tra le varie alternative.

Le cose non andarono purtroppo così. Nella fase iniziale della crisi del Golfo del Messico, il governo degli Stati Uniti ha lasciato diversi aspetti della gestione della crisi a BP. Ma l'incidente nel Golfo del Messico era una questione di carattere nazionale, che avrebbe richiesto l'intervento e l'assunzione di responsabilità da parte del governo. La Commissione d'inchiesta su BP ha criticato il governo federale per non aver preparato la simulazione di un piano d'intervento e, di conseguenza, per aver assunto tardivamente la leadership nelle operazioni. In Giappone, seppure il governo avesse assunto la leadership su molti aspetti della crisi scatenata dal terremoto/tsunami, non c'era la simulazione di un piano d'intervento dei vari attori, e la confusione è apparsa sin dall'inizio evidente. Dov'è il governo centrale? Dov'è l'ente che regola l'industria nucleare?

Nel caso di BP, una simulazione preventiva avrebbe dovuto contemplare le risposte a queste domande: quanto petrolio veniva immesso nel golfo del Messico? Come si poteva chiudere la falla? Dove andava a finire il petrolio fuoriuscito (superficie/sotto la superficie)? Com'era possibile contenere o rimuovere il greggio fuoriuscito? Come si poteva eliminare o ridurre il danno causato all'ambiente/alle comunità locali/alle proprietà? Purtroppo le risposte a queste domande sono state trovate per prove ed errori, dopo che il disastro si era verificato.

Anche il governo giapponese dovette confrontarsi con una serie di problematiche simili, che non erano state simulate a priori. Domande cruciali sulla condizione dei reattori; reazioni fisiche e chimiche nelle zone vicino ai reattori; azioni intraprese per ridurre il rischio; rilascio di radiazioni; implicazioni di carattere sanitario.

In entrambi i casi, una simulazione completa da parte di BP e TEPCO, con le varie procedure, azioni e responsabili, avrebbe dovuto essere pronta e applicabile senza incertezze e ritardi.

La simulazione può anche essere impiegata per costruire giochi a scopo formativo, detti comunemente "business game" (BG). Per esempio all'Oréal, fino al 2000, si tenevano gruppi formativi, con gli apprendisti e i responsabili dei prodotti. Si chiedeva loro che cosa avrebbero fatto per contrastare la concorrenza, e far crescere di valore il prodotto o la linea di prodotti di cui potrebbero essere stati responsabili, immaginando scenari e aggiornandoli

via via che cambiava il quadro di riferimento. Nel 2000, l'Oréal ha commissionato a una società di consulenza il gioco di simulazione E-Strat Challenge, un BG che ha l'obiettivo di gestire un portafoglio di prodotti con varie mosse nell'arco di sei mesi. Il gioco simula i possibili scenari e i neomanager devono affrontare sfide, impostare politiche di prezzi e di comunicazione, gestire un budget di prodotto allocandolo a varie destinazioni.

Come nelle storie del Sig. Bianchi e nelle vicende di BP e TEPCO, la simulazione non serve solo a immaginare come si sarebbero potute evitare i guai, o ridurre le conseguenze negative, ma può anche venir utilizzata per riprodurre un mondo e insegnare come ci si deve muovere in modo efficace al suo interno. (Per approfondire il tema della simulazione a scopo formativo nelle aziende rimando a "Business game" di Cristiano Ghiringhelli e Raoul Nacamulli in "Formazione", un volume a cura di Gian Piero Quaglino, Milano, Raffaello Cortina Editore, 2014).

Come accennavo due lezioni fa, le simulazioni sono utili per capire quelle emozioni, come il rimpianto, che sono generate dal confronto tra come sono andate le cose e come avrebbero potuto andare (tipiche degli investimenti!). Le emozioni sono molto importanti perché sono un po' come la benzina per un'automobile. Senza benzina non si va avanti. Però, alle volte, la benzina è sporca, impura, e intasa il motore. Un criterio molto efficace per appurare la qualità della benzina è proprio la strategia di simulazione di scenari alternativi. Si può fare una distinzione tra le emozioni pure, che ci fanno essere e stare meglio, che ci spingono avanti, che ci danno la forza per affrontare la vita con ottimismo e alimentano atteggiamenti positivi. E, d'altro canto, abbiamo anche le emozioni impure, che intasano la nostra mente e creano stati d'animo negativi. Queste sono quelle che distruggono le relazioni tra un cliente e il suo consulente. Ne parlerò prossimamente. E tuttavia, prima di lasciarvi, permettetemi un ultimo breve accenno alla pianificazione finanziaria.

Oggi, in Italia, i risparmi assommano, nel complesso, a novemila miliardi, due terzi circa in immobili. Il terzo restante lo troviamo depositato in conti bancari e postali, in titoli di Stato, in obbligazioni e azioni. Più del 90% del totale di questi risparmi è investito qui, legando così le sorti di quanto accantonato per affrontare l'incertezza del futuro a quelle del nostro paese.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Una diversificazione carente, dovuta al fatto che poco di questo risparmio è gestito da consulenti. Una grande occasione per Voi, consulenti esperti. La più grande nemica, e cioè la scelta d'immobilizzazione del risparmio in case, è in forte crisi.

Inizia un autunno pieno di speranze, per Voi. Ricordate ai Vostri clienti che la concentrazione geografica non è dovuta a ragioni patriottiche: semplicemente è stato preferito ciò che "loro" conoscevano da vicino. Di qui la prevalenza impressionante degli immobili. Alla base c'è la convinzione che la casa sia un ottimo investimento. Ed è una credenza fondata e vantaggiosa, ma solo sul piano psicologico. Il valore degli immobili non ha «oggettivamente» una quotazione chiara. Di conseguenza non oscilla, e quindi non provoca mai dolori. E tuttavia la prossima generazione sarà la prima del dopoguerra a essere più povera, nel complesso, della precedente. La buona gestione dei risparmi non era un problema così rilevante sul piano sociale quando la ricchezza cresceva a un ritmo elevato rispetto al reddito annuale (per esempio: 25% del reddito è stato risparmiato nel 1975). Lo è oggi: il rapporto tra redditi delle future generazioni e risparmi ereditati ed ereditabili non è mai stato così sproporzionato, anche per la progressiva riduzione delle pensioni. Quindi Vi consiglio di contattare i proprietari di case "over 65", che sono addirittura più di dodici milioni di italiani. Seguendo i consigli del numero di Plus-Sole24Ore "Spremere il mattone", del 19 luglio 2014, potete trovare idee sul come trasformare questo patrimonio illiquido in risparmi gestibili in modi profittevoli. A molte di questi dodici milioni di persone è sufficiente una prima casa, e talvolta conviene persino restare inquilini in casa propria. E' una missione giusta e utile, perché potrebbe risistemare la sproporzione di cui ho parlato prima.

Nella prossima lezione tornerò a parlare di simulazioni ed emozioni.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

Copyright © 2014 Swiss & Global Asset Management SA – tutti i diritti riservati



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

I SOLDI IN TESTA

4 SETTEMBRE 2014

Lezione N°98 || I DUE NUMI TUTELARI: KEYNES E KAHNEMAN

Approssimandomi alla mia centesima lezione, vorrei porgere omaggio ai due numi tutelari di chi oggi fa questa preziosa professione di consulente, in Italia più indispensabile che altrove, in assenza di crescita economica. Un'assenza cui dovremo abituarci, almeno secondo un recente studio di Moody's.

In questo scenario di stagna-recessione e di disinflazione, per alleggerire il debito, ed evitare che il suo fardello passi alle prossime generazioni, servirebbero due miracoli. Secondo Moody's, ci vorrebbe, per diversi anni, o una crescita economica del 3%, oppure un avanzo primario del 4%, o un mix dei due. L'Italia, o meglio la sua classe politica, non è ancora pronta per auto-imporsi e imporre sacrifici compatibili con un avanzo primario del 4%. Non siamo la Gran Bretagna. Tengo sulla scrivania una vignetta d'annata. Essa ha il titolo: "In Britannia ancor più frugalità". Sotto, con un fumetto, la vignetta attribuisce ironicamente al nuovo (allora) ministro economico britannico questa battuta: "Abbiamo già superato le difficoltà che devono ancora venire". Con questo spirito battagliero il suo governo ha, da allora, sistemato i conti del paese. In Italia poi – segnala Moody's, abbiamo un'altra grande difficoltà. Siamo tra i paesi più vecchi del mondo, con più del 7% della popolazione sopra i 65 anni. Tutte le ricerche e i dati mostrano come la crescita economica stia rallentando, man mano che la popolazione diventa più vecchia. E siccome lo sta diventando anche il resto d'Europa, anche se meno velocemente dell'Italia, sarà sempre più difficile crescere con export o aumentare la domanda interna. E' questo un quadro che non appare positivo, per usare un eufemismo (cfr. Morya Longo, Sole 24Ore, 10 agosto 2014, p. 5). All'interno di questo quadro, non

si è presa sufficiente coscienza della rilevanza sociale del ruolo dei consulenti, ruolo cruciale nel traghettare la ricchezza italiana da una generazione alla prossima.

E' probabile che la prossima generazione sarà la prima, dal dopoguerra, che sarà meno benestante della precedente. Il risparmio cumulato in passato diventerà sempre più essenziale, e la cruciale missione di conservarlo sarà compiuta anche dai consulenti. Speriamo che i risparmiatori italiani si affidino loro. Non è solo un problema dei singoli clienti (attuali). La protezione e buona gestione dei risparmi emergeranno sempre più come un problema sociale rilevante, all'interno di uno scenario come quello sopra tratteggiato.

Veniamo ai due numi tutelari. Di uno, John Maynard Keynes, ha già parlato il mio collega Carlo Benetti nella prima lezione d'agosto. E ne ha ricordato l'aspetto più peculiare e interessante. Keynes non è stato solo un grande teorico della crescita economica ma anche, e per lungo tempo, "un diavolo d'investitore". La teoria degli investimenti cambierà proprio grazie alle sue esperienze d'investitore, come ricorda molto bene Carlo Benetti (Alpha e Beta del 4 agosto). Keynes scoprì che le serie storiche "lunghe" del passato non sono una buona base per prevedere il futuro immediato o prossimo, punto su cui ritornerò tra poco. Partendo da questa scoperta "in negativo", Keynes decise di ricorrere a una strategia che anticipava l'odierna tecnica long/short.

Essa consiste, sbrigativamente, nel puntare sulle proprie idee d'investimento ma, contemporaneamente, nel "darsi torto", facendo scommesse in senso contrario, rendendo così il portafoglio nel complesso più sicuro. Gli insuccessi nei tentativi di prevedere l'andamento delle valute, di cui parlerò tra poco, avevano convinto Keynes che i mercati si muovono sulla base delle attese e previsioni dei più, secondo il meccanismo del "concorso di bellezza" che produrrà miriadi di ricerche (è quel gioco tale per cui non dovete scegliere la candidata più bella del concorso, ma quella che probabilmente la maggioranza giudicherà più bella). Nel concorso di bellezza è insita una grande lezione: non è importante il nostro punto di vista, ma quello degli altri, quello dei più. Sono le aspettative altrui, per lo meno quelle relative alle scelte maggioritarie, che muoveranno i mercati. Noi dobbiamo cercare di seguire l'onda, meglio anticiparla, anche di poco, controllando i movimenti dei più importanti attori economico-finanziari.

Carlo Benetti ricorda un altro punto che vorrei sviluppare, dato che è rilevante nelle relazioni tra clienti inesperti e consulenti esperti.

All'inizio delle sue attività d'investitore (con i risparmi personali e quelli degli amici), Keynes pensò di sfruttare uno stato di cose conseguente alla prima guerra mondiale, e cioè l'oscillazione dei cambi, dopo che erano stati fissi fino al 1914. Keynes ragionò da buon economista, quale lui era, e pensò che la vittoria avrebbe "causato" la forza della sterlina e del dollaro, su cui andò lungo, e la debolezza del marco, su cui andò corto. All'inizio la presunta "causa" agì nel senso previsto, e determinò la differenza nei cambi immaginata da Keynes (che arrivò a guadagnare fino a un milione di dollari a valori attuali). Poi però, nell'aprile del 1920, la Germania si stabilizzò, e il marco riacquistò la fiducia dei mercati. La presunta "causa" non operò più, e Keynes perse i guadagni suoi e, soprattutto, quelli dei suoi amici, cosa che gli spiaceva assai. In compenso si rese conto della profonda differenza tra le scienze naturali e i modelli economici. In pratica, questo episodio gli fece capire un punto molto importante. E cioè che, sui cambi, era meglio operare esaminando le correlazioni "recenti", cioè del recente passato, tra le valute, tralasciando la presunta influenza a lungo termine delle cause implicite nei ragionamenti macro-economici. Anche oggi le persone inesperte seguono sui media gli

sviluppi macro di natura economica e politica. Pensano così di fare scelte sui cambi guidate da questi sviluppi (e questo è uno dei tanti motivi per cui un buon consulente, più esperto e scettico, è assai utile).

La sostituzione del concetto di "causa" con quello di "correlazione" è cruciale, anche se l'inesperto confonde questi due concetti, come ho mostrato a lungo nel mio "Perché gestiamo male i nostri risparmi". Solo il concetto di correlazione ci permette da un lato di impostare operazioni a breve, e, dall'altro, legittima la cruciale nozione di "ritorno sui tempi lunghi verso le medie storiche" (un concetto che è la negazione di quello di "causalità" perché nulla causa il ritorno verso la media storica se non il disallineamento precedente).

Consideriamo un esempio recente, di questa estate. Siamo a Ferragosto e il grafico che mostra lo spread tra il bund quinquennale e l'equivalente titolo del tesoro statunitense, da un lato, e il valore del cambio euro-dollaro, dall'altro, si sta allargando continuamente da 120 giorni. La correlazione ha raggiunto il 14 agosto "meno 0.82", mentre era "meno 0.65" in maggio (in parole povere, questo valore indica che euro/dollaro e spread si muovono in direzioni opposte, ma non che il secondo valore causi il valore del primo, o viceversa). Se questa correlazione – suppongo gli analisti – procederà così nell'immediato futuro, l'euro si indebolirà progressivamente da 1,34 (16.08.14) fino a sotto 1,32 (sarà interessante vedere che cosa sarà successo in settembre, quando questa lezione andrà sul sito Swiss!). Alla luce dell'andamento a forbice di questi due valori (spread e forza dell'euro), gli operatori scommettono in prevalenza su un calo dell'euro, com'è indirettamente dimostrato dai 129mila contratti di metà agosto. In gergo tecnico, questa variabile viene chiamata "net longs". Si tratta della differenza tra i "meno" che scommettono al rialzo e i "più" che scommettono al ribasso: una differenza che non è mai stata così alta dall'agosto 2012. E' interessante riflettere sul fatto che i contratti "net longs" innescano un meccanismo di "concorso di bellezza". Pura psicologia delle attese reciproche.

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbfundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



Keynes, in conclusione, colse la differenza tra segni e cause e, da allora, non operò più tenendo conto di elementi macro-economici. Intuì, al contrario, la forza dell'effetto "concorso di bellezza", da lui battezzato così e formalizzato nel 1936 (di questo meccanismo ho parlato più volte).

Per terminare questa storia sulle correlazioni, va aggiunto che fu Alfred Jones, un giornalista economico, a riprendere queste idee, e, nel 1949, a inaugurare ufficialmente la stagione dei fondi hedge. Pochi anni dopo, Harry Markowitz, con la sua tesi di dottorato, introdusse la teoria del portafoglio (ancor oggi adottata: Markowitz, per la prima volta, perfezionò in termini formali il concetto di diversificazione). A questo punto la sistematizzazione dei cardini dell'operatività dei consulenti era terminata. Per converso, iniziava la lunga marcia per convincere i risparmiatori della validità di queste nozioni anti-intuitive. La strada che hanno davanti i consulenti italiani è ancora lunga!

L'altro nume tutelare della consulenza finanziaria è senza dubbio Daniel Kahneman, che possiamo considerare il principale studioso che, sviluppando la finanza comportamentale con esperimenti di laboratorio, diede seguito, alla fine del secolo scorso, alle intuizioni pionieristiche di Keynes.

Daniel Kahneman è stato il primo, e il solo psicologo sperimentale, a vincere il premio Nobel per l'economia (2002). Il premio è l'esito di una lunga storia di avvicinamento da parte delle scienze cognitive all'economia (di cui ho già parlato in "Perché gestiamo male i nostri risparmi", 2013). Senza raccontare di nuovo questa storia, possiamo limitarci a dire che le ricerche di Kahneman, e della sua scuola di pensiero, spiegano come mai la maggioranza delle persone non riesca a comportarsi secondo i canoni della razionalità economica.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

Copyright © 2014 Swiss & Global Asset Management SA – tutti i diritti riservati



Prof. Paolo Legrenzi Laboratorio di Economia Sperimentale

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

È rilevante capire perché ci allontaniamo dalle varie forme di razionalità se vogliamo analizzare la natura dei nostri errori, come porvi rimedio, o perché, viceversa, non sia possibile porvi rimedio.

Comincerò a parlare di errori nella prossima lezione, e proseguirò per altri quattro giovedì.

I SOLDI IN TESTA

11 SETTEMBRE 2014

Lezione N°99 || “SBAGLIARE È UMANO...” CON QUEL CHE SEGUE

Nella lezione scorsa, avevo promesso che vi avrei parlato di errori. C'è un motivo per cui la questione dell'errore è fondamentale nel lavoro di un consulente: la tendenza “naturale” delle persone a fare errori nel gestire i loro risparmi. Questo è il motivo principale per cui le persone “normali” hanno bisogno di un consulente, anche se loro non lo sanno. E tuttavia questo è già stato detto, e ripetuto, e credo sia ora utile inquadrare gli errori specifici che gli inesperti fanno nel gestire i loro risparmi all'interno di una più ampia tipologia degli errori. Solo così diviene possibile capirne meglio la natura.

Questa estate sono successi vari episodi interessanti da questo punto di vista.

Citerò soltanto un caso nazionale e uno internazionale. Quello nazionale si riferisce alla previsione, fatta da alcuni professori di economia (alcuni fanno anche i politici o, per la precisione, i consiglieri politici), basata sul fatto che dare ottanta euro a chi lavora, abbassando le tasse, avrebbe fatto alzare i consumi. Almeno finora, così non è stato. Doveva accadere? Forse avrebbe potuto accadere. E tuttavia, gli esempi statunitensi del passato mostrano che quando questa mossa pro-consumi è fatta in tempi di magra, e da parte di un governo di cui non ci si fida troppo, abbassare le tasse si traduce in risparmi, e non in consumi. Una volta gli economisti tradizionali si limitavano a condividere una concezione riduzionista dell'uomo basata sulle scelte rivelate. Questo vuol dire, in sintesi, ricavare le preferenze e gli stili di comportamento economico andando a vedere a posteriori quello che le persone hanno fatto, per l'appunto le loro “scelte rivelate”. Gli economisti giovani, oggi, hanno studiato tutti nei paesi

anglosassoni, ed è stato loro insegnato che la psicologia è importante, soprattutto quella delle attese (ricorderete che abbiamo parlato, la lezione scorsa, di aspettative e del concorso di bellezza Keynesiano).

Il pericolo è oggi che gli economisti integrino la concezione classica dell'uomo economico - riduttiva, ma più semplice, sicura, e facile da maneggiare concettualmente - con la psicologia del buonsenso. Non è sorprendente che poi il mondo non funzioni come loro vorrebbero che funzionasse. Ed è curioso perché proprio un economista statunitense, alla fine della prima guerra mondiale di cui quest'anno si celebra l'inizio, aveva messo in guardia i suoi colleghi. Voglio riportare tutto il pezzo di un famoso articolo del 1918 di John Maurice Clark (1884-1963), che sarebbe diventato nel 1935 presidente dell'American Economic Association. Egli scriveva:

Il solo modo con cui un economista può evitare di duplicare il lavoro degli psicologi consiste nello studiare la psicologia degli specialisti. Affidarsi semplicemente alle scelte degli individui, senza capire i motivi che ci stanno dietro, può sembrare agli economisti un modo per liberarsi della psicologia ... Qualsiasi definizione di natura umana implica delle assunzioni psicologiche, implicite o esplicite. Solo se l'economista prende a prestito la concezione dell'uomo dagli psicologi, la sua costruzione teorica potrà avere un carattere esclusivamente economico. Se però non lo farà, non eviterà per questo la psicologia. Piuttosto sarà costretto a fidarsi della “sua psicologia”, e questa sarà una cattiva psicologia (p. 4).

Purtroppo le cattive psicologie sono ancora in circolazione, e torneremo su questo punto.

Ora vi parlo degli errori come fallimenti della razionalità. Nella conferenza di Obama tenuta a Kansas City il 30.7.2014 (in rete), il presidente degli Stati Uniti ha toccato vari temi, dalla politica estera a quella interna. Ha ricordato, incalzato dai giornalisti, come lo stesso presidente del paese più potente del mondo, in molti casi, non possa far altro che segnalare ai capi di stati esteri che "le loro scelte non sono razionali, e che non rispettano gli interessi a lungo termine del loro paese". Questo modo di parlare allude alla presenza di errori, intesi come fallimenti della razionalità, e all'eventuale possibilità di porvi rimedio. Tale impostazione è stata resa popolare da Daniel Kahneman in quella che possiamo considerare la summa di questa tradizione di ricerca sulla razionalità e sui suoi fallimenti. Si tratta del libro *Pensieri lenti e pensieri veloci* (2012), che è stato e continua a essere un successo mondiale. In questo libro, lo studioso israeliano ricapitola mezzo secolo di ricerche nel suo campo. Tra l'altro, spiega gli "errori umani" partendo da una serie di risultati ottenuti studiando in laboratorio il comportamento delle persone. Talvolta è stato giustamente rimproverato a questa tradizione di studi sui fallimenti della razionalità (economica), la tendenza a servirsi prevalentemente delle ricerche condotte in laboratorio. Per la verità, negli ultimi anni, è stato analizzato, tra gli altri, l'ambito in cui, fuori dai laboratori, siamo vittime dei più rilevanti, sistematici, duraturi e dannosi "fallimenti della razionalità". Si tratta delle scelte fatte dalle persone per decidere, consapevolmente e inconsapevolmente, che cosa fare dei propri risparmi. Molti studiosi, parlando di educazione finanziaria, hanno considerato questo uno dei più clamorosi fallimenti nell'applicazione delle scienze cognitive alle scelte che hanno rilevanza sociale.

Nel caso del risparmio, il fallimento della razionalità si palesa evidente se consideriamo i dati aggregati. Basti, per esempio, esaminare gli italiani nel loro complesso, con tutti i loro risparmi, e andare a vedere dove sono finiti questi risparmi (circa novemila miliardi). Oggi, il complesso dei risparmi cumulati è, per nove decimi, legato ai destini del paese dei risparmiatori stessi, e cioè l'Italia. Inoltre, per più di due terzi, si tratta di scelte non facilmente modificabili: sono investimenti immobiliari.

Questo dato aggregato palesa una chiara violazione del principio di prudenza consistente nel non mettere tutte le uova nello stesso paniere (principio chiamato in finanza "diversificazione"). Si tratta di un principio che trova applicazione in molti altri ambiti di vita, nel senso che ci rende anti-fragili, cioè meno vulnerabili ai rovesci della sorte (cfr. Legrenzi, 2014, Taleb, 2013, White et al., 2013). Nel caso dei risparmi "tutti nello stesso paese" va aggiunto che quello italiano non è certamente uno dei panieri/paesi tra i più efficienti, rilevanti e sicuri sul piano mondiale.

Dietro a questo impressionante dato aggregato, che interessa gli economisti e di cui ho parlato più volte, ci stanno innumerevoli scelte fatte da individui, e queste interessano gli psicologi. Di fronte a queste scelte si possono adottare due punti di vista.

Si possono interpretare come gli esiti di noti meccanismi di scelta sub-ottimali innescati dalla mente umana: così ha fatto Kahneman, seguito poi da tanti altri.

Un punto di vista complementare, che cercherò ora di sviluppare, consiste nel considerare tali scelte come manifestazioni di errori particolari, specificatamente collegati alle decisioni d'investimento. Per scandagliare questo secondo punto di vista, si possono confrontare gli errori della quotidianità - soprattutto quelli che avvengono interagendo con le tecnologie, ma non solo - con gli errori degli individui nella gestione dei loro risparmi. Questo confronto rende evidenti, per differenza, alcune caratteristiche particolari insite negli errori compiuti nell'allocazione dei risparmi. Come vedremo nella prossima lezione, la differenza cruciale è nella possibilità di prendere coscienza degli errori fatti da noi o dagli altri: accusare di errore chi non si è accorto di aver commesso l'errore e, soprattutto, non può accorgersene, è un fraintendimento che può implicare cattiverie inconsapevoli, e dolori consapevoli. Questo è quello che è capitato nel 1796 nell'osservatorio di Greenwich, quando l'astronomo reale licenziò il suo assistente, ritenendolo sbadato, distratto e inaffidabile. Oggi sappiamo che l'astronomo reale giudicò male il suo assistente, in realtà assai scrupoloso. Costui, licenziato, cadde nel più cupo sconforto, non capendo che cosa era successo. Questo episodio minore è divenuto simbolico non solo delle origini (sconosciute) degli errori, ma di tutta la storia della psicologia sperimentale (cfr. Legrenzi e Umiltà, *Perché abbiamo bisogno dell'anima*, il Mulino, in corso di stampa, ottobre 2014).

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbffundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



La morale della storia dell'astronomo reale è doppia. Da un lato, perché si possa parlare d'errore, bisogna rendersi conto che dobbiamo avere a che fare con un errore vero e proprio, riconosciuto come tale da chi l'ha fatto. Per quanto riguarda poi il lavoro dei consulenti, c'è un aspetto più specifico, che approfondirò nella prossima lezione.

In sintesi, non bisogna mai dire al nostro cliente che sbaglia. Lui in fondo, lo sa, perché se fosse così convinto di fare bene, non sarebbe nostro cliente. Però non gli piace sentirselo dire. Non va (quasi) mai enfatizzata l'asimmetria di conoscenze: noi consulenti sappiamo, e lui no. Al contrario va detto che lui non ha tempo, che è un lavoro da lasciare agli specialisti, che i mercati girano in poco tempo, che è un'attività poco divertente, e altre cose del genere, sempre dando per scontato che il consulente è esperto, ma senza mai dirlo. Il vero punto cruciale, che cercherò d'analizzare, è che cosa fare con i non-clienti, come trasformare un non-cliente in un cliente.

Come far svanire quel delicato incantesimo – di cui parlerò nella prossima lezione – tale per cui una persona pensa di far bene da sola, senza aiuti, e resta così un non-cliente.



Prof. Paolo Legrenzi **Laboratorio di Economia** **Sperimentale**

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.

I SOLDI IN TESTA

18 SETTEMBRE 2014

Lezione N°100 || DIFFICILE, PER I CLIENTI, CAPIRE BENE LE FUNZIONI DEL CONSULENTE

Prima di iniziare questa lezione, la centesima (grazie a tutti!), vorrei rifarmi a quella che ho scritto il giorno di Ferragosto, che è uscita giovedì 4 settembre (ovviamente scrivo le lezioni tre settimane prima che vengano pubblicate). In quella lezione avevo parlato di Keynes e degli errori sui cambi. Avevo ricordato come si possano fare previsioni, ma solo a breve termine, sulla base delle aspettative degli operatori (in effetti oggi il rapporto euro/dollaro è sotto 1,32). E tuttavia, come nel caso di Keynes, non è facile fare previsioni con più largo respiro, quelle previsioni, appunto, in cui Keynes si era sbagliato, fidandosi delle ipotesi "macro". Sono invece le previsioni a breve quelle che le persone ricordano, perché ne parlano la stampa e gli operatori (come nel caso della discesa dell'euro sul dollaro). E tuttavia, quando tali previsioni si avverano, ecco che sorge il pericolo consistente nell'indurre i non-clienti a restare non-clienti, invece di servirsi di un consulente, considerato inutile. Tutti i dati mostrano invece l'importanza di avere un consulente, anche perché dev'essere proprio il consulente a fare la giusta miscela tra i prodotti (non ci sono singoli gestori sistematicamente più bravi a fare i prodotti, almeno sui tempi lunghi, vedi sotto). A questo riguardo il collega Carlo Benetti, in una bellissima lezione uscita lunedì 1 settembre, ricorda come "negli ultimi scampoli della pallida estate agostana, l'indice S&P 500 abbia superato il livello record di 2.000, sedici anni dopo quel 2 febbraio 1998 quando toccò quota 1.000, e pochi giorni prima il Dow Jones abbia riguadagnato quota 17.000". Ora, continua Benetti, "gli utili societari forniscono il carburante alla spinta positiva del mercato" ma, ancora una volta, è un fattore esterno a muovere i listini, e cioè "l'indiscussa fiducia nelle capacità taumaturgiche dei signori della moneta".

Fino a quando durerà questa fiducia? Domanda rilevante questa, proprio perché il raddoppio dello S&P500 potrebbe indurci a supporre regolarità sui tempi lunghi, quelle per cui potremmo pensare di poter fare a meno dei consulenti. E invece le cose non stanno così. Sedici anni possono sembrare un periodo assai lungo per il raddoppio, visto che per passare da 500 a 1000 erano bastati solo tre anni (dal 1996 al 2 febbraio 1998). In realtà non c'è alcuna regolarità ciclica su cui contare, perché lo S&P500 ci aveva messo 17,4 anni per passare da 100 (1968) a 200 (1985). E c'erano voluti più di 29 anni per passare da 25 (1929) a 50 (1958). Morale: ancora una volta la necessità di una diversificazione fatta da un esperto, e cioè un consulente! L'esperto non è la persona che costruisce i prodotti finanziari o gestisce un suo fondo, perché spesso questa persona è più facilmente preda delle sue teorie e, quindi, delle bolle. Quanto più è bravo, quanto più si sente esperto, e tanto più si fida delle sue valutazioni! Se lo stesso Keynes si era sbagliato, non dobbiamo stupirci di quel che è successo nella migliore università al mondo, Harvard. Harvard gestisce al suo interno la cospicua dotazione di 37 miliardi di dollari (la più alta al mondo) grazie a 330 impiegati e ai "suoi" esperti. Eppure il suo patrimonio è sceso dai 37 miliardi del 2008 ai 27 miliardi del 2009. La più modesta università di Pennsylvania, che si serve di consulenti esterni, ha avuto meno perdite e incrementi più alti (14% contro l'11% di Harvard, almeno nell'ultimo anno).

E tuttavia non è questo il punto. Il punto cruciale da spiegare ai clienti è che il consulente è un esperto speciale, e adesso intendo soffermarmi su questo punto.

Uno dei più importanti problemi, e una possibile fonte di difficoltà nei rapporti con i clienti, consiste proprio nella specifica natura degli errori insiti nella gestione del risparmio. Si potrebbe pensare che un cliente debba andare da un consulente perché, da solo, sbaglierebbe, non sapendo come vanno gestiti i suoi risparmi. Da un punto di vista molto astratto le cose vanno proprio così, e un consulente non è diverso da tutti gli altri esperti cui ci si rivolge per superare i problemi della quotidianità, dalla salute alla manutenzione casa, dal vestirsi al divertirsi. E tuttavia, se invece di affrontare il problema da lontano e in astratto, ci si interroga su come funzionano i modi concreti di stare in relazione con un cliente, allora bisogna riconoscere che gli "errori" nella gestione dei risparmi non sono dei veri e propri errori, almeno nel senso quotidiano del termine. Se proprio vogliamo chiamarli errori, dobbiamo comunque ammettere che sono degli errori che funzionano in modo diverso dagli altri. Non è una sottigliezza accademica, credo sia un punto cruciale. Qui traggono origine la trappola e l'auto-inganno per cui il non-cliente non diventa cliente. Per dimostrarlo, esaminerò dapprima alcune tipologie di errori tipici della vita quotidiana per poi poterli confrontare, nella prossima lezione, con gli errori che caratterizzano la gestione dei risparmi da parte dei clienti privi di consulente.

Partiamo da alcuni esempi classici, tratti da Rizzo et al. (Rizzo, A., Ferrante, D., Bagnara, S., 1995, *Handling Human Error*, in Hoc, C. Cacciabue, P., Hollnagel, E., *Expertise and Technology*, Psychology Press):

Devo fare fotocopie a doppia pagina. Preparo la macchina in modo da avere un foglio grande, a doppia pagina. Poi inizio e vedo che la macchina stampa una sola mezza pagina e lascia bianca l'altra metà. Ripeto le operazioni e la pagina semi-bianca capita di nuovo. Guardo meglio, e mi accorgo che avevo impostato la macchina per i fogli grandi, ma non per fare le fotocopie su doppia pagina. Correggo la programmazione della macchina.

In questo caso il processo che fa riconoscere l'errore, e poi lo elimina, si snoda per tre fasi: un'incongruenza tra attese e risultati, un esame della situazione che ci fa riconoscere l'errore e, infine, la correzione dell'errore stesso.

In altri casi la sorgente dell'errore non va individuata in un nostro intervento sbagliato sul mondo, ma in una nostra manchevolezza "interna", per esempio una dimenticanza:

Decido di pulire a fondo il bagagliaio della mia macchina e rimuovo il pannello di appoggio. Sopra il pannello ci sono le prese degli altoparlanti della radio. Le stacco, pulisco il bagagliaio e riparto. A un certo punto, accendo la radio e mi accorgo che gli altoparlanti non funzionano. Mi ricordo di aver portato la macchina a suo tempo in garage per alcune riparazioni e penso che si siano dimenticati di ricollegare gli altoparlanti. Vado in garage e, appena arrivato, mi ricordo di essere stato io a staccarli per pulire il bagagliaio.

Altre volte, infine, non mi dimentico quel che ho fatto, bensì quel che stavo accingendomi a fare:

Voglio prendere le chiavi della macchina aziendale. Per solito le chiavi sono in una scatola all'ingresso dell'ufficio. Entro in un'altra stanza e mi metto a parlare con un amico, e poi cerco in un cassetto. Non trovo le chiavi, e mi metto a vagare tra le stanze. Che cosa volevo fare? Torno alla mia scrivania e ricordo che ero andato a prendere le chiavi della macchina.

In quest'ultimo caso entra in gioco un miscuglio di distrazioni e dimenticanze. La tipologia degli errori in cui gli obiettivi e un determinato stato di cose non collimano è ricca, variegata, piena di dettagli e differenze (per un'analisi esaustiva cfr. Rizzo et al., 1995). In tutti i casi, comunque, abbiamo un'incongruenza tra gli elementi di una storia di cui siamo protagonisti o spettatori, e alcuni elementi interni (alla mente) o esterni (nel mondo). Il problema è ripartire da questa incongruenza in modo da costruire una sequenza che funzioni, in grado di raggiungere i nostri obiettivi.

Un'incongruenza molto rilevante per quanto concerne la relazione con i clienti e, soprattutto, il reclutamento dei non clienti, è proprio dovuta alla concezione errata del ruolo del consulente e della sua relazione con i clienti. Un consulente non è un esperto come gli altri. Molti pensano di non averne bisogno perché seguono un'euristica semplificata di questo tipo:

- ci sono molti fondi d'investimento
- non ho bisogno di un consulente per scegliere i migliori
- guardo quelli con le prestazioni migliori del passato e me li compro direttamente io!

Se il consulente fosse un esperto come gli altri le cose potrebbero forse andare così!

Me lui non è un esperto come gli altri, e non è facilmente sostituibile.

Una recente ricerca di Gary Porter e Jack Trifts (2014) dimostra in modo chiaro che l'euristica semplificata sopra descritta non funziona.

Questi due studiosi hanno esaminato 2.846 fondi d'investimento statunitensi, che possiamo considerare come un campione rappresentativo di quel mondo che per primo ha adottato le tecniche finanziarie moderne, insomma la crème mondiale del settore. Questi 2.846 fondi erano affidati all'inizio del 1996 a 1.825 gestori (alcuni erano responsabili di più di un fondo). Un po' come nel caso degli allenatori di calcio, la rotazione è stata alta: neppure un quarto dei gestori è stato in sella per più di cinque anni, e solo 195 per la decade 1996-2006. Non sorprendentemente, quelli con prestazioni sotto la media sono stati mandati via prima. E tuttavia neppure quelli più bravi sono rimasti in cima alla classifica a lungo.

Consideriamo, per esempio, i 20% più bravi (o più fortunati) nel corso del 2007. Alla fine del 2013 quasi un terzo di questi si collocava nel quarto dei più scarsi (o sfortunati), e la metà di quel 20% non riusciva a far meglio della media. La conclusione del settimanale Economist (9 agosto 2014, p. 55) si riassume in queste lapidarie parole:

Pochi gestori brillanti possono battere la media del mercato, ma non si possono identificare prima, sulla base delle prestazioni precedenti.

Insomma, mentre un tennista o un motociclista, che è in vetta alla graduatoria mondiale, tende a far bene in tutte le gare, perché è effettivamente più abile degli altri, le cose non funzionano così nel caso dei gestori. Se anche ci fossero dei gestori più bravi, e non più fortunati, questi non rimangono in cima alla classifica per lungo tempo. Il fatto più sorprendente è che anche in un mercato antico, e quindi smagato, come quello statunitense, la maggioranza delle persone continua a sperare di poter affidarsi a un gestore che faccia meglio della media. Solo il 10% rinuncia, e sceglie le medie dei vari mercati (investe cioè in repliche degli indici, molto economiche, chiamate ETF).

Questa ricerca, che aggiorna e conferma in dettaglio quanto già si sapeva (cfr. Legrenzi, 2006, 2011), ci ricorda l'importanza del consulente rispetto al gestore. Se nemmeno i gestori sanno prevedere in modo sistematico quali siano i migliori investimenti, diventa cruciale il ruolo del consulente. Solo lui può indurci a frazionare i nostri risparmi in prodotti finanziari il cui andamento nel tempo non è correlato.

Noi però dobbiamo preventivamente accettare che il consulente finanziario sia un "esperto" speciale, che non conosce ogni volta le risposte alla nostra domanda: qual è ora il miglior investimento? Se tale accettazione non è maturata nella testa e nel cuore di un risparmiatore, allora costui sarà inevitabilmente deluso dal mondo dei consulenti, e sarà forte la tentazione di fare di testa propria, restando, o peggio diventando, non-cliente. Quando poi le sue scelte personali non producono gli effetti sperati, egli spesso prende paura e si rifugia in ciò che gli è più noto e familiare. Che cosa ha voluto dire rifugiarsi nel noto in Italia? Comprare altri immobili, oltre la prima casa, che non ha mai deluso perché è servita a viverci dentro ed è sempre parsa un ottimo investimento, anche perché non se ne conosce il valore ogni giorno, come purtroppo capita con gli altri investimenti (dico purtroppo per chi non se ne intende ed è precipitoso).

Swiss & Global Asset Management (Italia) SGR S.p.A.

Via Duccio di Boninsegna 10, I-20145 Milano
T +39 02 3660 4900, F +39 02 3660 4901

jbffundsitalia@swissglobal-am.com, www.swissglobal-am.it

seguiteci anche su:



L'altro "noto" rifugio tradizionale sono stati i titoli di stato (BOT, CCT, BTP) e le obbligazioni bancarie, oggi deludenti per i bassi rendimenti (lo erano anche una volta, ma le persone tendono a non tener conto degli effetti dell'inflazione).

La fiducia frettolosa nelle nostre intuizioni ha condotto a una concentrazione estrema dei risparmi. Essi sono per due terzi immobilizzati in case, e, per il resto, legati comunque ai destini dell'Italia. E questa scelta non deriva da un sentimento generoso di patriottismo e di generosità (purtroppo), dal voler affidare i propri risparmi ai destini di un paese vacillante, ma semplicemente dai fattori sopra esaminati, fattori che agiscono in modi di cui i più non sono consapevoli.

Un consulente razionale non avrebbe mai fatto questa scelta. E tutto ciò dipende, alla fin fine, da come funziona la nozione di controllo di cui vi ho già parlato. Siamo delusi dallo scoprire che un consulente non ha le cose sotto controllo nel senso che noi diamo a questo termine e, per converso, evitiamo di capire che noi le controlliamo ancora meno, stendendo un velo d'ignoranza sulle conseguenze delle nostre scelte. Nella prossima lezione vedremo meglio perché gli errori nella gestione dei risparmi sono diversi dagli altri tipi di errori.



Prof. Paolo Legrenzi **Laboratorio di Economia** **Sperimentale**

Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore straordinario di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla wpartnership con Swiss & Global. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento non costituiscono né un'offerta né una consulenza in materia di investimenti. Essi hanno unicamente scopo informativo. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di Swiss & Global Asset Management nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza ed alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro. I contenuti di questo documento possono essere riutilizzati o citati solo menzionando le fonti. Swiss & Global Asset Management non fa parte del Gruppo Julius Baer.