

Ruggero Bertelli

## QUATTRO SOLDI O L'ABBECEDARIO?

RUGGERO BERTELLI QUATTRO SOLDI O L'ABBECEDARIO?



*Approccio alla finanza comportamentale:  
i rendimenti non li fanno i mercati, ma i nostri comportamenti.*

# QUATTRO SOLDI O L'ABBECEDARIO?

*“La performance del nostro portafoglio  
non la fanno i mercati, la fanno  
i nostri comportamenti”*

QUATTRO SOLDI O L'ABBECEDARIO?

Ideazione e cura.: Ruggero Bertelli

Art direction: Sabrina D'Alessandro

Stampa L.G.D. srl

Pubblicazione a tiratura limitata a cura di  
Allianz Bank Financial Advisors S.p.A.

in collaborazione con i nostri partner





*“Al mio amatissimo figlio Gianmarco.  
Un giovane ingegnere meccanico  
che ha iniziato a risparmiare per la pensione.  
Con metodo e disciplina sono sicuro  
che raggiungerà i propri ambiziosi obiettivi,  
nella vita e nella finanza”*

## PREMESSA

*“Smesso che fu di nevicare, Pinocchio, col suo bravo Abbecedario nuovo sotto il braccio, prese la strada che menava alla scuola: e strada facendo, fantasticava nel suo cervellino mille ragionamenti e mille castelli in aria, uno più bello dell'altro. E discorrendo da sé solo diceva:*

*-Oggi, alla scuola, voglio subito imparare a leggere; domani poi imparerò a scrivere e domani l'altro imparerò a fare i numeri. Poi, colla mia abilità, guadagnerò molti quattrini e coi primi quattrini che mi verranno in tasca, voglio subito fare al mio babbo una bella casacca di panno.*

*Ma che dico di panno? Gliela voglio fare tutta d'argento e d'oro e coi bottoni di brillanti.*

*E quel pover'uomo se la merita davvero: perché, insomma, per comprarmi i libri e per farmi istruire, è rimasto in maniche di camicia ... a questi freddi! Non ci sono che i babbi che sieno capaci di certi sacrifici !...*

*Mentre tutto commosso diceva così, gli parve di sentire in lontananza una musica di pifferi e di col pi di grancassa: pi-pi-pi, pi-pi-pi.. .. zum, zum, zum, zum.*

*Si fermò e stette in ascolto. Quei suoni venivano di fondo a una lunghissima strada traversa, che conduceva a un piccolo paesetto fabbricato sulla spiaggia del mare.*

*- Che cosa sia questa musica? Peccato che io debba andare a scuola, se no .... -*

*E rimase lì perplesso. A ogni modo, bisognava prendere una risoluzione: o a scuola, o a sentire i pifferi.*

*- Oggi anderò a sentire i pifferi, e domani a scuola: per andare a scuola c'è sempre tempo, - disse finalmente quel monello facendo una spallucciata.*

*Detto fatto, infilò giù per la strada traversa, e cominciò a correre a gambe. Più correva e più sentiva distinto il suono dei pifferi e dei tonfi di grancassa: pi-pi-pi, pi-pi-pi.. .. zum, zum, zum, zum.*

*Quand'ecco che si trovò in mezzo a una piazza tutta piena di gente, la quale si affollava intorno a un gran baraccone di legno e tela dipinta di mille colori.*

*- Che cos'è quel baraccone? domandò Pinocchio, voltandosi a un*

*ragazzetto che era lì del paese.*

*- Leggi il cartello, che c'è scritto, e lo saprai.*

*- Lo leggerei volentieri, ma per l'appunto oggi non so leggere.*

*- Bravo bue! Allora te lo leggerò io. Sappi dunque che in quel cartello a lettere rosse come il fuoco, c'è scritto: GRAN TEATRO DEI BURATTINI.*

*- È molto che è cominciata la commedia?*

*- Comincia ora.*

*- Quanto si spende per entrare?*

*- Quattro soldi. -*

*Pinocchio, che aveva addosso la febbre della curiosità, perse ogni ritegno, e disse senza vergognarsi al ragazzetto, col quale parlava:*

*- Mi daresti quattro soldi fino a domani?*

*- Te li darei volentieri, - gli rispose l'altro canzonandolo - ma oggi per l'appunto non te li posso dare.*

*- Per quattro soldi, ti vendo la mia giacchetta, - gli disse allora il burattino.*

*- Che vuoi che mi faccia di una giacchetta di carta fiorita? Se ci piove su, non c'è più il verso di cavarsela da dosso.*

*- Vuoi comprare le mie scarpe?*

*- Sono buone per accendere il fuoco.*

*- Quanto mi dai del berretto?*

*- Bell'acquisto davvero! Un berretto di midolla di pane! C'è il caso che i topi me lo vengano a mangiare in capo! -*

*Pinocchio era sulle spine. Stava lì lì per fare un'ultima offerta: ma non aveva coraggio; esitava, tentennava, pativa. Alla fine disse:*

*- Vuoi darmi quattro soldi di quest' Abbecedario nuovo?*

*- Io sono un ragazzo, e non compro nulla dai ragazzi, -gli rispose il suo piccolo interlocutore, che aveva molto più giudizio di lui.*

*Per quattro soldi l'Abbecedario lo prendo io, - gridò un rivenditore di panni usati, che s'era trovato presente alla conversazione.*

*E il libro fu venduto lì su due piedi. E pensare che quel pover'uomo di Geppetto era rimasto a casa, a tremare dal freddo in maniche di camicia per comprare l' Abbecedario al figliuolo!"*



# SOMMARIO

PREFAZIONE	11
PERCHÉ È UTILE LA FINANZA COMPORTAMENTALE	13
1. I NOSTRI LIMITI COGNITIVI	15
Io penso che...	15
Le illusioni ottiche	15
Quando una cosa è molto diversa da quello che sembra	18
$2 + 2 = 4?$	20
Che cosa insegnano le illusioni ottiche	21
2. LA “PREVEDIBILE IRRAZIONALITÀ”	23
L'abbonamento alla rivista	23
L'esame	24
I cioccolatini	25
Ma come prendiamo le nostre decisioni?	26
3. I NOSTRI LIMITI HANNO UN NOME E UN COGNOME	33
Le distorsioni cognitive	33
Un gioco per mettersi alla prova	34
La rappresentatività	35
L'ancoraggio	37
L'eccesso di confidenza e l'illusione del controllo	39
A caccia di conferme	41
Quando le perdite valgono (emotivamente)	
il doppio dei guadagni	45
Il giudizio fondato sul senno del poi	47
4. LA PROSPECT THEORY: I GUADAGNI, LE PERDITE E L'INVESTITORE	53
Dalla modalità “guadagno” alla modalità “perdita”	55
Il paradosso della prudenza	56
Guadagni e perdite, realtà e fantasie	58

5. METODO E DISCIPLINA	61
Perché ci serve un metodo e tanta disciplina	61
Conoscere se stessi e i propri limiti	62
Ma come facciamo a conoscerci?	63
Pianificare, pianificare, pianificare	66
6. LA CONTABILITÀ MENTALE	69
La teoria dei conti mentali:	
ovvero non tutti gli euro valgono uguale	69
Un atteggiamento naturale: “divide et impera”	70
La diversificazione naturale	
La pianificazione naturale	73
Gli strumenti di investimento sono tanti...	
milioni di milioni	76
7. LA CONSULENZA FINANZIARIA E LA FINANZA COMPORTAMENTALE	79
La finanza comportamentale	
e la tutela dell'investitore	79
Fai il contrario di quello che pensi	85
Il cliente e il consulente	95
8. IL RUOLO DEL CONSULENTE	99
Perché un consulente?	99
Tu, perché sei qui?	101
La valutazione delle performance	
del nostro portafoglio	106
Siamo capaci di investire i nostri soldi?	107
La finanza non si può improvvisare:	
Il ruolo del consulente finanziario	112
GLOSSARIO	119



## PREFAZIONE

*Caro lettore,*

*se hai deciso di leggere questo libro vuol dire che sei pronto a compiere il “viaggio” non per giungere da qualche parte, ma per comprendere l’esperienza del viaggio in sé.*

*Ad ogni tappa del tuo percorso imparerai a trasformare ceppi di legno camuffati da effimera conoscenza in spiragli di dotta sapienza.*

*Le regole non sono molte da apprendere, son qui tutte segnate sul tuo abbecedario e se vuoi chi te le spieghi non esitare a contattare il tuo Consulente Finanziario.*

Allianz Bank Financial Advisors



## PERCHÉ È UTILE LA FINANZA COMPORTAMENTALE

Di cosa parliamo quando parliamo di finanza comportamentale e scelte in condizioni di incertezza.

Quando sentiamo dire “io penso che...”, “ci sono buone possibilità che...”, “la mia esperienza mi dice che...”, stiamo attenti. Nel novanta per cento dei casi la persona che parla sta per fare un’affermazione sbagliata! O forse solo approssimativa. Insomma, non così vera come sembra.

È una provocazione tratta da uno studio del 1974 dei padri della Finanza Comportamentale Amos Tversky e Daniel Kahneman (premio Nobel per l’economia nel 2002).

Il tema è accattivante. Prendiamo decisioni, scegliamo opzioni alternative, valutiamo eventi che ci sono accaduti o che sono accaduti ad altri. Spesso – molto spesso – dobbiamo decidere prima di conoscere l’esito delle nostre mosse. Valutiamo avendo presenti solo pochi elementi che ci sembrano sufficienti. Si chiamano “scelte in condizioni di incertezza”.

Non è un argomento puramente teorico o “filosofico”. Tutti i giorni siamo chiamati a prendere decisioni in condizioni di incertezza.

Vivo a Modena e domani devo andare a Milano: è meglio prendere l’automobile o il treno? Il giorno dopo ci troveremo in concreto ad aver deciso. Dobbiamo farlo. Ma in base a quale tipo di ragionamento? La nostra scelta sarà quella giusta “ex ante”? E la nostra esperienza “ex post” ci confermerà che abbiamo fatto bene?

La scelta che effettueremo dovrebbe essere quella che massimizza la nostra utilità, considerando che non sappiamo (incertezza) quanto tempo impiegheremo in treno e quanto in auto.



*“Lo voglio chiamar Pinocchio. Questo nome gli porterà fortuna.  
Ho conosciuto una famiglia intera di Pinocchi: Pinocchio il padre,  
Pinocchia la madre e Pinocchi i ragazzi, e tutti se la passavano  
bene. Il più ricco di loro chiedeva l'elemosina.”*

# I

## I NOSTRI LIMITI COGNITIVI

### Io penso che...

Parafrasiamo la parte iniziale di un articolo di Daniel Kahneman del 1974. Ogni volta che sentiamo una persona affermare “Io penso che...” , “è improbabile che...”, “Ci sono buone possibilità che...”, “La mia esperienza mi dice che...” fermiamoci un attimo: sta per dire una cosa errata! Purtroppo le nostre affermazioni “intuitive” sono basate su valutazioni sintetiche molto superficiali, che hanno un solo pregio: ci servono a dire qualcosa in tempi brevi con facilità.

“Ci piace vincere facile”. Quindi se un’affermazione è semplice da argomentare (rappresentativa), ci viene in mente subito (disponibile) e si adatta rapidamente alle nostre convinzioni (si accomoda nella nostra mente senza disturbo), giungiamo alla conclusione che è un’affermazione corretta.

Lo dice Corrado Guzzanti. Parola di Quello: “La risposta è dentro di te... Epperò è sbagliata”. Abbiamo limiti cognitivi gravi, che ci portano a ritenere vere (o abbastanza vere, sufficientemente vere, a occhio vere) cose purtroppo sbagliate.

### Le illusioni ottiche

Il modo più immediato di toccare con mano i nostri limiti cognitivi è affrontare il tema delle illusioni ottiche.

Ciò dimostrare che - indipendentemente dall’età, dalla cultura, dal sesso e dall’esperienza - ci sono processi cognitivi nei quali commettiamo sistemati-





ci errori. Errori gravi perché ci fanno prendere decisioni sbagliate. Uno di questi processi cognitivi coinvolge la vista. I nostri occhi possono essere condizionati da distorsioni cognitive che portano a commettere errori

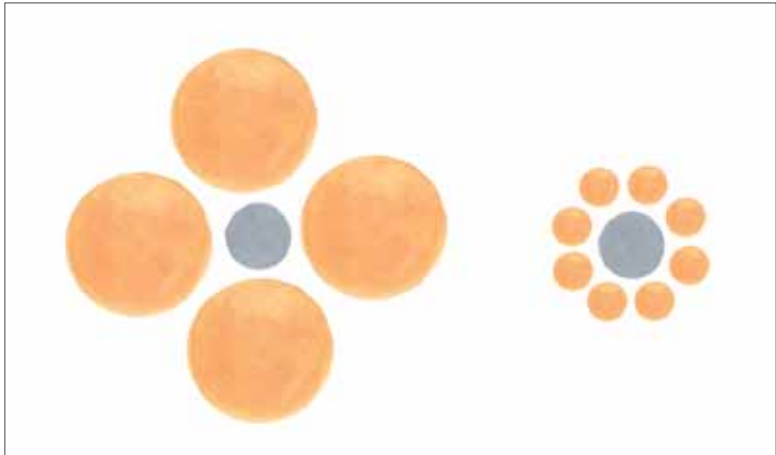


Figura 1

anche banali. Grande rendimento... o rendimento grande? Quale dei due cerchi grigi è più grande? (Confronta Figura 1)

Anche dopo questa introduzione, che chiaramente dimostra che esiste “il trucco”, anche se diciamo a noi stessi che ciò che vediamo in prima battuta è sbagliato, continuiamo inesorabilmente a vedere il cerchio grigio di destra più grande di quello di sinistra.

La spiegazione è semplice: il cerchio di destra appare più grande perché circondato da cerchi più piccoli (Figura 2); quello di sinistra appare più piccolo perché circondato da cerchi più grandi. Una spiegazione che serve a ben poco, visto che continuiamo a commettere il nostro errore anche dopo che lo abbiamo spiegato.

La soluzione è quella di dubitare del mondo intero? Tutto ciò che vediamo può essere diverso da come lo vediamo? **È** tutto un inganno?

No. La soluzione consiste nel conoscere l'origine della distorsione e quindi

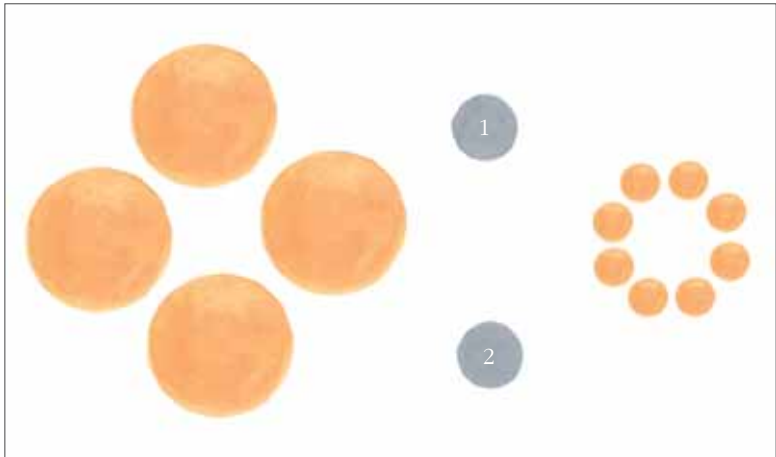


Figura 2

“pulire” il contesto prima di prendere decisioni. Non cadere nella trappola de “la prima risposta è quella che conta”.

Quante volte – nel prendere decisioni finanziarie – giudichiamo un rendimento come grande o piccolo (alto o basso, conveniente o non conveniente, un’occasione da non perdere, e così via dicendo). Si tratta sempre di un giudizio relativo, che può essere condizionato dal contesto. Ecco perché dobbiamo fare attenzione.

Una soluzione o “la” soluzione al problema?

Spesso diciamo che quello che pensiamo dipende dal nostro “punto di vista”. Quando un nostro amico non ci capisce, gli suggeriamo di “mettersi nei nostri panni”.

Abbiamo limiti cognitivi legati alla “prospettiva”. Lo stesso problema affrontato da punti di osservazione diversi può avere differenti soluzioni. Ma qual è quella giusta?

Il tavolo di destra è più stretto di quanto sia lungo il tavolo di sinistra? (Figura 3). È una questione di prospettiva.



Figura 3

I due tavoli sono uguali (almeno nelle due direzioni anzidette).

Il nostro modo di osservare ed elaborare i problemi ci conduce a trovare una soluzione al problema. Non ci porta a trovare “la” soluzione al problema.

Potremmo dirci che è meglio trovare una soluzione che non trovarne alcuna, o rimanere nel dubbio. Può essere vero solo se questo non si trasforma in pigrizia.

Ma se per trovare la verità basta alzarsi e cambiare il punto di osservazione del problema, allora non farlo è pericoloso.

Sul mercato finanziario i due cerchi o i due tavoli potrebbero avere prezzi diversi. È corretto, oppure stiamo allocando male le nostre risorse finanziarie?

## Quando una cosa è molto diversa da quello che sembra

Le nostre scelte possono essere condizionate dal contesto nel quale vengono prese?

In sostanza, cambiando il contesto, cambierebbero le nostre valutazioni? Istintivamente viene da rispondere di sì. È quasi ovvio che l'uomo si faccia

condizionare. Rischiamo però di considerare questa realtà come marginale, relegata alle scelte più tipicamente emotive: l'amore, le passioni, il gusto. Ambiti nei quali l'emotività produce instabilità, imprevedibilità ma anche ricchezza di sfumature.

Ci sono scelte - ci raccontiamo - nelle quali sappiamo mantenere un sereno distacco.

Tra queste ci sono quelle finanziarie? Assolutamente no. Anzi. La psicologia cognitiva ci insegna che nessuna scelta in condizioni di incertezza è esente da distorsioni cognitive.

Una splendida illusione ottica è la seguente. Una scacchiera. (Figura 4)

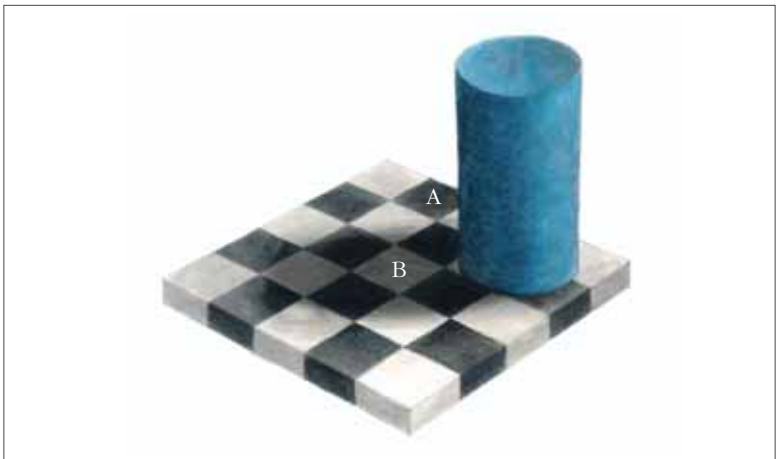


Figura 4

La domanda che ci dobbiamo porre è se la casella A è più scura della casella B. E la risposta è ovvia. O sembra tale.

La nostra convinzione è fortemente condizionata dal contesto. Che cosa ci fa su una scacchiera un cilindro blu?

Quanti cilindri blu ci sono sulla nostra scrivania quando prendiamo decisioni? Siamo così sicuri di vedere correttamente, non solo (e non tanto) i dettagli, quanto piuttosto il contesto nel quale ci arrivano le informazioni,

essenziali per decidere?

E infatti – per quanto possa sembrare incredibile – A e B sono dello stesso colore. Per capirlo bisogna “solo” pulire il contesto (Figura 5).

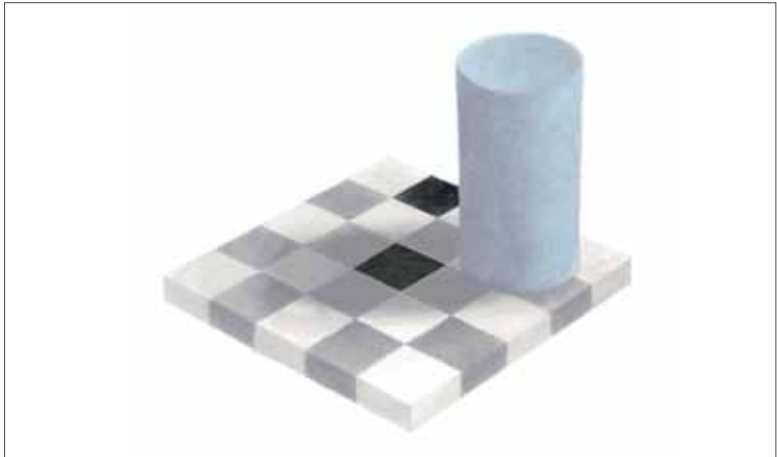


Figura 5

Solo? In realtà chiediamo a noi stessi uno sforzo mentale molto significativo. Che non siamo capaci di portare fino in fondo. Non ci riusciamo.

L'unica soluzione è evitare questi pericoli o prepararsi essendone consapevoli. Come Ulisse, legato con catene più forti della forza delle sue emozioni.

$2 + 2 = 4?$

Ci sarà sicuramente capitato di leggere (o di provare a leggere) un rendiconto di una banca. Rappresenta l'andamento trimestrale dei nostri investimenti. Sulla base dei dati in esso contenuti ci facciamo un'idea di quanto è successo.

Attenzione: possiamo essere - o meno - soddisfatti. E dunque - attenzione di nuovo - possiamo prendere decisioni.

Proviamo ora ad analizzare la stessa posizione e a dividerla in due parti, magari perché il nostro patrimonio è in parte detenuto presso la banca X e in parte presso la banca Y e quindi ci giungono a casa due rendiconti, separati.



Figura 6

La nostra valutazione sarà uguale se leggiamo il tutto o se leggiamo separatamente le due parti?

Osserviamo questa illusione ottica.

L'anello grigio mantiene la sua uniformità di colore solo finché è unito. Appena lo stacciamo in due parti i colori cambiano, ci sembra diversa la metà di sinistra da quella di destra. Se poi facciamo scivolare verso il basso il rettangolo destro, si aggiunge ancora un nuovo colore, che prima non vedevamo.

Siamo così sicuri di “dominare” il fenomeno della fusione delle diverse parti in un tutto? Riusciamo a separare, riattaccare, disallineare, mantenendo una corretta valutazione dei colori?

Evidentemente no<sup>(1)</sup>.

## Che cosa insegnano le illusioni ottiche?

L'umiltà.

Ecco perché leggere questo libro.

---

(1) Per saperne di più, visitate il sito [www.danariely.com](http://www.danariely.com). È un'esperienza interessante, in compagnia di Dan Ariely, professore di *Psychology & Behavioral Economics* alla Duke University (USA), autore del libro “Prevedibilmente irrazionali” edito da Rizzoli.



*“Che cosa sia questa musica? Peccato che io debba andare a scuola, se no...” E rimase lì perplesso. A ogni modo, bisognava prendere una risoluzione: o a scuola, o a sentire i pifferi. “Oggi anderò a sentire i pifferi, e domani a scuola: per andare a scuola c’è sempre tempo” disse finalmente quel monello, facendo una spallucciata.*

## II

### LA “PREVEDIBILE IRRAZIONALITÀ”

*Alcuni esperimenti (liberamente) tratti dal libro  
“Prevedibilmente Irrazionale” di Dan Ariely*

#### L'abbonamento alla rivista

Immaginiamo di volerci abbonare a una rivista che ci piace molto. La conosciamo da anni e la leggiamo con grande passione. Ora – finalmente – abbiamo deciso di abbonarci.

Leggiamo che è in corso un'offerta. Possiamo scegliere tra tre alternative, tutte – ci dicono – molto convenienti.

- a) Possiamo abbonarci alla rivista solo in formato elettronico con accesso al sito internet. Il sito peraltro è bellissimo e contiene tutti gli articoli pubblicati dal 1987 ad oggi oltre a molto altro materiale non pubblicato sulla rivista cartacea. Costo: 59 euro all'anno.
- b) Possiamo abbonarci alla rivista in formato cartaceo, quella che abbiamo sempre letto con soddisfazione. È molto curata, molto comoda da leggere e da trasportare, sempre gradevole. Il costo è di 125 euro annui.
- c) Possiamo, infine, abbonarci sia alla rivista cartacea, sia assicurarci l'accesso al bellissimo sito internet, per un costo totale di 125 euro annui.

Quale opzione scegliamo?

Attenzione, sembra banale. Al nostro cervello piace “vincere facile”. Quindi esiste un confronto immediato dove la convenienza è immediatamente



percepita. Il confronto tra l'opzione b) e c). E non ci sono dubbi: è meglio c). Abbiamo vinto!

In realtà la vera scelta, quella "difficile", quella che richiede molta energia mentale è tra a) e c). Meglio spendere 59 euro per il bellissimo sito internet o spendere altri 76 euro per avere anche la rivista cartacea? Troppo complesso per le nostre limitate risorse<sup>(1)</sup>.

## L'esame

Giornata d'esame. Ci sono una cinquantina di professionisti che stanno partecipando a un esame che consente di ottenere una certificazione di competenza, molto importante. Si tratta di adulti di varie età.

Il docente esaminatore spiega austero le modalità d'esame. Si tratta di domande a risposta multipla.

A un certo punto riceve una telefonata. Preoccupato risponde, scusandosi. È una cosa urgente, deve allontanarsi dall'aula. Chiede scusa di nuovo. Esce visibilmente imbarazzato e preoccupato. E dimentica sul tavolo... le risposte alla prova d'esame.

La tentazione è troppo forte. Si dimostra che la grande maggioranza dei presenti copia. Del resto, chi non ha copiato un compito in classe? Chi non si è fatto passare una prova d'esame all'università? E poi, questi quiz sono fastidiosi e spesso costruiti male, proprio per confonderti le idee.

Giornata d'esame. Identica alla precedente. Un nuovo gruppo di professionisti si sottopone alla prova.

Stesso docente. Ma – prima dell'esame – ecco arrivare... una giovane studentessa dell'Università di Yale. Spiega, in italiano con un simpatico accento anglosassone, che sta conducendo per l'Università un importante esperimento. E ringrazia per l'attenzione che i presenti le rivolgeranno.

---

(1) Se non avete notato l'errore di calcolo – la differenza è 66 e non 76 – abbiamo dimostrato che l'alternativa tra a) e c) non è stata presa in considerazione dalla nostra mente.

I presenti sono incuriositi e non sembrano infastiditi, anche se sono tesi per l'esame.

La studentessa chiede cortesemente di scrivere, sul foglio bianco che si trova sul tavolo di ciascuno dei partecipanti, i dieci comandamenti. Rumore in sala. I dieci comandamenti. La richiesta è strana. Alcuni si rendono conto di non ricordarli tutti. Ma la studentessa rassicura: "scrivete solo quelli che vi ricordate". Lascia un poco di tempo, poi raccoglie i fogli personalmente, ringrazia ciascuno dei presenti e si allontana sorridente.

Il docente ringrazia per la collaborazione, invita i presenti a riprendere la concentrazione e spiega le modalità d'esame. Ma riceve la telefonata, come nel caso precedente. Ed esce imbarazzato e preoccupato. Lasciando la soluzione sul tavolo.

Si dimostra che solo una piccola minoranza dei candidati copia.

Eppure "non copiare" non è uno dei dieci comandamenti!

## I cioccolatini

1) Di fronte all'Università. Escono i giovani da un'aula. C'è un banchetto in cui si vendono dei cioccolatini. Ci sono quelli di pregio, di un produttore famoso. Costano 15 centesimi l'uno. Quelli di una marca sconosciuta costano solo 1 centesimo.

Il 50% dei ragazzi non compra. Fanno ingrassare? Non è l'ora giusta? Hanno fretta?

Chi si ferma preferisce di gran lunga il cioccolatino di marca. "Se devo fare uno strappo alla dieta, almeno che ne valga la pena", dice una ragazza. Alla fine dell'esperimento, il 72% dei golosi sceglie di spendere di più.

2) Di fronte all'Università. Escono i giovani da un'aula. C'è un banchetto in cui si vendono dei cioccolatini. Ci sono quelli di pregio, di un produttore famoso. Costano 14 centesimi l'uno. Quelli di una marca sconosciuta vengono consegnati gratuitamente.

Il 39% dei ragazzi non compra. Rispetto a prima, 11 su cento hanno rinunciato alla dieta, alla stessa ora e l'impegno può aspettare.

Chi si ferma ora preferisce di gran lunga il cioccolatino gratis. "Ne prendo un po', così posso andare subito in palestra", dice una ragazza. Alla fine dell'esperimento, ben l'84% dei golosi non è sensibile alla superiore qualità del marchio famoso.

Quando si dice la forza dei sani principi. Salute e qualità valgono 1 centesimo.

O meglio, se l'errore non costa alcunché... è meno sbagliato.

## Come prendiamo le nostre decisioni?

Gli esperimenti che sono stati raccontati, realmente effettuati, dimostrano quanto sono "deboli" le nostre scelte.

È bene chiarire che in psicologia cognitiva l'esperimento è l'unico modo di condurre un'indagine scientifica. Non è quindi un "gioco". Non inganni la modalità leggera con la quale sono stati raccontati: gli esperimenti sono estremamente rigorosi e vengono ripetuti molte volte su campioni rappresentativi di soggetti.

Come si sa, la finanza è il "regno dei numeri". E alle volte questi numeri sono letteralmente "gridati". Numeri che condizionano altri numeri e dunque le nostre scelte, basate essenzialmente su numeri.

Quando apriamo il book di un trading online, che effetto hanno i prezzi sulle nostre scelte? Siamo noi a scegliere il prezzo o è il prezzo a scegliere noi?

La nostra "coscienza" ci condiziona. L'esempio dei dieci comandamenti è illuminante. Parlare d'affari con un amico, con una bella signora o con un interessante gentiluomo può variare il corso delle nostre scelte. In modo prevedibile, ma non modificabile. Cioè, intuiamo che siamo condizionati, ma non siamo capaci di isolare l'interferenza, di proteggerci.

Anche i nostri “valori” hanno un prezzo. Una gigantesca frittura di pesce è meno “scandalosa” se la chiamiamo “fritturina”. Una mezza bottiglia di vino diviene un “gocchetto”. E la nostra coscienza è salva.

Gratis è una parola magica, come “all inclusive”. Una volta un mio carissimo amico, per il quale nutro grande affetto, in un villaggio “all inclusive” durante la cena di fine anno ha mangiato un numero imprecisato, ma elevatissimo, di ostriche. Con conseguenze devastanti, ancorché – per fortuna – temporanee. Un evidente eccesso.

Ma gli esperimenti citati ci ricordano che – eccessi a parte, evidenti a tutti – esiste una realtà più sottile, più normale, più sistematica.

Quella che è stata chiamata “prevedibile irrazionalità”.

Nelle scelte di investimento, l'esempio dell'abbonamento alla rivista è quello più significativo. È un esempio di ancoraggio. La nostra tendenza ad aggrapparci – in un mondo pieno di incertezze – all'unica cosa che sembra sicura: un numero.

L'esperimento dell'abbonamento alla rivista – realmente accaduto – aveva un preciso obiettivo “commerciale”. Massimizzare il numero di abbonamenti. E per rendere massimo questo numero doveva essere minimo il numero di coloro che “dovevano pensarci”.

Insomma, in certe occasioni, per farci comperare, occorre rendere minimo il tempo del nostro pensiero, non dobbiamo farci domande troppo complicate. Nell'esperimento citato la vera domanda è “mi serve la carta o posso avere solo l'abbonamento al sito internet?”. È questa la vera domanda. Ma è una domanda difficile. Occorre tempo per riflettere. E invece chi vende deve ottenere rapidamente un nostro “sì”. Quindi crea una finta opzione (l'abbonamento solo cartaceo) e poi un'opzione palesemente (ingenuamente) più conveniente (carta + sito allo stesso prezzo). È chiaro ed è talmente evidente che sorridiamo: conviene! E se conviene, compriamo. Non devo pensare, ho già la risposta.

Ora, sono convinto che tutti riteniamo di non essere mai caduti nella trappola dei 999 euro. È troppo palese... eppure, se l'oggetto lo desideriamo, cerchiamo solo una scusa per comprarlo. Quindi costa meno di 1.000 euro.

Sono certamente esempi di ancoraggio quelli legati alle scelte di investimento che hanno portato i clienti delle quattro banche che sono state interessate dagli interventi di salvataggio a perdere significative quote di patrimonio con le obbligazioni subordinate.

Perché hanno investito in uno strumento subordinato? Teoricamente la complessità dello strumento avrebbe dovuto costituire un ostacolo alla scelta. Uno strumento "nuovo", diverso da quelli ai quali l'investitore era stato abituato. Avrebbe dovuto suscitare "sospetto", fatica nella scelta, "ci devo pensare" avrebbe dovuto essere essere la risposta.

Ma quando il tasso offerto è "più alto" e "piace" gli ostacoli si superano agevolmente. Tutto diventa semplice. Il rendimento diventa certo, un numero comodo da ricordare relativo ad un investimento finanziario che mi hanno proposto nel luogo più familiare: la banca.

Perché porci difficili domande sulla probabilità degli eventi - soprattutto di eventi spiacevoli quali il "fallimento", la "crisi" della mia banca - quando la cedola (normalmente un numero accattivante) ci può risolvere il problema? E poi, "conosco da anni il direttore!"

Applichiamo la regola dell'ancoraggio e del "ci piace vincere facile" al confronto tra un fondo obbligazionario ed una singola obbligazione. Il fondo obbligazionario è strumento razionale, diversificato, saggio, soprattutto nel contesto attuale, nel quale per ottenere rendimenti occorre assumere rischi. Ma il fondo ha un nome "difficile", spesso in inglese, certamente non familiare (non disponibile nella nostra mente). L'obbligazione - strumento conosciuto sul quale abbiamo esperienza di investimento - è di un emittente che fa parte del nostro noto: la banca, un'azienda importante, della quale, magari, siamo anche clienti. Il fondo - tecnicamente superiore dal punto di vista finanziario - parte dunque in grande svantaggio "emotivo".

- Scusi, quanto rende?

Il consulente riesce a rispondere in quindici secondi per l'obbligazione (3,87%, per esempio); ma per il fondo spesso non sa fornire un numero. Si comincia a raccontare di curva dei rendimenti, della dinamica del gestore che vende e compra, della grande esperienza che la società di gestione ha maturato sui mercati. Ma l'investitore vuole un numero. Obbligazione 1, Fondo 0.

- Scusi, quando scade?

La risposta per le obbligazioni è semplice. Una data precisa, da segnarsi in agenda. E' "futuro" ma è certo. Scade il 1° dicembre del 2025, tra esattamente ... giorni e ... anni. E il fondo?. Non scade mai o scade sempre. Sei tu investitore che decidi quando scade. Capisci il vantaggio? Assolutamente no, perché io investitore non ho la minima idea di quando farlo. Troppo complicato; ci devo pensare. Obbligazione 2, Fondo 0.

- Scusi, quale dei due investimenti è più rischioso?

Il consulente risponde pronto che il rischio è uguale, dipende solo dalla durata. Anzi, il fondo è diversificato, mentre la singola obbligazione è di un unico emittente. "E quindi?" chiede l'investitore. Quindi se l'emittente fallisce ... "Mi sta dicendo che il titolo della famosa banca A o della nota impresa Y potrebbe non essere rimborsato?". Teoricamente sì, risponde correttamente il consulente. "Ah, teoricamente" dice pronto l'investitore, che vede la immediata soluzione del problema. Teoricamente significa: NO, in pratica. "E allora, qual è il problema?". Dico che può scendere di prezzo, e se lo deve vendere ... "Ma io lo tengo fino alla scadenza, quando verrà certamente rimborsato a 100". E il fondo? Già, non ha scadenza e non ha prezzo di rimborso. Obbligazione 3 (ancoraggi) , Fondo 0 (ancoraggi).

La scelta della banca, della "nostra banca", è un esempio nel quale cogliamo facilmente tutte le classiche distorsioni cognitive. Ossia, nella scelta della banca abbiamo commesso e commettiamo sistematici errori.

Il nostro rapporto con le banche nasce in modo istintivo, naturale. Come bere un bicchiere d'acqua. Potabile? Se non è scritto diversamente è acqua potabile. Almeno se ci troviamo in Italia o in altri paesi che consideriamo sviluppati.

Diventiamo clienti di una banca perché dobbiamo aprire un conto corrente al primo stipendio. O perché la nonna ci ha lasciato un libretto. Il rapporto con la banca ha la caratteristica della “vicinanza”. È semplice, non implica valutazioni complesse. Richiede un rapporto umano (o almeno lo richiede). La scelta più ovvia? La banca vicina, quella che porta il nome della città in cui viviamo. Facile.

La banca è il luogo dove “depositiamo” le nostre risorse. Che ci sembra rimangano nostre, anche se le facciamo custodire dalla banca, perché è comodo, sicuro, pratico. Non sentiamo di allontanarci dal nostro denaro, una volta che esso è depositato in banca. E infatti abbiamo “in tasca” tutti gli strumenti per spenderlo, il nostro denaro, perché è nostro, pensiamo. E la nostra esperienza ci dice che questo è vero. La banca ci testimonia sistematicamente la propria liquidità, nel quotidiano, nelle cose semplici. Alla domanda: “quanto denaro hai sul conto?” sappiamo di avere gli strumenti per rispondere, ma forse non sappiamo rispondere sempre in modo puntuale. Ma, in fin dei conti, è come chiedersi “quanti soldi hai in tasca?”. Non sempre lo sappiamo. Ma viviamo tranquilli.

Il rassicurante rapporto con la banca locale, che diviene un rassicurante rapporto con il direttore della filiale, tende ad evolversi, con la stessa naturalezza iniziale, verso la gestione del risparmio. Ossia il deposito diviene di importo più consistente di quanto ci serve nei pagamenti, tende a rimanere “investito” perché non utilizzato nelle spese correnti. Il deposito allora si trasforma in “certificato di deposito” (su consiglio del direttore). Poi vengono emesse delle obbligazioni che noi sottoscriviamo (su consiglio del direttore). Poi le obbligazioni diventano “strutturate” o “subordinate”. Magari ci piace l’idea di diventare azionisti della nostra banca, la banca della città in cui viviamo e siamo cresciuti.

È naturale, normale, istintivo possedere un poco di azioni della banca locale. Prima è una cooperativa, poi diventa una spa, magari. Ma è pur sempre la nostra banca. Porta il nome della nostra città.

E poi – è accaduto – leggiamo sui giornali che la nostra banca ha problemi. E che cosa facciamo?

La cosa più ovvia: andiamo a chiedere al direttore se ci sono realmente dei problemi, se è vero quello che dicono alla televisione e che abbiamo letto sui giornali. E che cosa ci risponderà il nostro interlocutore?

Esattamente quello che vogliamo sentirci dire. Problema risolto.





*“È Pinocchio! è Pinocchio!” urlano in coro tutti i burattini, uscendo a salti fuori dalle quinte. “È Pinocchio! È il nostro fratello Pinocchio! Evviva Pinocchio!...” “Pinocchio, vieni quassù da me!” grida Arlecchino “vieni a gettarti fra le braccia dei tuoi fratelli di legno!”*

# III

## I NOSTRI LIMITI HANNO UN NOME E UN COGNOME

### Le distorsioni cognitive

Quando prendiamo delle decisioni di investimento, decidiamo in condizioni di incertezza, visto che non conosciamo il futuro. La finanza comportamentale dimostra che queste condizioni generano nella nostra mente un ambiente dove è più facile sbagliare.

La psicologia cognitiva si occupa di studiare in modo sperimentale i processi mentali attraverso i quali noi raccogliamo le informazioni, le memorizziamo, le elaboriamo e poi prendiamo delle decisioni. L'esperimento consiste nel costruire situazioni che coinvolgono un certo numero di persone che devono scegliere tra varie opzioni, dati alcuni stimoli. Alcune prove sperimentali le abbiamo già citate: la sessione d'esame, l'abbonamento a una rivista.

Per risolvere un qualunque problema noi utilizziamo le “euristiche”, ossia dei processi mentali che possiamo chiamare “scorciatoie”. Quando la soluzione ci sembra giusta, la scegliamo, senza in realtà approfondire, perché approfondire è troppo faticoso. Ma, ovviamente, la scorciatoia non è sempre corretta. E quindi possiamo commettere errori. Al nostro cervello “piace vincere facile”, come dicevamo.

Gli studiosi hanno individuato sperimentalmente alcune distorsioni cognitive tipiche. Vere e proprie “trappole mentali”. Le prime sono state citate da Tversky e Kahneman nel 1974 in un articolo che si intitola “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”. Gli autori concludono che approfondire la conoscenza delle nostre tendenze euristiche e le conseguenti trappole

che ne derivano ci può aiutare a migliorare la qualità delle nostre scelte in condizioni di incertezza.

Insomma, occorre conoscere i nostri limiti e poi lavorarci sopra, facendo opportuni esercizi.

## Un gioco per mettersi alla prova

Il modo migliore di comprendere un nostro limite è sperimentarlo, toccarlo con mano.

Vi propongo un gioco da fare con almeno una quindicina di amici.

Innanzitutto è opportuno chiarire che il gioco non è gratis. Poiché siamo pigri (mentalmente pigri) per assicurare che i partecipanti mettano tutto l'impegno possibile nel trovare la soluzione, occorre un incentivo. Ogni partecipante dunque deve comprare un biglietto per giocare. Decidete voi l'importo. Diciamo: 10 euro (sarebbe meglio 50, ma vedete voi). Si costituisce così un montepremi che poi verrà consegnato al vincitore (o ai vincitori).

Ogni partecipante riceve un biglietto. Egli dovrà scrivere sul biglietto segretamente un numero intero compreso tra 1 e 100. E il proprio nome.

L'obiettivo del giocatore è indovinare (prevedere, intuire) il numero che più si avvicinerà ai  $2/3$  della media dei numeri giocati da tutti i partecipanti.

Per chiarezza ecco un esempio. Siamo in 5 a giocare (troppo pochi, ma è un esempio). I cinque giocatori scommettono 50 euro ciascuno (montepremi 250 euro). E scrivono in gran segreto sul biglietto che ricevono nome e numero: Mario 11; Roberta 19; Annalaura 32; Giuseppe 82; Vincenzo 100. Ciascuno avrà seguito un certo ragionamento per scegliere il numero, sperando di vincere. La media è 48,8. Dobbiamo moltiplicare per 2 e dividere per 3. Risultato: 32,53 che arrotondiamo a 33.

Quindi vince Annalaura. Complimenti.

Mentre consegniamo il montepremi, proviamo a chiederle come ha fatto a vincere. È molto interessante la sua risposta" ( v. nota a p. 51).

Provate a realizzare questo piccolo esperimento. I risultati del vostro gioco potete inviarli a [ruggero.bertelli@unisi.it](mailto:ruggero.bertelli@unisi.it). Chi vuole la “soluzione” può invece guardare alla fine di questo capitolo. Ma non fatelo. La percezione del limite è chiara solo quando lo viviamo personalmente. E ci fermiamo a pensare.

## La rappresentatività

Osserviamo queste sequenze di risultati di sei lanci di una moneta:



Quale delle due sequenze è la più probabile? In altri termini, dovendo scommettere, su quale punteremmo di più?

La maggior parte di noi risponderà: la prima. Perché? Perché la prima “sembra” più casuale della seconda. Nella nostra mente il caso non è ordinato ma, appunto, casuale. In realtà, le due sequenze hanno identica probabilità di manifestarsi.

Noi però tendiamo a categorizzare in modo semplice gli eventi. Poi diamo opinioni e facciamo scelte basate sulla nostra classificazione approssimativa, che ci pare corretta in prima analisi.

Tante prove sperimentali dimostrano che il nostro modo di attribuire probabilità agli eventi è davvero originale. Per noi vale la legge dei piccoli numeri: quello che è accaduto a noi o è presente nel nostro archivio di esperienze personali ha un valore diverso dal resto. Condiziona le nostre valutazioni di probabilità.

È più rischiosa un'azione o un'obbligazione? La domanda ci sembra semplice e risponderemo subito che le azioni sono – come è noto – più rischiose.

Ma, riflettiamo un attimo. La risposta non dipende da “quale” obbligazione? Non è meglio rispondere, “dipende” invece di scegliere sulla base delle categorie che abbiamo nella testa?

Per approfondire certi temi sui quali non abbiamo competenza è richiesto tempo, impegno e spesso dobbiamo chiedere aiuto. E - invece - proprio dove non abbiamo le competenze utilizziamo la “rappresentatività” come una scorciatoia.

Nella scelta degli investimenti finanziari la rappresentatività ci porta a commettere un pericoloso errore. Scegliere ciò che “sembra” migliore in base alla nostra recente esperienza. E in finanza “migliore” significa “che rende”.

Giusto? Siamo tutti immediatamente d'accordo. Ma attenzione... ancora una volta stiamo usando la rappresentatività.

La vera domanda (molto più complessa) è la seguente: l'investimento migliore è quello che rende di più, che ha reso di più o che renderà di più?

Dobbiamo approfondire temi difficili. Dobbiamo accettare l'incertezza e gestirla o chiedere aiuto nel gestirla. Non dobbiamo, invece, far finta che non ci sia.

La distorsione della rappresentatività ci porta a scegliere i prodotti “alla moda”. È una scorciatoia ideale per scegliere con semplicità. Se un pantalone è di Armani o il ristorante ha le stelle è più facile scegliere. La solita scorciatoia. Che ci fa spendere di più. O rischia di farci spendere di più.

E con gli investimenti finanziari accade lo stesso.

Ma sul mercato finanziario il prezzo del prodotto alla moda sale rapidamente, molto rapidamente. La quotazione giornaliera si autoalimenta, perché il prezzo che sale è un segnale di guadagno e se si guadagna si compra e più si compra più il prezzo sale. Una trappola micidiale per l'investitore. Nella quale non dobbiamo cadere.

## L'ancoraggio

Osserviamo questa moltiplicazione

$$1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8 = ?$$

Non abbiamo una calcolatrice a portata di mano. E poi vogliamo “giocare” con la nostra mente, quindi scriviamo rapidamente su un pezzo di carta il numero che ci sembra corretto. Rapidamente, coraggio.

Abbiamo già citato un esperimento di ancoraggio nel capitolo precedente. La scelta dell'abbonamento alla rivista. Ricordiamo che la nostra mente fa grandissima fatica a scegliere tra oltre due opzioni. Quindi noi tendiamo ad accoppiare le opzioni e poi a scegliere. Ricercando un punto di ancoraggio, ossia un confronto facile facile, sul quale sappiamo di non commettere errori.

- a) Lanciamo 10 dadi. Se non esce alcun 1 vinciamo 100 euro. Se viene almeno un 1 perdiamo 50 euro. Come è noto la probabilità che non esca uno su sei facce è  $5/6$  (circa l'83%).
- b) Lanciamo una moneta. Se viene testa vinciamo 100 euro, se viene croce ne perdiamo 100.
- c) Lanciamo 10 dadi. Se esce almeno una volta 1 vinco 100 euro. Se non esce alcun 1 perdo 50 euro. Come è noto la probabilità che esca uno su sei facce è  $1/6$  (circa il 17%).

Diversi esperimenti dimostrano che siamo poco bravi nel valutare correttamente le probabilità degli eventi congiunti. Preferiamo istintivamente scommettere su eventi congiunti che hanno singolarmente una più elevata probabilità di accadere piuttosto che su eventi singoli che hanno una più bassa probabilità di accadere. D'altra parte, preferiamo scommettere su eventi singoli che hanno una più alta probabilità di accadere piuttosto che su eventi disgiunti con più bassa probabilità di accadere.

In pratica se c'è un elevato numero di eventi, ciascuno dei quali poco probabile, che da solo (disgiuntamente) può determinare il ritardo del treno è

molto probabile che il treno arrivi in ritardo. Se invece il ritardo del treno può essere determinato dal contemporaneo accadere di tutta una serie di eventi, ciascuno molto probabile, è meno probabile che accada il ritardo.

Ma qual è la nostra soggettiva valutazione sul rischio di un ritardo? Secondo la psicologia cognitiva tendiamo a sovrastimare la probabilità degli eventi congiunti e a sottostimare la probabilità degli eventi disgiunti.

Viviamo a Parma. È più probabile incontrare a Milano un amico di Roma che esce da un treno della metropolitana nel quale noi siamo salendo (non abbiamo nemmeno il tempo di stringerci la mano) oppure incontrare la nostra compagna al supermercato della nostra città senza esserci dati un appuntamento preciso?

La risposta dipende da una serie di elementi. Ma ricordiamo la regola generale: tendiamo a sottostimare la probabilità di eventi disgiunti. Quanti amici romani conosciamo? Se ne conosciamo 1.000, la probabilità di incontrarne almeno 1 dei 1.000 può essere più alta della probabilità di incontrare una specifica persona in uno specifico luogo a una certa ora.

Facciamo leggere a un gruppo di nostri amici questa moltiplicazione e chiediamo loro di fare quello che prima abbiamo fatto: scrivere rapidamente su un foglio di carta – senza pensarci troppo – un plausibile risultato.

$$8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1 = ?$$

Prendiamo ora il nostro foglietto di carta e confrontiamo i due risultati. I nostri amici hanno scritto un numero più grande del nostro?

Per la maggior parte di noi la risposta è SI.

Che cosa abbiamo fatto? Ci siamo “ancorati” ai primi numeri, che essendo più piccoli di quelli presentati ai nostri amici ci portano a dire un numero più piccolo.

E qual è la spiegazione del gioco delle probabilità? Ci ancoriamo al numero più grande. Se l'evento congiunto è probabile singolarmente al 90% e quello

disgiunto è probabile al 10%, riteniamo più frequente la concatenazione degli eventi più probabili piuttosto che la singola determinazione degli eventi meno probabili.

Sembra sciocco. Ma al buio cerchiamo un punto di riferimento, è istintivo. E alcuni problemi sono troppo complessi (o troppo faticosi) per essere risolti senza un ancoraggio.

Interessante vero? Che cosa c'entra con le scelte finanziarie?

Ci sono obbligazioni sul mercato il cui rendimento è legato al non verificarsi di eventi che sono poco probabili. Ad esempio che un titolo azionario o un indice perda il 40%. Spesso però il calcolo dell'evento è fatto disgiuntamente su un certo numero di titoli. E quindi può scattare la trappola della distorta valutazione probabilistica. Se poi si aggiungono elementi di "rappresentatività" la valutazione diviene ancora più complessa.

È meglio un'obbligazione strutturata con un basket di 10 titoli "buoni" o di 5 titoli "schifosi"?

Ecco un esempio nel quale il principio della diversificazione (che è cosa buona e giusta, in generale) può fallire.

Ricordate: "ci piace vincere facile". E "buono" è certo meglio di "schifoso". O no?

Provate a chiedere al vostro consulente il rendimento del Btp decennale. Vi risponderà in un attimo. Ma attenzione, adesso il mondo ruoterà attorno a quel rendimento. Come se avessimo trovato uno strumento per misurare tutto. Ma il peso o l'acqua non si misurano con i metri! Però è così comodo dire "rende di più", "rende di meno"! Troppo comodo per essere vero....

## L'eccesso di confidenza e l'illusione del controllo

Scriviamo su un foglio di carta se riteniamo che le nostre capacità di guidare l'automobile siano superiori alla media, nella media o inferiori alla media. Idealmente raccogliamo le nostre risposte.



Si dimostrerà che la maggior parte di noi ha indicato che guida “meglio della media”. Impossibile che questo sia vero, ovviamente.

Tutti noi ci ricorderemo della volta nella quale abbiamo fatto un sorpasso “rischiando”. Non è accaduto alcunché, per fortuna, ma abbiamo percepito chiaramente che quel sorpasso era meglio non farlo. Siamo caduti nella trappola.

L'eccesso di confidenza ci porta a dare maggior peso a ciò che conosciamo rispetto a quanto inevitabilmente ignoriamo.

Se poi gli eventi ci danno ragione, anche se si tratta chiaramente di fortuna, cominciamo ad avere l'illusione del controllo, su risultati che non sono assolutamente controllabili.

Come è facile immaginare, l'illusione del controllo è estremamente pericolosa. Ci fa assumere dei rischi che non siamo in grado di sopportare, senza che questi rischi siano percepiti dalla nostra mente.

Che cosa pensereste di una persona che ha indovinato per 6 volte consecutive quale faccia di una moneta sarebbe uscita? Incredibilmente fortunato o un mago? Al prossimo lancio gli chiedereste un consiglio? Probabilmente sì.

Bene. Immaginate di chiedere a 100 persone se uscirà testa o croce. 50 dicono testa e 50 dicono croce. Ora chiedete ai 50 che hanno vinto: “testa o croce?” 25 dicono testa e 25 croce. Chiediamo ora ai 25 che hanno indovinato: “testa o croce?” 13 dicono testa e 12 croce. Ai 12 vincenti chiediamo di nuovo. 6 dicono testa e 6 dicono croce. Ai 6 vincenti poniamo di nuovo il quesito. Ancora una volta 3 dicono testa e 3 croce. Ai tre che indovinano chiediamo un'ultima volta: “testa o croce?”. 1 di loro dice testa, gli altri due croce. Se esce testa abbiamo trovato una persona che per 6 volte consecutive ha indovinato. Se esce croce troveremo una persona che ha indovinato 7 volte consecutive. È un mago?

Se chiediamo a questa persona se si sente un mago è molto probabile che vi dica di sì. È l'effetto dell'illusione del controllo. Abbiamo trovato qualcuno che si ritiene capace di controllare un evento non controllabile.

Spesso si paragonano i mercati a un gioco. Anche noi almeno una volta possiamo aver utilizzato la frase “giocare in borsa”. Tutti desideriamo trovare il modo per vincere al gioco, scoprendo qualche misteriosa regola, che ci sfugge, ma che siamo convinti che esista.

E ogni tanto pensiamo di averla trovata, sulla base della nostra esperienza.

Può essere il prodotto miracoloso o una serie di fortunati acquisti e vendite “fai da te”. Più riusciamo a vincere più diventiamo confidenti sulle nostre capacità, fino a rischiare la pericolosa illusione del controllo.

Gli studiosi di finanza comportamentale hanno dimostrato che l'eccesso di confidenza è alla base di molti errori nei comportamenti di investimento.

Il più comune è l'eccessiva concentrazione del portafoglio. La diversificazione infatti non è mai vincente, nel senso che troveremo sempre un titolo che ha fatto meglio della nostra scelta diversificata. Lo troveremo certamente ... dopo, con il senno del poi. La diversificazione, con il senno del prima, l'unico che è utile, è un saggio, umile, comportamento. Se punto sia sul rosso che sul nero non vincerò mai. Questo è vero in un gioco, dove vincere o perdere fa parte del gioco.

Ma è falso in un investimento finanziario, nel quale la protezione del capitale investito e la sua corretta remunerazione è l'obiettivo finale. E quando si perde, se non si è agito diversificando, si corre il rischio di vanificare tutti i passati successi.

## A caccia di conferme

Immaginiamo di leggere un lungo articolo di giornale su un tema che ci interessa.

Di questo tema abbiamo discusso la sera prima con un nostro amico.

Le nostre opinioni erano fortemente divergenti e – come ogni tanto succede – abbiamo quasi litigato, alzando un poco la voce.

Mentre leggiamo, con un evidenziatore segniamo una serie di frasi che ci colpiscono.

Dopo aver letto tutto l'articolo controlliamo le frasi che abbiamo evidenziato. Saranno tutte e solo quelle che ci danno ragione. Abbiamo accumulato orgogliosamente tutto ciò che rende chiaro che ieri sera avevamo ragione.

La cosa "buffa" è che se lo stesso articolo lo ha letto anche il nostro amico ci rendiamo subito conto del nostro modo "distorto" di operare. Anch'egli porterà lo stesso articolo come forte supporto alla propria opinione.

Ora proviamo a fare un esame di coscienza (Figura 7).



Figura 7

Quanti investimenti abbiamo fatto dopo che il titolo o il fondo che abbiamo comperato aveva dato prova di offrire ottimi rendimenti?

Quanti investimenti abbiamo fatto in un titolo o in un fondo che nell'ultimo anno aveva perso?

È evidente a tutti che il rendimento dell'ultimo anno (ormai andato) conta veramente poco. Eppure facciamo fatica ad investire i nostri soldi in ciò che ha dimostrato di perdere e preferiamo di gran lunga investire in ciò che ha dimostrato di guadagnare.

Noi andiamo a caccia di conferme della nostra opinione.

Scartiamo tutte le informazioni contrarie e concentriamo la nostra attenzione solo su ciò che ci dà ragione. E poi decidiamo, contenti e sereni, perché abbiamo dimostrato che avevamo ragione.



Figura 8

Pensiamo al periodo del petrolio a 140 dollari (vedi grafico Figura 9).

L'investitore che NON aveva petrolio in portafoglio (la maggior parte) era semplicemente molto arrabbiato per l'opportunità persa e voleva solo una rivincita. Anche perché si sentiva dire che era ovvio che il petrolio sarebbe salito, lo sapevano tutti. Tutti al di fuori di noi? Come al solito non sappiamo guardare ai nostri interessi. Siamo stati distratti. Ma non accadrà più, ci diciamo.



Figura 9

Andiamo dunque alla caccia delle conferme. E scopriamo che è vero, che era evidente che sarebbe andata così. Siamo stati veramente distratti, ma ora non sarà più così. Il petrolio deve salire ancora per consentirci la rivincita.

E allora, quale migliore occasione quella di sentirsi dire che il petrolio sarebbe “sicuramente” andato almeno a 200 dollari. Non mancavano libri, articoli di giornale in questo senso. Ma il vero motivo dell’interesse era la nostra voglia (non dichiarabile) di rivincita. Tutto qui.

La distorsione della conferma ci porta inesorabilmente a interessarci a un investimento finanziario quando ha già corso molto. Per definizione. Ignoriamo l’investimento finché esso non ci fornisce chiari segnali che salirà ancora. Siamo tutti “trend follower”. Quindi compriamo tardi.

Ma quando il trend “gira”? Ammettiamo di avere sbagliato o cerchiamo la conferma del nostro operato?

Si dimostra che le nostre precedenti scelte condizionano le scelte successive in modo determinante. Se non abbiamo petrolio (perché “io non compro certe cose, non sono uno speculatore”) facciamo fatica a comprarlo. E compriamo tardi.

Ma se abbiamo (finalmente!) vinto il tabù dell’investimento in materie prime, faremo molta fatica a vendere, ricercando conferme che la nostra scelta è stata giusta. Tanto, nel lungo termine... prima o poi... appena la ripresa si consolida... ecc. ecc.

## Quando le perdite valgono (emotivamente) il doppio dei guadagni

Se qualcuno ci dice che nell’investimento finanziario è molto importante evitare le perdite, ci troviamo subito tutti d’accordo. E a tutti vengono in mente situazioni nelle quali non aver investito in azioni avrebbe dato un grande vantaggio, perché avremmo evitato le perdite.



Figura 10

Ma se qualcuno ci dice che per evitare le perdite bisogna essere pronti a perdere dei soldi, il nostro consenso diminuisce sensibilmente.

Una persona che non ha fatto pace con le proprie perdite è probabile che accetti rischi che sarebbero per lui inaccettabili in altre circostanze, ci suggerisce Kahneman.

Facciamo un esempio (Figura 10): ho comprato un titolo a 100, dopo un anno il suo valore ha raggiunto 150. Oggi il suo valore è 120. Stiamo guadagnando o stiamo perdendo?

Rispetto al capitale investito guadagno il 20%; ma rispetto al valore di fine anno scorso perdo il 20%. Risposta corretta, ovviamente. E molto razionale. E quindi “sospetta”, perché presuppone che non siamo emotivamente coinvolti.

Ma io voglio sapere di più: come vi “sentite” dentro di voi, in guadagno o in perdita? Di che umore siete, buono o cattivo?

Che cosa leggeremo sui giornali riguardo a un mercato azionario che ha perso da inizio anno il 20%? Sicuramente stiamo leggendo della ennesima crisi dei mercati, delle difficoltà dell'economia, della crisi del “sistema paese”, dell'enorme e scricchiolante debito pubblico, o chissà quale altra disgrazia.

Insomma, credo che la risposta sia che siamo di cattivo umore. Cioè siamo in modalità “perdita”.

E noi non vogliamo le perdite, le evitiamo come la peste. Se quindi il nostro consulente ci suggerisce di vendere a 120 ciò che valeva 150 soffriremo moltissimo. Anche se questa vendita può evitarci di rimanere coinvolti in perdite successive. E anche se per noi di fatto NON è una perdita.

Per evitare le perdite, “bisogna saper perdere”.

Tutto sommato, però, riflettendo, ci viene in mente questa obiezione.

Vale la pena di soffrire se poi a un certo punto siamo felici. Quindi, vien da pensare, se in certi momenti guadagniamo il 25% e siamo felici, poi perdiamo

mo il 20% e siamo tristi, alla fine il bilancio è positivo. Dovremmo essere soddisfatti del nostro investimento finanziario.

E invece tendenzialmente non è così. Noi non siamo soddisfatti dei nostri investimenti finanziari. E ci sono dei motivi che non dipendono dal mercato o dai prodotti finanziari, ma dalla nostra mente.

Si dimostra infatti che l'altra faccia dell'avversione alle perdite è la scarsa soddisfazione per i guadagni conseguiti o che potremmo conseguire.

In finanza comportamentale si dice che le perdite “valgono (emotivamente) il doppio dei guadagni”. Le perdite ci motivano a NON vendere il doppio di quanto i guadagni ci motivano a comperare.

Quali sono le dannose conseguenze di questa distorsione cognitiva?

In generale entriamo sul mercato in ritardo. Ma se per entrare abbiamo bisogno di performance passate molto rilevanti, rischiamo di comperare molto vicini ai massimi. Oppure vendiamo molto presto, perché guadagni ulteriori non ci motivano abbastanza.

Ma la perdita, anche modesta, vale doppio per noi. E quindi, compriamo ai massimi e vendiamo ai minimi. Oppure, guadagnamo poco e perdiamo molto.

Insomma, i mercati sono difficili.

Ma il nostro comportamento può amplificare moltissimo gli effetti negativi della normale volatilità dei mercati.

## Il giudizio fondato sul senno del poi

L'attaccante della nostra squadra del cuore non ne ha azzeccata una questa sera. E alla fine si è perfino mangiato un rigore. Del resto “era chiaro che non era in forma”. Ma l'allenatore, incurante di queste evidenze, ha deciso di farlo giocare.

Quante volte, dopo che un evento è accaduto, scopriamo che era facile



prevederlo. Andiamo a ricercare nel passato tutti gli elementi che dimostrano inequivocabilmente che “bastava leggere i giornali”. Frase tipica che ci diciamo dopo che il mercato azionario è sceso molto. O dopo che l'euro si è rafforzato contro il dollaro e noi – ovviamente - abbiamo comprato azioni in dollari.

“Bastava leggere i giornali”. Certo, ma occorre leggerli dopo aver conosciuto l'evento. Perché letti prima dell'evento non ci hanno detto proprio alcunché. Il motivo è semplice: non avevamo la chiave di lettura delle molte informazioni sovrapposte, disordinate e in contraddizione che quotidianamente appaiono sul giornale. Con il filtro giusto è tutto chiaro. Senza il filtro che ci è dato dal “senno del poi” è tutto molto confuso.

Ogni volta che utilizziamo una previsione per prendere decisioni di investimento ricordiamo questa immagine mentale.

Chiediamo a un esperto se il mercato azionario nel prossimo anno salirà o scenderà. Egli ci risponde così: “Vedi quell'urna? Ci sono dentro 80 palline con scritto il mercato è salito del 20% e 20 palline con scritto il mercato è sceso del 30% . Sono stato chiaro?”. Dopo un anno vediamo entrare una dolce bambina con gli occhi bendati, che viene fatta salire con attenzione sulla scaletta. Mette la sua manina nell'urna e pesca una pallina. La consegna allo scrutatore che la apre e legge il risultato: “il mercato è sceso del 30%”. Il nostro “esperto” ha sbagliato?

È una condanna, una vera e propria condanna. Quando prendiamo delle decisioni di investimento non possiamo che utilizzare lo scarsissimo e costosissimo “senno del prima”.

Ma quando valutiamo i risultati del nostro investimento utilizziamo l'abbondantissimo – e gratuito – senno del poi! Una trappola.

Guardiamo questo grafico:

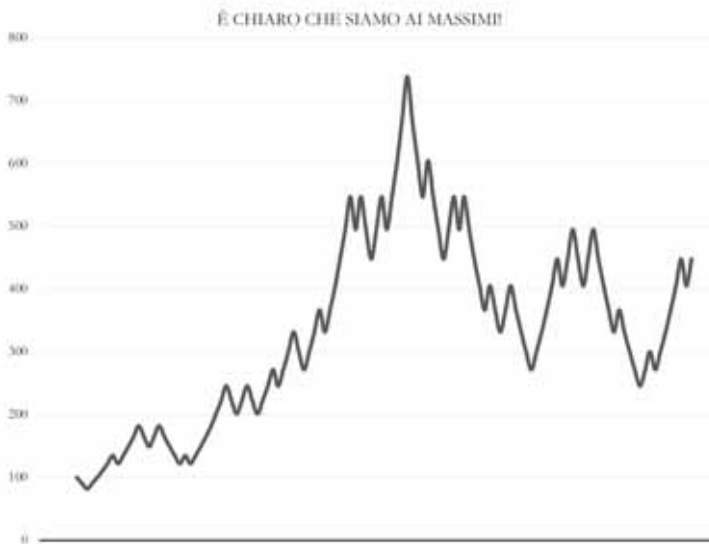


Figura 11

Dopo aver visto il risultato ci sono mille motivi per ritenere che eravamo ai massimi quando abbiamo comprato. Come abbiamo potuto essere così sciocchi? Si osservi l'andamento in figura 11. Dopo aver comprato ai massimi valori, troveremo sempre mille motivi che ci inducono a pensare che era evidente che eravamo ai massimi. Anche quando il risultato osservato era assolutamente imprevedibile, magari condizionato da eventi completamente inattesi (si pensi alla Brexit: come è stato facile, dopo l'esito del referendum, trovare spiegazioni sul perché l'esito è stato proprio quello). La figura 11 è un esempio provocatorio: sembra vera, ma è stata ottenuta mediante il lancio di una moneta: se viene testa +10% se viene croce -10%. Assolutamente imprevedibile il suo andamento ex ante. Eppure col senno di poi sembra tutto chiarissimo. Addirittura ci vengono in mente gli strumenti di analisi tecnica per prevedere l'andamento dei mercati: doppi massimi, supporti, resistenze ... Ma - è chiaro - l'esito del lancio di una moneta non è prevedibile.

Guardiamo ora questo grafico “vero” (Figura 12).

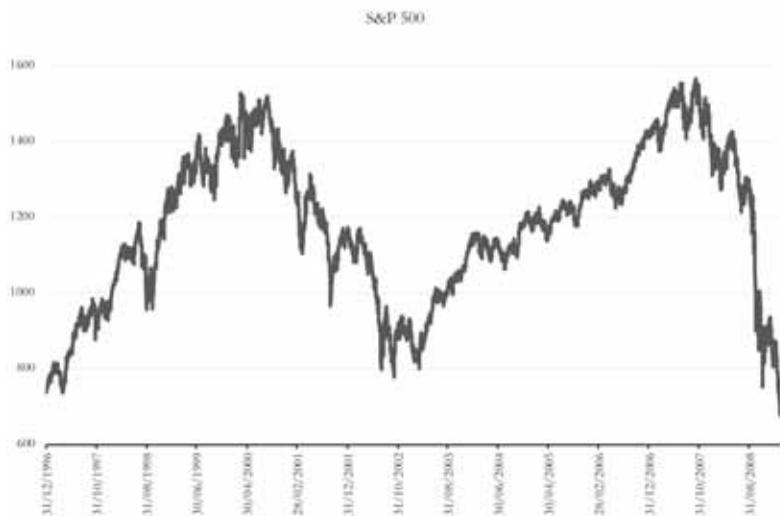


Figura 12

È un'immagine tratta da Bloomberg (un famoso provider di informazioni finanziarie) la prima settimana di marzo del 2009. Considerando la diffusione di Bloomberg, praticamente tutta la comunità finanziaria ha visto questo grafico.

Con il senno del poi è tutto chiarissimo. Come nel marzo del 2003, nel marzo del 2009 c'è stato un minimo molto significativo. Ce ne siamo accorti con il senno di prima?

Oggi sembra tutto evidente. Talmente evidente che noi stessi cominciamo a pensare che non sarebbe stato poi molto difficile entrare sul mercato azionario nel 2009 e guadagnare dei soldi.

Nota

Non voglio rovinare la sorpresa, ma la risposta di Annalaura dimostrerà il limite cognitivo che stiamo sperimentando. Ripetendo più volte in aula questo gioco mi sono sentito dire dai vincitori, per esempio: “è il mio numero fortunato”; “è il giorno in cui è nata mia figlia”. Intendiamoci, la scelta è stata effettuata in questi termini perché in qualche modo il numero corrispondente suonava come corretto, intuitivamente. Non molto diverso quindi da chi mi ha risposto “ho preso i due terzi di 50 e sono stato un poco più basso”. I più razionali si mettono a fare dei calcoli ... e quindi calcolano i due terzi dei due terzi di 50 e poi “alzano o abbassano un poco”. La soluzione del gioco la scopriremo e sarà tutto più chiaro. Ma vi assicuro che ci sarà anche chi proporrà numeri “impossibili” come 80 o 67. E non sono persone sciocche, sono solo “distratti” che fanno media ... come tutti gli altri. D'altra parte – vi assicuro per esperienza – se giocate il numero giusto **NON VINCERETE MAI!**

Soluzione del gioco di pagina 26

Il numero che tutti razionalmente avremmo dovuto scrivere è 1! Sì perché se tutti avessimo ragionato matematicamente, ogni volta che intuivamo un valore medio (ad esempio  $2/3$  di 50) avremmo dovuto abbassarlo di  $2/3$ , perché... insomma, anche gli altri sanno contare. Quindi i due terzi di 50 fanno 33. I due terzi di 33 fa 22. I due terzi di 22 fa 14, e così via, inesorabilmente fino a 1. La domanda che sorge spontanea è dunque: forse non sappiamo contare? Forse non abbiamo voglia di contare? Forse chiediamo al nostro intuito di risolvere problemi troppo velocemente e quindi commettiamo errori?

Perché non vinciamo se giochiamo il numero giusto? Perché non è giusto, tenendo conto delle nostre distorsioni cognitive. E poiché siamo circondati da uomini e non da macchine, il “giusto” deve essere valutato nel mondo reale, non nel mondo ideale. Pensate al prezzo di un titolo azionario. Esso è “abbastanza” corretto nel lungo termine, tiene conto degli utili aziendali, ma non solo. 70% razionale e 30% emotivo? Non è una formula matematica, è il frutto di uomini (e donne) che comprano e vendono. Con tutto il loro bagaglio di distorsioni cognitive. Nel gioco i numeri realizzati tendono verso il giusto, sono numeri più bassi di 50. Si vince pensando a numeri “bassi”. Ma non si vince giocando l'unico numero razionalmente corretto.



*“Domani il mio babbo sarà un gran signore, perché questi quattro zecchini diventeranno duemila.” (...) Pinocchio (...) cominciò colle mani e colle unghie a scavare il terreno che aveva annaffiato. E scava, scava, scava, fece una buca così profonda, che ci sarebbe entrato per ritto un pagliaio: ma le monete non c'erano più.*

# IV

## LA PROSECT THEORY: I GUADAGNI E LE PERDITE DELL'INVESTITORE

È meglio un 5% certo oppure lanciare una moneta: se viene testa 10% se viene croce 0%?

La risposta è subito evidente. È razionale scegliere il 5% certo. Il risultato medio atteso dal lancio della moneta è 5%, ma per averlo dobbiamo sopportare un rischio. E la maggior parte di noi farà la scelta della certezza.

Siamo – correttamente – avversi al rischio.

Primo risultato: essere avversi al rischio è perfettamente normale e razionale. Un giocatore (uno propenso al rischio) sceglierebbe di lanciare la moneta anche se l'opzione fosse 8% contro 0%. Questo è sbagliato, perché il rendimento atteso è inferiore al 5%. Ma il giocatore risponde che 8% è più alto di 5%. A lui piace giocare, evidentemente, anche con i numeri.

Immaginiamo di proporre a un investitore un'obbligazione strutturata. Dopo 12 mesi, alla scadenza, il rimborso è indicizzato... al risultato del lancio della moneta. Se viene testa rimborsiamo 108, se viene croce restituiamo il capitale investito.

Siamo evidentemente nella situazione descritta in precedenza. Ma attenzione alla "illusione ottica": se viene croce, l'investitore perde? O meglio, "sente" di perdere? La risposta è: no. Perché il rimborso del capitale non è vissuto come perdita (del capitale).

Primo problema: non sempre l'investitore è in grado di fare confronti finanziariamente corretti. Nel caso dell'obbligazione strutturata ora proposta,

quello che conta è il confronto con il rendimento certo (nella nostra ipotesi, 5%). Quindi la strutturata rende meno del rendimento privo di rischio e dovrebbe essere scartata. Ma se essa viene descritta come “opportunità di guadagnare l’8% senza rischiare il capitale”, l’investitore può essere facilmente confuso.

Egli si ancora all’8%, lo confronta con il 5% e giunge all’immediata conclusione che 8 è maggiore di 5.

Insomma il problema consiste nella “emotiva” definizione di rischio (non perdo il capitale), rispetto alla “razionale” definizione di rischio (confronto con il rendimento medio atteso, volatilità dei risultati positivi e negativi).

Quindi, siamo tutti avversi al rischio... ma alle volte ci troviamo a “giocare” con i nostri soldi, senza volerlo.

Immaginiamo di aver superato questo equivoco. Ossia ci è chiaro il confronto tra rendimento atteso dell’opzione rischiosa e rendimento certo.

Essere avversi al rischio, razionalmente, significa che per rischiare vogliamo essere premiati. Infatti, se sostituiamo al 10% un 20% se esce testa, la voglia di “rischiare” viene.

Qui non esiste un problema cognitivo. La teoria dell’avversione al rischio non viene violata. Rischiamo perché c’è un rendimento atteso superiore al rendimento certo.

Insomma, non suona bene, ma “tutti abbiamo un prezzo”.

Secondo problema cognitivo: nella concretezza dei mercati, in condizioni di incertezza, in quali circostanze riterremo di essere premiati e dunque accetteremo il rischio? Insomma, quando diremo a noi stessi che vale la pena di comperare le azioni?

È questo il problema cognitivo: quando riterremo che i mercati offrano “premio per il rischio”?

La risposta è semplice e “terribile”: quando le performance storiche saranno talmente accattivanti da convincerci che il trend proseguirà per sempre. È il “confirmation bias”. Per decidere abbiamo bisogno di conferme. E quale migliore conferma di un mercato che negli ultimi 12 mesi ha fatto il 40%?

A quanti è capitato di leggere che un titolo (o un fondo) ha fatto un buon rendimento? Alla prima lettura ci diciamo: è rischioso, però; non fa per me. Se dopo qualche giorno rileggiamo ancora buone notizie su quel titolo, la nostra attenzione verrà attirata e dal quel momento ritroveremo numerose conferme: è un titolo “buono”. Dopo l’ennesima conferma prenderemo la decisione: compro. E il titolo, inesorabilmente, comincerà a scendere di prezzo.

Insomma, sarà normale comprare vicino ai massimi di mercato. Speriamo almeno che si tratti di massimi relativi.

## Dalla modalità “guadagno” alla modalità “perdita”

È meglio una perdita certa del 5% oppure lanciare una moneta: se viene testa - 10% se viene croce 0%?

Mentre la perdita certa ci chiude ogni speranza, il lancio della moneta lascia aperta la prospettiva di non perdere soldi. E quindi lanceremo la moneta. Attenzione: ci sembra razionale, ma è un comportamento esattamente opposto al precedente (scelta del 5% certo).

Questo cambiamento di prospettiva è avvenuto solo perché siamo passati dalla modalità “guadagno” alla modalità “perdita”. E solo per questo motivo.

Noi, investitori saggi e prudenti, che per rischiare vogliamo un premio, siamo improvvisamente divenuti propensi al rischio. Abbiamo violato il principio fondamentale secondo il quale per rischiare dobbiamo essere premiati. E speriamo nella buona sorte.

Ma certo: “la speranza è l’ultima a morire!”.

Ma, se siamo un poco sfortunati, al primo lancio viene testa, ossia perdiamo un altro 10%. A questo punto, usciamo dal gioco o lanciamo moneta? Ovviamente giochiamo. E se siamo un poco sfortunati....



Insomma, la nostra propensione al rischio genera quelli che i tecnici chiamano i “drawdown”, ossia una serie di perdite che si accumulano. Una successione di perdite che a un certo punto sembra diventare incurabile. L’obiezione dell’investitore, disperato a causa del ripetersi dell’evento negativo, è che la moneta è truccata. Gli sentiamo dire che è colpa della “finanza”, delle “banche”, dei consulenti che se ne approfittano. Ed egli rischia di uscire dal gioco con perdite rilevanti.

Certo: “la speranza è l’ultima a morire... ma non è immortale!”

## Il paradosso della prudenza

Per noi investitori, che oscilliamo tra avversione al rischio e propensione al rischio, esiste un interessante paradosso.

L’investitore più avverso al rischio (il più prudente) non è uno che non vuole rischiare. È un soggetto, invece, che per rischiare vuole premi più elevati. Alla fine si convince, se percepisce il premio per il rischio. Ma quando considererà “irrinunciabile” un premio?

Per quanto è stato detto, quando le performance storiche dei mercati rischiosi saranno talmente eclatanti che anche lui si deciderà a staccarsi dal rendimento certo (una volta si diceva: il BOT). Ci troviamo quindi, quasi certamente, ai massimi di mercato. Riflettiamo: l’investitore prudente che cosa fa? Entra ai massimi di mercato, quando è appunto massimo il rischio del significativo drawdown.

Ma l’investitore prudente è anche quello più avverso alle perdite. E quindi si trasforma quasi subito in un “prevedibilmente irrazionale” propenso al rischio. Con il concreto probabile effetto di chiudere la propria posizione in significativa perdita cumulata.

Nella Figura 13 è stato ricostruito il comportamento di un ipotetico investitore secondo la “Prospect Theory”.

Egli accresce il rischio del portafoglio mentre i mercati salgono, cioè mentre forniscono rassicuranti “conferme”. È – come si dice – “Trend Follower”.

Ma quando i mercati scendono accetta il rischio, incapace di vendere. è un “Contrarian”.

Occorre dire, a onor del vero, che il mercato azionario degli ultimi 10 anni è perfetto per fare questo esperimento. è un mercato fatto di lunghi trend positivi e negativi. Quindi un mercato che “scatena” l’emotività: nei trend



Figura 13 – Gli effetti della Prospect Theory

positivi aumenta – col senno del poi – la percezione di premio per il rischio; nei trend negativi “mister market” demolisce ogni speranza di recupero riposta in ogni ripetuto investimento.

Nella Figura 13 l’investitore secondo la Prospect Theory ottiene un risultato peggiore del mercato (azioni europee).

L’investitore disciplinato rimane sempre avverso al rischio. Quindi per comperare aspetta le conferme di premio per il rischio. Ma quando percepisce che non c’è premio, vende subito. Non lancia la moneta. Non rimane legato alle “speranze” di recupero.

Il risultato è interessante: un investitore disciplinato, per il solo fatto che è stato (negli ultimi 10 anni) estremamente disciplinato, consegue risultati di investimento decisamente importanti.

Ma questo investitore, purtroppo, non esiste o esiste nei nostri sogni. Nella realtà l'investitore, oscillando tra avversione e propensione al rischio, si è fatto del male.

## Guadagni e perdite, realtà e fantasie

Poniamoci ora una domanda ulteriore. Quando ci sentiamo in “guadagno” e quando in “perdita”? Sembra una domanda banale. Ma per la finanza comportamentale è una domanda fondamentale.

La risposta è semplice: se abbiamo comperato una casa a 100.000 euro e la rivendiamo a 200.000 abbiamo guadagnato. Se invece la rivendiamo a 80.000, abbiamo perso. Vero. E semplice, appunto, perché la casa non ha un prezzo di mercato. Perché il suo valore non compare tutti i giorni sui listini del quotidiano.

Ma se l'indice azionario va da 20.000 a 40.000 e poi torna a 25.000 - e noi possediamo le azioni in portafoglio - siamo in modalità “perdita” o “guadagno”? Come “ci sentiamo”?

È molto probabile che prevalga la netta sensazione di aver perso molto. D'altra parte i giornali continueranno a ricordarci che la borsa è ancora lontana dai massimi dell'anno precedente e che il cammino verso il recupero è ancora lungo e incerto.

Questa sensazione condiziona le nostre scelte di investimento, come è stato detto. E ci dimenticheremo magari che ai massimi non abbiamo investito alcuna somma di denaro. E che quindi, nei fatti, per i nostri soldi, quei massimi contano poco o nulla.

La nostra “utilità” (ossia il nostro grado di soddisfazione) dipende dal punto dal quale facciamo partire i guadagni e le perdite. Saremo molto insoddisfatti anche di fronte a perdite relativamente limitate. Mentre saremo mode-

ratamente contenti di fronte a guadagni crescenti. Se ci dicono che abbiamo guadagnato il 15% oppure il 17% non percepiremo la differenza. Ma tra +1% e -1% la differenza sarà molto più rilevante.

Inoltre, come è stato detto, la nostra avversione alle perdite ci rende “asimmetrici” nelle valutazioni. Un rendimento positivo fa crescere la nostra gioia in modo sempre meno evidente: tra un guadagno del 10% e un guadagno del 12% non facciamo grande differenza. È invece molto diversa la nostra valutazione delle perdite, dove l’impatto emotivo è molto più consistente.

Almeno due insegnamenti pratici derivano dalla Prospect Theory.

1. Poiché la nostra sensazione di aver perso dei soldi condiziona molto le nostre scelte successive, cerchiamo sempre di capire bene se il nostro punto di ancoraggio è quello giusto. Può non esserlo.
2. Quando sentiamo dentro di noi che “ne vale la pena” – anche se qualcuno ci ricorda che occorre affrontare la volatilità dei mercati e serve il corretto orizzonte temporale – fermiamoci bene a pensare. Potrebbe essere il momento sbagliato di assumere rischio.



*"I ragazzi perbene vanno volentieri alla scuola..." "E a me la scuola mi fa venire i dolori di corpo. Ma da oggi in poi voglio mutar vita."*

*"Me lo prometti?" "Lo prometto. Voglio diventare un ragazzino perbene."*

# V

## METODO E DISCIPLINA

### Perché ci serve un metodo e tanta disciplina

Gli studi di finanza comportamentale dimostrano che nelle scelte di investimento le nostre emozioni e le distorsioni cognitive ci portano a commettere sistematici errori di ragionamento e di preferenze. Dobbiamo necessariamente convivere, insomma, con i nostri limiti.

Di fronte alla scelta - quando ormai le emozioni sono accese e le nostre percezioni sono falsate dall'esperienza recente o dal contesto - è troppo tardi per tornare indietro. Rischiamo di commettere un errore.

E allora dobbiamo prepararci adeguatamente.

Investire è come decidere di partecipare a una maratona. Nessuno si sognerebbe di correre a New York senza un minimo di preparazione atletica. E psicologica. Sì, perché chi corre sa che negli ultimi chilometri non sono le gambe a portare all'arrivo, ma la testa.

La costruzione del nostro portafoglio titoli comporta delle decisioni importanti, che si traducono in assunzione di rischio. L'obiettivo è quello di ottenere un rendimento più alto di un investimento privo di rischio. Il rischio consiste nel fatto che durante il cammino possono radicalmente cambiare in modo inatteso le condizioni, quando ormai è tardi per tornare indietro, ma la meta è ancora lontana. Siamo pronti? Abbiamo le attrezzature per affrontare il maltempo? Riusciremo a superare le difficoltà di mercato senza commettere errori?

Evidentemente la risposta a queste domande non si improvvisa. Prima di un'escursione, la guida alpina sa quali sono le attrezzature che occorre avere per superare un'emergenza, quali sono le procedure da attivare in caso di serie difficoltà.

Occorre quindi un metodo, un "manuale delle Giovani Marmotte" da conoscere bene. Anche nelle scelte di investimento.

E poi occorre disciplina. Il metodo deve essere conosciuto e sistematicamente applicato. E siccome sappiamo che, invece, tenderemo a non essere disciplinati – e questo ci è ben noto – dobbiamo predisporre tutti i presidi che rendano meno probabile questo errore.

## Conoscere se stessi e i propri limiti

Primo punto è conoscere se stessi. Conoscere i propri limiti.

Un'immagine mentale forte: il nostro capitale è come un nostro figlio. Vogliamo che cresca - e cresca sano e forte – e (attenzione: e) lo vogliamo proteggere. Una vera e propria dissonanza che sentiamo dentro quando ci chiede il "motorino", quando esce la sera con gli amici, quando lo vediamo perso per una ragazza.

Bene, bene, sta crescendo. Ma quante minacce. Come siamo contenti quando rimane a casa con noi, sotto il nostro sguardo!

Rischio e rendimento sono connessi, lo sappiamo. Per guadagnare occorre rischiare.

Nessuna regola magica, nessuna sofisticata tecnica di gestione, nessun prodotto miracoloso spezzerà questo legame: rendimento e rischio; rendimento è rischio.

Per arrivare prima occorre andare più veloci, certo. Ma al momento del sorpasso, di fronte alla brusca frenata o alla leggera sbandata ci accorgiamo che stiamo andando "troppo" veloci. E allora ci possono essere utili i limiti di velocità, gli avvisi acustici e le spie luminose impostati prima di iniziare

il viaggio. E se abbiamo molta fretta, troppa fretta, sappiamo che tendiamo ad assumere rischi eccessivi.

Meglio partire mezz'ora prima. O telefonare e rinviare l'appuntamento.

L'equilibrio tra rischio e rendimento è molto difficile da percepire in concreto. L'intuizione non basta. In certi momenti prevarrà la ricerca di un guadagno elevato, in altri momenti, la paura di perdere. Il segreto è invece quello di trovare e mantenere sempre un equilibrio tra le due componenti.

Non perdere l'equilibrio del proprio portafoglio è una priorità. Anche di fronte a “scalpitanti” mercati emergenti o a “depressi” rendimenti delle obbligazioni (o viceversa, naturalmente).

## Ma come facciamo a conoscerci?

Immaginate di avere dieci fotografie che vi ritraggono, in primo piano. Guardatele con attenzione e poi scegliete quella nella quale – a vostro insindacabile giudizio – “siete venuti meglio”. Quella nella quale “vi piacete di più”. Avete scelto la terza, che vi rappresenta in montagna sorridente.

Ora chiedete a una persona che vi vuole bene, un amico, un'amica d'infanzia, un parente, un collega di scegliere tra le dieci foto quella nella quale siete venuti meglio. Secondo lui, questa volta.

Ebbene – e non credo che la cosa vi stupisca – il vostro amico sceglierà una foto diversa. Una foto nella quale voi vi vedete “brutti”. Ma come? Lui mi vede così?

Ecco, non possiamo fare un autoritratto. Noi infatti ci rappresentiamo come vorremmo essere, non come siamo. Non possiamo solo guardarci dentro, per vedere come siamo fatti. Perché abbiamo uno sguardo non neutrale, ovviamente.

Ci dobbiamo far aiutare.

Occorre un occhio esterno per dirci come siamo fatti. Un terzo che, facendoci domande, facendoci parlare, riesca a cogliere gli aspetti essenziali del nostro modo di scegliere in condizioni di incertezza.



Negli investimenti finanziari occorre sempre ricordare questa frase: “se tu non sai chi sei, è molto costoso scoprirlo sui mercati finanziari”.

Che cosa significa? Che in certi momenti siamo andati troppo avanti per tornare indietro. E quindi dobbiamo andare avanti. Banale.

Immaginate però di essere sulla spiaggia in piena estate. Fa molto caldo. Decidete quindi di fare il bagno. E vi allontanate dalla riva. Tutti sappiamo che mano a mano che ci si allontana il mare diventa più profondo. Ci dobbiamo fare una domanda importante: sappiamo nuotare?

In certi frangenti i mercati finanziari ci impongono di saper nuotare. Non solo di “stare a galla”, ma proprio di saper nuotare.

Tecnicamente questo diventa molto chiaro se osserviamo un “grafico del drawdown”.

Prendiamo un indice azionario e osserviamolo negli ultimi 20 anni, dal settembre del 1996 (Figura 14).

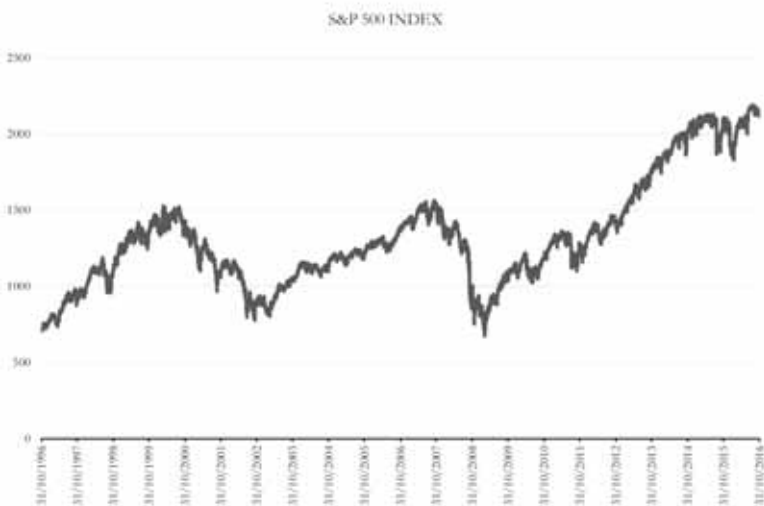


Figura 14



Figura 15

Il grafico del drawdown (Figura 15) indica qual è la perdita (in percentuale) subita da un investitore che entra sistematicamente ai massimi. Insomma, non è proprio un genio della finanza! O, forse, è solo un uomo ... Egli infatti la prima cosa che vede è una perdita. Per forza: entra sempre prima di una diminuzione del mercato (massimo relativo).

Come ci possiamo immaginare questo grafico è una prova di stress.

Il grafico risponde alle seguenti domande: va bene, ho comprato ai massimi. Ma quanto avrei perso se avessi venduto ai minimi? E, se non ho venduto, quanto tempo ho impiegato per recuperare i miei soldi?

Chi è appassionato di immersioni comprende bene che le variabili fondamentali sono due: profondità dell'immersione e tempo di immersione.

Se ho investito a metà del 2000 (ai massimi di mercato, dunque) ho iniziato una profonda immersione che arriva fino ad oltre - 40% (100 investiti sono diventati meno di 60 ad ottobre 2002). Ho superato il limite della immersione ricreativa, come si dice in gergo.

A primavera del 2003 sono ancora a -40, ma si comincia la risalita. Riemergo a metà 2006. Durata dell'immersione 6 anni, massima profondità -40 (dove sono rimasto oltre 6 mesi). Lascio immaginare, sempre per gli appassionati di scuba diving, quanto azoto abbiamo nel sangue.

E poi ... si ricomincia a fine 2007!

Questa volta ho superato i -50. Sono rimasto sotto i - 40 da ottobre 2008 a luglio 2009. Da marzo 2009 ricomincia la salita. Il draw down si chiude nell'aprile del 2013, dopo 4 anni. Un'altra immersione molto impegnativa.

È ovvio che metodo e disciplina devono assolutamente evitare, anche a costo di una riduzione significativa delle performance dell'investimento, di trovarsi a superare alcuni limiti "fisiologici" di sopportazione. Occorre assolutamente evitare la "risalita rapida", che avviene quando abbiamo bisogno di denaro in un momento di mercati difficili.

Il controllo del rischio del nostro portafoglio è fondamentale. Il rendimento viene dopo.

Warren Buffet dice: "il mio orizzonte temporale di investimento è infinito". Posso aspettare di riemergere, non mi interessa.

Nella pratica della nostra vita finanziaria non è così. Non possiamo aspettare sempre.

Ma non dobbiamo risalire velocemente, smobilizzando, quando non serve o - peggio - quando è dannoso.

## Pianificare, pianificare, pianificare

Il secondo punto è definire bene il nostro obiettivo di investimento. Sembra banale, ma non lo è affatto.

Per combattere la nostra emotività e superare i nostri limiti cognitivi abbiamo un'arma potente: la pianificazione. La pianificazione finanziaria ci deve guidare.

Se abbiamo 10.000 euro sul conto giustamente qualcuno ci dirà che non conviene perché il rendimento è zero. E ci faremo (e faremo) la domanda sbagliata: è “il momento” di investire in qualcosa? O è meglio “aspettare”? Se aspettiamo, dopo qualche mese, magari, abbiamo 20.000 euro sul conto e il problema, invece di essere più semplice, diviene più complicato.

Se invece abbiamo un piano finanziario, non ci troveremo mai ad avere 10.000 euro sul conto, come se fossero arrivati lì all'improvviso. Li abbiamo tutti già investiti in funzione degli obiettivi che vogliamo raggiungere.

Chiedere a un mago come andrà il mercato è certamente sbagliato. Evitiamo dunque di dover porre una domanda alla quale non c'è risposta, decidendo prima quanto investire in che cosa - seguendo il nostro piano - senza farci condizionare dall'andamento dei mercati.

Un consulente finanziario, che forse giudichiamo pedante e inopportuno, ci chiederà: “Perché metti da parte del denaro?”, “Quali sono i tuoi obiettivi di investimento?” Riflettiamo bene sul fatto che se non sappiamo rispondere con precisione a queste semplici e fondamentali domande, siamo esposti agli errori cognitivi ed emotivi.

La pianificazione è la nostra arma mentale per affrontare le insidie dei mercati finanziari.

Se rispondiamo: “Il mio obiettivo è semplice: voglio guadagnare senza rischiare troppo” purtroppo la risposta dimostra che non abbiamo un piano finanziario. Pensate se entrassimo in una agenzia di viaggi dicendo “questo inverno voglio andare al caldo, su una spiaggia in un'isola meravigliosa; ma non voglio prendere l'aereo”.

Pianificare significa darsi degli obiettivi. Gli obiettivi richiedono risorse.

E poi occorre chiedere a noi stessi la forza (mentale) per raggiungerli.



*“Vuoi che te lo dica? (...) Fra i mestieri del mondo non ce n'è che uno solo che veramente mi vada a genio.” “E questo mestiere sarebbe?” “Quello di mangiare, bere, dormire, divertirmi e fare dalla mattina alla sera la vita del vagabondo.”*

# VI

## LA CONTABILITÀ MENTALE

La teoria dei conti mentali:  
ovvero non tutti gli euro  
valgono uguale

È impossibile “vincere” le nostre emozioni nei confronti del denaro.

Ma gli effetti della “prevedibile” irrazionalità si possono ridurre ricorrendo a una caratteristica tipica (e scientificamente dimostrata) del nostro modo di ragionare.

Si tratta dei “conti mentali”: ovvero la nostra tendenza a suddividere le risorse in “comparti” caratterizzati da una valutazione separata (Hersh Shefrin – Santa Clara University e Richard Thaler – Università di Chicago).

Il “mental accounting”, violando il principio economico della fungibilità del denaro (o meglio delle risorse finanziarie), tende a rendere ottimali allocazioni di portafoglio “parziali”, per il solo fatto di essere inserite nel corretto (dal punto di vista dell’investitore) contesto di valutazione.

La ricerca di questi “contesti” costituisce un significativo passo avanti nella valutazione delle nostre esigenze di investitori. Tendiamo infatti ad assumere comportamenti ottimali rispetto ai nostri obiettivi specifici.

Un’allocazione complessiva di portafoglio, per quanto teoricamente “adeguata”, può non essere considerata tale dall’investitore, inducendo azioni irrazionali ed emotive di “correzione” rispetto a eventi esogeni.

Sono tre gli aspetti principali dei conti mentali:

- a) i risultati di un investimento vengono percepiti e valutati diversamente in funzione del conto coinvolto;
- b) le risorse vengono esplicitamente assegnate a diversi conti e mantengono un elevato grado di autonomia;
- c) i conti vengono valutati con diverse frequenze temporali e comportano differenti aggregazioni di elementi decisionali, tenuti insieme da “parentesi” nozionali.

Nella nostra tendenza a utilizzare conti mentali, noi “sbagliamo” quando dimentichiamo che una decisione riguardante un conto ha un effetto a livello complessivo.

Questo “errore cognitivo” può essere utilizzato per mitigare effetti di altri errori cognitivi.

La contabilità mentale è un nostro limite cognitivo. Ma anche una risorsa naturale che, se sfruttata adeguatamente, ci può aiutare nella gestione finanziaria.

L'individuazione di queste componenti si fonda sulla teoria dei Wealth Accounts di Shefrin e Thaler (The Behavioral Life-Cycle Hypothesis, 1988) basata sulla “spendibilità” delle risorse come tentazione.

Gli individui tenderebbero a proteggere le risorse da un'eccessiva facilità di spesa, dividendole in conti mentali diversi, caratterizzati da una precisa gerarchia.

## Un atteggiamento naturale: “divide et impera”

Il limite consiste nel fatto che la nostra mente viola il principio della fungibilità del denaro. Insomma, per noi non tutti gli euro sono uguali.

La stessa somma di denaro vinta al casinò, o ereditata da un parente, ha un valore diverso dal denaro da noi accantonato nel tempo con il nostro

lavoro. Il denaro ereditato, o un rimborso di tasse, o il denaro ricevuto in regalo, non lo si aveva un secondo prima e, quindi, qual è il dolore nel perderlo?

Anche chi è prudente o saggio è disposto a un maggior rischio o a una maggiore facilità di spesa del denaro caduto dal cielo.

Non tutti gli euro sono uguali. E infatti, se ci pensiamo un attimo, abbiamo organizzato i nostri soldi, mentalmente, in conti diversi, magari corrispondenti ad altrettante banche con le quali abbiamo rapporti.

Stiamo forse usando le “cartelline” che usava la nostra bisnonna: soldi per l'affitto, soldi per il cibo, soldi per le vacanze. Perché lo faceva? Era un modo di fare ordine e di non lasciarsi tentare dalla “fungibilità” del denaro.

Il denaro diviene importante in funzione degli obiettivi che ha. Obiettivo importante, denaro importante. Obiettivo voluttuario, denaro meno importante.

A quanti di noi è capitato di prendere un prestito anche se avevamo risorse sufficienti per fare l'acquisto desiderato? Può essere accaduto semplicemente perché quelle risorse avevano una destinazione specifica. Importante per noi. E non volevamo fare confusione: abbiamo preferito distinguere i conti.

Un errore? Forse, in termini strettamente finanziari. Non è detto in termini personali. Senza questa contabilità separata avremmo rinunciato all'acquisto o avremmo rischiato di non raggiungere l'obiettivo prefissato.

Dividendo, invece, riusciamo emotivamente a gestire entrambi i fronti.

La finanza comportamentale insegna che noi abbiamo un antidoto naturale contro l'emotività finanziaria. Si tratta, appunto, dei nostri “conti mentali”.

Dividiamo istintivamente le nostre risorse finanziarie, mettendo in conti separati i nostri soldi. Alcuni di questi conti sono “blindati”, non si discutono, non si toccano.



Le risorse che mettiamo da parte per una finalità che sentiamo importante vengono alimentate regolarmente dal nostro risparmio e non sono attaccate dalle emozioni.

Ci sono chiare le motivazioni, non ci spaventa il tempo, non ci interessa il valore attuale ma solo quello finale.

Il più evidente conto mentale che abbiamo è quello degli immobili. Non ci interessa che non siano “liquidi”, non ci interessa che non abbiano un prezzo che possiamo guardare sul giornale, tanto non sono disponibili per la vendita. Servono per una finalità diversa.

Ma il nostro risparmio non è fatto solo di mattoni. E quindi dobbiamo imparare a difendere dall’emotività anche altre parti della nostra ricchezza, dove ci viene meno naturale. Perché la liquidità dell’investimento finanziario – che ha un prezzo sul giornale e in tre giorni arriva sul conto se lo vendiamo – deve essere un’opportunità e non una minaccia. E diventa una minaccia quando le emozioni vincono. Non quando vince la ragione.

Il prof. Benjamin Graham (il maestro del famoso Warren Buffet) nel 1949 diceva che l’investitore intelligente si distingue dagli altri perché si dota di un’arma mentale non comune: ignora le fluttuazioni di mercato. Semmai ne prende beneficio in modo del tutto opportunistico.

I conti mentali insegnano che dobbiamo pianificare, dobbiamo predisporre un piano finanziario in cui deve essere molto chiaro quali sono le risorse dedicate al raggiungimento dei grandi obiettivi della vita. E su queste non si scherza con le emozioni: nessun “petrolio”, “oro”, “emerging markets” o Parmalat di turno può attaccarle.

Su questa parte di risorse occorre un metodo di lavoro e un’assoluta disciplina.

I nostri conti (mentali) sono a posto? La finanza comportamentale dice che certamente esistono. Ma questo non significa che siano perfetti o che il loro contenuto sia adeguato.

La contabilità mentale diviene un punto di forza se con l'aiuto di un esperto si trasforma in una corretta pianificazione finanziaria.

## La diversificazione naturale La pianificazione naturale

La teoria dei conti mentali ci fornisce un semplice metodo di diversificazione naturale, che parte dal comportamento dell'investitore.

Ogni investitore divide le proprie risorse finanziarie in almeno tre grandi comparti:

- a) liquidità, conservazione, sicurezza;
- b) grandi obiettivi della vita, disciplina, razionalità, moralità;
- c) divertimento, coinvolgimento, "adrenalina", sensazione di controllo, obiettivi misurabili di breve periodo.

È molto importante creare una chiara barriera tra i conti, sia nel momento del risparmio (flussi) che nel momento della valutazione.

Quando prendiamo decisioni di investimento del risparmio occorre vincere la tentazione del "timing". È il momento? Aspettiamo i minimi? Riusciamo a vincere le emozioni solo se abbiamo stabilito prima dove andranno i nostri risparmi in funzione degli obiettivi che ci poniamo.

I "cassetti mentali" devono essere ordinati e devono essere aperti uno per volta.

Perché? Perché altrimenti si commettono errori!

La separazione è un valore.

La definizione dei conti è un momento di faticosa razionalità che serve a proteggersi dagli errori emotivi e cognitivi.

La costruzione del portafoglio secondo la logica della "diversificazione naturale" ha proprio lo scopo di consentire una (più) agevole gestione delle situazioni di stress.

Non inseguire i facili guadagni (senza raggiungerli).

Non perdersi d'animo quando sembra che tutto sia perduto (e monetizziamo folli perdite). Ricordiamo ancora una volta che i mercati azionari - ma non solo quelli azionari, per la verità - mettono costantemente alla prova la nostra emotività. Riportiamo in Figura 16 il mercato azionario più diversificato e rappresentativo: l'indice delle grandi aziende americane S&P 500. Si vedono chiaramente i due momenti di crisi del 2001 - 2002 e del 2008 - 2009. Rimanere lucidi e ampiamente diversificati - con il senno di poi - avrebbe certamente aiutato a recuperare tutte le potenziali perdite. Non vendere o addirittura comprare nei momenti di crisi costituisce una strategia vincente. Quanto difficile.

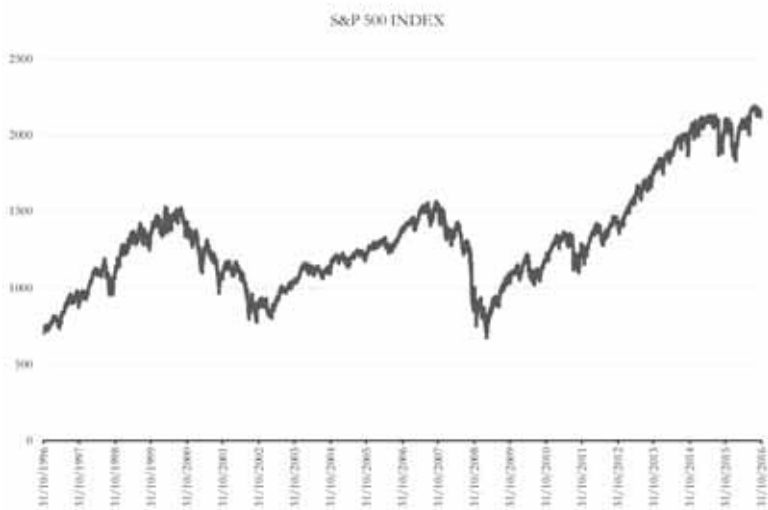


Figura 16

Può aiutare suddividere in modo chiaro ed esplicito le nostre risorse per obiettivi di investimento da conseguire in definiti orizzonti temporali.

Per ciascun obiettivo di investimento ricercheremo razionalmente un portafoglio finanziario adeguato.

La valutazione del portafoglio (un momento emotivamente molto delicato) avverrà con specifico riferimento all'obiettivo che intendiamo raggiungere.

Il conto "divertimento" deve fungere da "parafulmine". Si tratta di quella parte di risorse finanziarie che in qualche modo ci coinvolgono, che seguiamo con una logica di breve periodo, dove "rischiare" fa parte del gioco.

Quanto è bello uscire dall'ufficio e correre a fare una partita di calcetto con gli amici. Massima disciplina in ufficio, vigore agonistico e gioia rumorosa in campo: antistress. Ci ricarica.

Bene, una parte dei nostri investimenti può avere anche un suo significato ludico. Non sarà la maggioranza, ma è giusto che esista. Serve, se ne sentiamo il bisogno.

Si tratta solo di una parte, ovviamente. Insomma, giocare va bene, ma la vita non è solo gioco.

Il conto "sicurezza" è per definizione assolutamente insensibile alle variazioni di mercato, solido come una roccia, non viene coinvolto nelle fluttuazioni del mercato. Rende poco, questo è certo, ma è il suo compito. Non chiediamo di più. Non dobbiamo chiedere di più, perché altrimenti lo esponiamo a rischi ai quali non vogliamo e non dobbiamo esporlo. Le tentazioni? Una sola possibile risposta, in questo caso: no.

Il conto "grandi obiettivi della vita", quello che raccoglie i nostri risparmi periodici, non viene coinvolto nelle fluttuazioni di mercato perché non abbiamo bisogno di liquidare, anzi, quando i mercati scendono, investiamo a condizioni migliori. Solo opportunità e mai minacce, quando il mercato crolla.

Non è obbligatorio cogliere le opportunità. È importante riconoscerle e poi prendere una decisione razionale. Dritti verso la meta!

Quanto devono pesare i diversi conti? Non esiste una regola, se non quella naturale secondo la quale vengono prima i grandi obiettivi della vita (che utilizzeranno anche risorse future), poi la nostra sicurezza e poi il divertimento. Oppure chiediamo alla nostra bisnonna, se abbiamo la fortuna di averla.

Teniamo presente che la pianificazione finanziaria è un tema molto complesso, che richiede uno specifico lavoro di indagine e di raccolta di informazioni profonde.

Questo è un campo dove non occorrono i maghi. Ma dove possiamo trovare dei validi aiuti professionali.

## Gli strumenti di investimento sono tanti... milioni di milioni

Ogni conto mentale ha i suoi strumenti e il suo equilibrio, in funzione del nostro profilo di rischio.

È chiaro che la parte “sicurezza” trova nel conto corrente lo strumento principale della gestione della tesoreria. Ciò che non serve per gli imprevedibili incassi e pagamenti può essere investito con obiettivi di breve periodo in strumenti bancari e titoli di Stato o in fondi comuni monetari. Obiettivo: rendimento pari all’inflazione.

Come raggiungere i grandi obiettivi (finanziari) della vita? Partendo dalla previdenza e coprendosi dai rischi... Prima di un viaggio ci organizziamo “prevedendo” quello che ci potrà essere utile, tenendo conto di qualche incertezza, coprendo i rischi.

Il nostro periodico risparmio si trasforma progressivamente in stock di ricchezza. Si tratta del risparmio che accumuliamo progressivamente. Allo stock occorre dare allocazione adeguata. Il nostro obiettivo è quello di “sfruttarlo”, farlo crescere, evitando i rischi finanziari più cattivi (i cosiddetti “default”), diversificando, puntando a un rendimento corretto in relazione all’orizzonte temporale di investimento e al rischio assunto. Ci aiutano fondi comuni, sicav, gestioni patrimoniali, polizze. Ingredienti di base di una pietanza complessa, che deve essere sapientemente cucinata. Magari con l’aiuto di un consulente.

E il conto legato al divertimento? Se proprio non ne possiamo fare a meno (la finanza può essere divertente, ma è come un gioco, può diventare un incubo) facciamo da soli. Proviamo. Un contratto di trading online, qualche

stimolante lettura, un buon metodo di investimento, e qualche soldo da investire. Il mercato offre infiniti strumenti, alcuni accattivanti, altri complessi come rebus che può essere piacevole risolvere. L'importante è non esagerare con gli importi ed evitare di scommettere per il gusto di scommettere. Anche in questo campo siamo avversi al rischio e tali dobbiamo rimanere. I soldi sono importanti. Possiamo tornare a casa con qualche sbucciatura sul ginocchio a causa di una maldestra caduta; dobbiamo però evitare di romperci una gamba, o peggio.



*“Tutti ci sgridano, tutti ci ammoniscono, tutti ci dànno dei consigli. (...) chi lo sa quante disgrazie mi dovrebbero accadere! Dovrei incontrare anche gli assassini! Meno male che agli assassini io non ci credo, né ci ho creduto mai. Per me gli assassini sono stati inventati apposta dai babbi, per far paura ai ragazzi che vogliono andar fuori la notte.”*

# VII

## LA CONSULENZA FINANZIARIA E LA FINANZA COMPORAMENTALE

### La finanza comportamentale e la tutela dell'investitore

Della finanza comportamentale si è parlato e si parla molto. È un tema accattivante, descrive e spiega evidenze empiriche e sperimentali tra di loro interrelate che determinano i processi di scelta in condizioni di incertezza degli individui.

Insomma, la finanza comportamentale spiega “perché anche le persone intelligenti sbagliano negli investimenti finanziari” (titolo originale “Why Smart People Make Big Money Mistakes and How to Correct Them: Lessons from the New Science of Behavioral Economics”, di Gary Belsky e Thomas Gilovich).

Quali conseguenze concrete derivano per l'attività del consulente finanziario dagli insegnamenti della finanza comportamentale?

Conoscere e comprendere i limiti cognitivi dell'investitore serve a “vendere” di più? La comprensione dei meccanismi di scelta in condizioni di incertezza giustifica definitivamente certi comportamenti miopi di investimento? Lascia libera strada a prodotti magari discutibili nell'ottica della finanza tradizionale, ma molto apprezzati – almeno ex ante – dall'investitore?

Comprendere i meccanismi della finanza comportamentale aiuta l'investitore a limitare i propri errori o le conseguenze dei propri errori. Lo studio e l'applicazione degli insegnamenti della finanza comportamentale aiuta il consulente a riconoscere l'origine dei principali errori dell'investitore e



quindi ad aiutarlo meglio. Arricchisce la professione del consulente con una dimensione nuova che ha un deciso focus verso la protezione del cliente, non solo dai mercati e dai prodotti, ma anche ... da se stesso.

Ma ci sono dei rischi.

Il primo rischio è quello della “incomprensione”. Il gestore di portafogli, la società di fondi comuni ragiona secondo la finanza “tradizionale”, fatta di formule, numeri e modelli che si basano sul comportamento razionale dell’investitore. Noi investitori, invece, non siamo capaci di apprezzare quanto ci viene proposto; guidati dalle euristiche e condizionati dalle distorsioni cognitive, diamo valutazioni approssimative e prendiamo decisioni errate. Insomma “compriamo” i prodotti sbagliati nel momento sbagliato e non ci sappiamo, poi, nemmeno mettere una pezza.

Il secondo rischio è più grande ed insegna a noi investitori a non essere leggeri nella scelta dell’interlocutore per i nostri investimento finanziari (il cosiddetto “intermediario”, la banca, il promotore finanziario, il consulente).

Forse chi ci vuol vendere un prodotto di investimento, invece di correggere i nostri comportamenti emotivi, se ne “appropria”. Cioè trae profitto dalla nostra “prevedibile irrazionalità”, proponendoci strumenti di investimento che esaltano i nostri errori anziché smorzarli. Insomma, ci fa innamorare del prodotto sbagliato.

Si tratta – purtroppo – di un rischio concreto. Del quale vogliamo parlare per stimolare una riflessione sull’importanza della qualità dell’intermediario al quale ci rivolgiamo. È normale pensare alla qualità (professionale ed umana) del medico o dell’avvocato al quale ci rivolgiamo. È normale persino quando pensiamo ad un’estetista o ad un personal trainer (perché anche loro possono far danni a nostre spese).

Possiamo immaginare – proprio alla luce di quanto detto nei precedenti capitoli – quanto la stessa cura sia importante nel campo finanziario.

Per essere il più chiari e concreti possibile citiamo due studi della CONSOB, fatti a dieci anni di distanza l’uno dall’altro. La CONSOB è un’Autorità di

Vigilanza su mercati ed intermediari ed ha tra i suoi obiettivi la tutela dell'investitore. Si è occupata di un tema delicato, di un prodotto molto diffuso tra gli investitori: le obbligazioni emesse dalle banche.

Sia chiaro. Sono strumenti di raccolta bancaria molto importanti che incontrano specifiche esigenze di investimento del risparmiatore. Non è certo nostra intenzione “fare di tutta l'erba un fascio”. D'altra parte la CONSOB ha visto proprio in questo settore uno dei campi dove il rischio di un comportamento non corretto da parte dell'intermediario è più alto.

Scrivono D'Agostino e Minenna nel giugno del 2000 (Quaderno di ricerca CONSOB, n. 39), parlando dell'emissione delle obbligazioni bancarie strutturate, che

*“le caratteristiche genetiche del processo di determinazione del prezzo non garantiscono la convergenza spontanea verso un livello fair; che rispettano il principio della neutralità degli investitori al rischio espresso dal mercato e che, quindi, non rifletta aspettative di tipo soggettivo”.*

Ecco, in sostanza le “aspettative di tipo soggettivo”, quelle che noi investitori abbiamo nella nostra mente, non razionali, condizionate dal contesto, diciamo “emotive”, possono renderci incapaci di comprendere quando un'obbligazione costa “troppo”, che vuol dire “rende troppo poco”.

Aggiungono dunque gli autori:

*“in realtà le condizioni teoriche in cui la banca emittente si trova ad operare nel mercato primario delle obbligazioni strutturate possono definirsi ottimali per il perseguimento di una strategia di massimizzazione dei propri profitti (...). Nel breve periodo tali condizioni permettono la realizzazione di profitti anomali per natura e misura”.*

La conseguenza della nostra incapacità di valutare è dunque quella di lasciare che l'intermediario “se ne approfitti”. Infatti, concludono gli autori, i clienti corrono il rischio di essere “particolarmente esposti all'incompetenza ed alla (interessata) negligenza delle reti distributive”.

Sono parole pesanti. Per noi investitori suonano come un campanello d'al-

larme. Il nostro interlocutore (chi ci segue e ci aiuta nella decisione di investimento) deve essere in grado di valutare caratteristiche, rischi e costi del prodotto finanziario che ci propone. Se egli non è in grado di farlo, inconsapevolmente, ci procura un danno, perché non ci guida correttamente.

Nel luglio del 2010 la Consob, in un nuovo quaderno di finanza (n. 67, di R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano) dedicato alle obbligazioni emesse da banche italiane, si trova a concludere che

*“per le obbligazioni ordinarie (...) i rendimenti calcolati ex post sul periodo 2007-2009 risultano in media inferiori a quelli dei titoli di Stato domestici. Se si tiene conto degli elevati costi impliciti nel prezzo di collocamento, tale ultimo risultato vale anche per le obbligazioni strutturate”.*

*“Queste evidenze non sono facilmente razionalizzabili e mettono in discussione gli assunti classici sul comportamento degli investitori in materia di scelte di portafoglio e sul trade-off rischio rendimento. Non è infatti chiaro perché gli investitori al dettaglio non richiedano un premio adeguato per il rischio emittente e di liquidità o perché accettino rendimenti inferiori a quelli dei titoli di Stato anche quando la banca emittente ha un rating inferiore a quello della Repubblica Italiana”.*

Insomma, dopo dieci anni di evoluzione finanziaria, l'investitore si trova ancora oggi ad accettare rendimenti “troppo bassi” da un punto di vista strettamente finanziario. Anche di questi tempi, nei quali il grande pubblico degli investitori è sempre più avvezzo a valutare i rating, il rischio emittente, gli spread, si conferma il rischio di comprare a prezzi troppo alti.

Perché? Sono due le spiegazioni, secondo gli autori.

La prima richiama quanto detto dieci anni prima: *“anomalie nel processo produttivo e distributivo dei prodotti finanziari”*. E quindi, in generale, l'investitore deve stare attento all'intermediario al quale si rivolge.

La seconda ci riguarda più da vicino. Il problema “siamo noi”.

*“il fenomeno (...) [è] (...) correlato a significative carenze di tipo cognitivo, che ostacolano la piena comprensione delle caratteristiche anche dei titoli più semplici e impediscono di coglierne la convenienza rispetto a forme di investimento alternative e a minor rischio. Gli investitori potrebbero non essere in grado di comprendere le diverse componenti di rischio sottese a un'opzione di investimento né i relativi indicatori (basti pensare, ad esempio, al rischio emittente e al rating), ovvero, pur essendo in astratto familiari con tali nozioni, ritenere nel concreto che l'emittente sia solido e affidabile e che il titolo offerto sia “sicuro”. Ad accentuare tali deficit cognitivi ed errori di valutazione potrebbero concorrere i processi di percezione e valutazione del rischio che, secondo gli studiosi della finanza comportamentale, determinano deviazioni sistematiche delle scelte individuali dalle prescrizioni della teoria neoclassica, basata sull'ipotesi di razionalità degli agenti. La copiosa evidenza sperimentale ed empirica mostra, infatti, che non sempre gli investitori sono in grado di percepire correttamente la relazione rischio rendimento e che fattori soggettivi ed emotivi possono alterare significativamente la comprensione di una data misura oggettiva del rischio”.*

Ed ecco la seconda conclusione importante, che ci condurrà fino alla fine di questo libro.

Abbiamo bisogno di aiuto nelle scelte di investimento. Anche nelle scelte apparentemente più semplici. Ci serve un consulente.

I casi legati al “fallimento” delle quattro banche italiane di fine 2015 hanno messo in luce una realtà nota, dunque, che già era emersa negli scritti ora citati. L'investimento in obbligazioni subordinate dimostra che il cliente della banca non riesce a valutare correttamente il rischio. Dall'altra parte, proprio i suoi ben noti limiti cognitivi insegnano che egli può essere oggetto di pressioni commerciali “anomale”, che nel momento del bisogno (situazione di crisi della banca), possono diventare molto forti.

La storia del rapporto tradizionale con una banca è densa di distorsioni cognitive e di “anomalie” nel processo distributivo. La scelta della banca è fatta in modo superficiale, come abbiamo visto. La sicurezza percepita conduce a scelte di investimento che non sono correttamente valutate, portafogli troppo concentrati, “scommesse” assurde. Ex post, con il senno del poi, ci si

chiede come sia possibile che un investitore abbia una parte consistente del suo patrimonio in azioni, obbligazioni subordinate ed obbligazioni ordinarie della stessa banca. Ex ante, però, sfugge (non si riconosce, non si vuole ammettere) il rischio legato a posizioni di questo tipo.

Ma che cosa deve fare, in sostanza, un consulente?

La CONSOB stessa – coerentemente - ha dedicato un bel quaderno alla Finanza Comportamentale (il n. 66 del gennaio 2010, di N. Linciano) delineando il ruolo del consulente finanziario. Si legge in questo interessante documento

*“La ricerca empirica ha (...) mostrato che gli investitori commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l’assunto di razionalità delle scelte. Tali errori si riflettono in “anomalie comportamentali” che si traducono, (...) in una bassa partecipazione al mercato azionario, errori di percezione della relazione rischio/rendimento, scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio.*

*Lo sviluppo di un’attività di consulenza fondata sulla logica del “servizio al cliente” costituisce (...) un complemento indispensabile per il potenziamento dell’efficacia delle norme regolamentari a tutela dell’investitore e per il contenimento degli errori comportamentali più diffusi; in questo ambito, diversi sono i temi, (...), rispetto ai quali i consulenti dovrebbero adoperarsi per orientare correttamente le scelte dei clienti.*

È dunque molto semplice: i consulenti dovrebbero adoperarsi per orientare correttamente le scelte dei clienti, contenendo gli effetti – ormai ben noti e consolidati – delle distorsioni cognitive che caratterizzano in condizioni di incertezza le preferenze degli investitori. Gli intermediari finanziari devono porre in essere “modelli di servizio di consulenza” che consentano sistematicamente di produrre questo corretto orientamento.

E noi investitori?

Dobbiamo scegliere l’intermediario giusto.

Il percorso logico della consulenza al cliente è dunque piuttosto chiaro:

- L'investitore ha dei limiti cognitivi che determinano sistematici errori.
- Questo fatto è noto al consulente che, nello svolgere il proprio servizio, deve tenerne conto, nell'interesse del cliente.
- Il consulente deve far riconoscere al cliente i suoi limiti, affinché maturi in lui una chiara esigenza di consulenza.
- Il consulente deve stimolare le “difese naturali” del cliente contro la sua emotività.
- Il consulente deve guidare il cliente verso soluzioni condivise che siano il più possibile “protette” dai fattori emotivi.

Lo scopo dei paragrafi che seguono è quello di riflettere in termini operativi e sintetici sulle conseguenze dei limiti cognitivi per l'investitore. Ovviamente opereremo radicali semplificazioni allo scopo di fornire concetti ed argomentazioni utili nell'attività di consulenza.

Per far questo richiameremo alcuni temi che abbiamo presentato nei precedenti capitoli di questo libro, orientandoli più chiaramente verso il ruolo del consulente.

## Fai il contrario di quello che pensi

Osserviamo il grafico del mercato azionario americano (il famoso S&P500) dal gennaio del 1997 a fine giugno 2016, (Figura 17). Si tratta del mercato azionario più liquido e diversificato del mondo. Il più bel mercato dove rischiare per ottenere rendimenti di lungo periodo. La storia insegna questo. Oggi è senza dubbio opportuno diversificare in modo ancora più ampio, “globalizzando” i nostri investimenti. Ma gli esempi storici possono essere utilmente costruiti sul mercato americano.

Il valore in dollari ad inizio periodo è pari a 786,16. Il valore (in dollari) a fine periodo è pari a 2098,86. L'investitore di lungo periodo, quello che “compra e tiene”, ha ottenuto un incremento di valore del 167% in quasi 20 anni. Che corrisponde ad un 5% medio annuo composto. 100.000 dollari sono diventati circa 267.000 dollari.

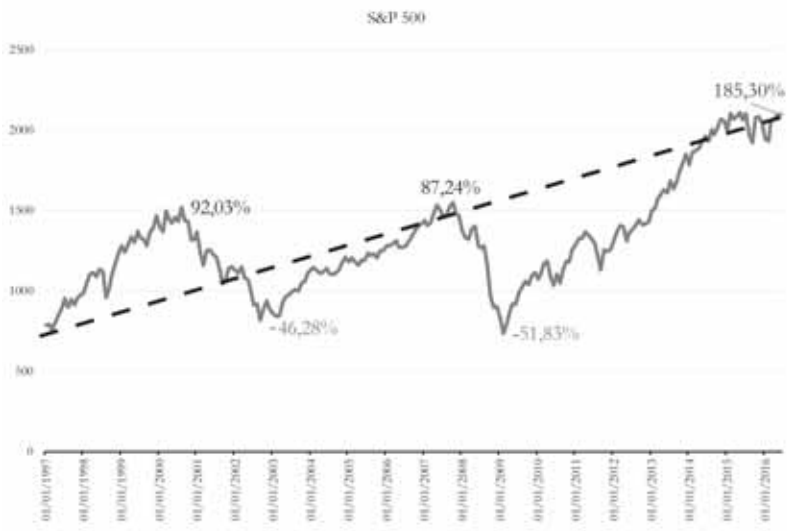


Figura 17

Si tratta di un mercato difficile? La risposta è sì.

Si tratta di un mercato difficile perché “scatena le emozioni”: +92% dal 1997 al 2000; -46% dal 2000 al 2002; poi un + 87% fino al 2007 seguito da un -51% a fine 2008. Poi si è avviata una corsa che forse continua ancora (+185%). Quante risorse abbiamo investito intorno al 2000 e quante a inizio 2003? Quante risorse a fine 2007 e quante nel marzo del 2009?

Un breve e sincero esame di coscienza non ci lascia molto scampo. Siamo purtroppo non lontani dal classico “ho comprato ai massimi ed ho venduto ai minimi”. Attenzione, forse non siamo stati così palesemente “idioti”. Tuttavia, a ben vedere, verso i massimi di mercato abbiamo avuto la massima incidenza di investimenti azionari (tenendo liquide sul conto pochissime risorse); verso i minimi di mercato abbiamo tenuto parecchi soldi sul conto, o abbiamo rinnovato i BOT, giungendo ad avere il minimo peso di investimento azionario. Se poi pensiamo ai nuovi risparmi è molto probabile che essi siano stati investiti in azioni verso i massimi e tenuti liquidi verso i minimi. È normale che sia così. Ma non è bello, visto con il senno del poi.

La Banca d'Italia rende noti mensilmente gli acquisti di azioni quotate italiane ed estere (netti, ossia gli acquisti meno le vendite) da parte dei fondi comuni di investimento<sup>(1)</sup>, ossia da parte degli italiani che hanno deciso di affidare i loro soldi ai gestori. Con un certo margine di errore possiamo dire che conosciamo il comportamento di acquisto degli italiani "più sofisticati". Quelli che investono in azioni attraverso un saggio strumento di diversificazione.



Figura 18

In Figura 18 viene rappresentata la somma di tutti gli acquisti netti mensili. Insomma vediamo se gli italiani hanno aggiunto o tolto azioni ai loro portafogli di investimento. Naturalmente non riguarda solo le azioni USA. Ma essendo il mercato americano il mercato di riferimento mondiale, possiamo dire che il suo andamento "guida" l'umore degli investitori, che poi magari decidono di comprare anche azioni di altri paesi.

(1) Banca d'Italia, Supplementi al bollettino statistico, Indicatori monetari e finanziari, Mercato finanziario, tavola TDEE0250, 15 settembre 2016



Come vediamo la risposta al + 92% è molto vigorosa. Gli acquisti di azioni (cumulati) arrivano al massimo proprio “sui massimi”. Nessuna sorpresa. Ma quello che succede dopo “punisce” questo comportamento.

Gli italiani si spaventano e cominciano a ridurre le azioni in portafoglio. È interessante notare che nel “ricco” periodo 2003 – 2007 le azioni vengono ancora ridotte, perdendo tutte le opportunità che offre il mercato. Mano a mano che le azioni recuperano i livelli di prezzo precedenti (quelli ai quali sono state comprate) esse vengono vendute. La “fine di un incubo”. La chiusura di una posizione che ha generato fortissima ansia. Ma la perdita di una opportunità.

Osservando la Figura 18 si nota che le azioni raggiungono il loro valore minimo nel portafoglio degli italiani proprio sui minimi valori del 2009. Le azioni nel portafoglio degli italiani tornano ai livelli del 1997. Solo a fine 2013, secondo i dati Banca d'Italia, si ricomincia a “crederci”.

Quanto “costa” questo comportamento emotivo?

È stato condotto un esperimento. Immaginiamo di prendere il valore degli acquisti (e delle vendite, se il numero ha segno meno) e di moltiplicarli per la performance del mercato azionario nel mese successivo. Insomma, ad inizio mese gli italiani pensano che il mercato salirà e dunque comprano. Se invece pensano che il mercato scenderà, vendono. Naturalmente non è detto che il mercato faccia quello che gli italiani pensano (rappresentato dal loro comportamento di acquisto e vendita).

Dunque al termine di ogni mese gli italiani avranno conseguito guadagni se hanno comprato prima di un rialzo e perdite se hanno comprato prima di un ribasso; guadagni se hanno venduto prima di un ribasso e perdite se hanno venduto prima di un rialzo. Disponendo dei dati di Banca d'Italia è possibile osservare l'andamento di questo “conto economico” per quantificare i successi o gli insuccessi.

È quello che viene rappresentato in Figura 19. La linea azzurra (simile a quella della figura precedente) rappresenta l'andamento del mercato (lo S&P500 preso come modello). La scala si legge a sinistra, il valore parte da 786,16 il 1° gennaio 1997.



Figura 19

La linea rossa rappresenta l'andamento cumulato del conto economico degli italiani (i valori si leggono nella scala di destra, che parte da zero). Gli italiani hanno guadagnato fino al 2000 (quasi 1 miliardo di euro), poi hanno cominciato a perdere parecchio, fino a mangiarsi tutti i guadagni e a perdere quasi 600 milioni di euro. Registrano perdite dal settembre 2002 all'agosto 2008. Un incubo. Alla fine il conto economico chiude positivo di circa 650 milioni.

Nell'osservare l'andamento della linea rossa non dobbiamo commettere l'errore di attribuire "al mercato" le colpe degli investitori. La linea rossa scende non perché il mercato scende, ma perché l'investitore compie le scelte sbagliate. Compra prima di un ribasso o vende prima di un rialzo.

Sin qui i dati. Ed ora l'esperimento; quasi un gioco.

Immaginiamo che un consulente interpreti le vendite come "paura". E quindi consigli all'investitore di non vendere, perché la paura è un'emozione che non bisogna seguire. Attenzione a non interpretare male questo suggerimento. Il consulente non sta consigliando di investire nel lungo termine.

Infatti comunque dopo un mese si chiude l'operazione. Sta solo suggerendo al cliente di non farsi prendere dalla paura e quindi di non dar seguito alla specifica operazione di vendita di quello specifico mese.

Il risultato è la linea arancione. Con questo suggerimento il consulente ha eliminato alcuni errori che avrebbero determinato perdite. Alla fine il conto economico chiude positivo di circa un miliardo. E soprattutto non si registrano mai perdite.

Ed allora la provocazione finale. Tutte le volte che il cliente chiede di vendere (per paura, secondo il consulente), il consulente consiglia di comprare. Di fare l'opposto di quello che pensa.

Il risultato è la linea verde. Il conto economico migliora ancora, fino a chiudere a 1.300 milioni di euro. È vero, nel corso del 2009 l'investitore avrebbe visto ridursi il suo guadagno. Ma non avrebbe mai visto perdite e avrebbe sfruttato le opportunità successive.

La paura di perdere ci fa perdere dei soldi.

Qualunque cosa pensi, pensa il contrario (è il titolo di un provocatorio libro di Paul Arden).

(Forse) Sappiamo quello che dovremmo fare ... ma (comunque) non lo facciamo.

Il Prof. Robert Shiller (e la Yale School of Management) rende disponibili su internet i suoi "Stock Market Confidence Index", frutto di questionari erogati ad investitori individuali ed istituzionali.

In Figura 20 (linea rossa, in blu lo S&P500) viene rappresentato il Valuation Confidence Index

La domanda posta – in sostanza – è la seguente: ritieni che il mercato sia sopravvalutato? L'indice rappresenta la percentuale di soggetti che ritengono che il mercato NON sia sopravvalutato. Quindi più alto è l'indice, maggiore è la confidenza sul mercato (il solito S&P 500). Se il mercato non è sopravvalutato è probabile che cresca o (almeno) che non crolli.



Figura 20

La domanda è interessante perché costringe a pensare al confronto tra prezzo e valore dei mercati azionari, richiamando alla mente l'intelligent investor di Benjamin Graham: *“L'investitore non può entrare nell'arena del mercato azionario con una speranza di successo se non si dota di armi mentali che lo distinguono per natura – e non per un' affascinante ma illusoria superiorità – dagli operatori di mercato. Una possibile arma è rimanere indifferenti alle fluttuazioni di mercato. L'investitore deve negoziare in “valore” non “in movimenti di prezzo”.* L'esatto opposto dell'investitore “predictably irrational” di Dan Ariely.

In Figura 20, la linea rossa rappresenta l'opinione degli individui: per esempio a maggio 2009 (in piena crisi) oltre l'80% degli intervistati giudicava il mercato non sopravvalutato (quindi da comprare). La linea azzurra indica il livello dello S&P500, che allora era poco sopra i 900 punti. Ad inizio 2007 quasi l'80% degli intervistati sosteneva che il mercato non fosse sopravvalutato. Il valore dell'indice S&P500 era intorno a 1.500 punti. A settembre 2016 (il dato più aggiornato) gli intervistati si dividono a metà: il 50% pensa che il

mercato sia da comprare o da non vendere; l'altro 50% che sia da vendere. Il livello dello S&P500 è pari a circa 2.100 punti.

È corretto per un investitore seguire le opinioni espresse da questo indice e comprare o vendere in funzione dell'umore degli intervistati?

Partendo dai dati del Valuation Index sono stati costruiti 3 portafogli:

- Un portafoglio “bilanciato” 50% azioni e 50% di investimento monetario;
- Un portafoglio “bilanciato” dove quando l'indice rappresentato dalla linea rossa sale – ossia quando migliora l'umore degli americani sulla borsa – aumenta la percentuale di investito in azioni
- Un portafoglio “bilanciato” dove quando l'indice rappresentato dalla linea rossa sale – ossia quando migliora l'umore degli americani sulla borsa – diminuisce la percentuale di investito in azioni.

La domanda è: quale portafoglio avrà realizzato il miglior risultato?



Figura 21

La risposta in Figura 21, dove PTF\_BIL è il portafoglio bilanciato; PTF\_VCI (linea rossa) è il portafoglio costruito seguendo l'umore degli intervistati; PTF VCICO è il portafoglio "contrarian" ossia fa l'opposto di quanto espresso dalla maggioranza degli intervistati.

In sostanza si è voluto simulare un investitore che segue le proprie emozioni, rappresentate dal valuation index, contrapponendolo ad un investitore che invece effettua scelte opposte rispetto a quanto suggerito dalle proprie emozioni, accrescendo l'investimento azionario quando ha un sentimento negativo (pensa cioè che le azioni siano sopravvalutate) e viceversa, riducendo l'investimento azionario quando ha un sentimento positivo.

Come si osserva in Figura 21, se l'investitore viene interrogato sui fondamentali (il mercato è sopravvalutato?), egli sa che in momenti di crisi bisognerebbe investire. E infatti se fossimo saggi, osservando il valore e non il prezzo, nel tempo, riusciremmo a vincere. Come si vede, non è facile e non è sempre così. Ma non siamo condannati all'errore se ci costringiamo (come suggerisce Graham) a ragionare in valore e non in prezzo.



Figura 22

Il Prof. Shiller, allora, chiede agli americani di esprimere un'opinione sul "prezzo" e non sul valore. Presento per motivi di spazio solo l'indice che giudico più emotivo; ma sono state condotte simulazioni anche sugli altri indici ed il risultato è analogo<sup>2</sup>.

In Figura 22 vediamo l'andamento dell'indice "Buy on Dips". L'indice rappresenta la percentuale degli intervistati che si aspetta un "rimbalzo" del mercato dopo un calo del 3% in un giorno<sup>3</sup>. È un indice che coglie l'umore sulla tenuta del mercato di fronte a volatilità eccezionali.

Come si vede dalla Figura 22, la maggior parte degli intervistati ritiene che dopo un -3% sia opportuno comprare. Ma ci sono momenti nei quali la percentuale è intorno al 70%. Sulla base di questo indice sono stati costruiti i tre portafogli già esaminati, quello bilanciato (PTF\_BIL); quello che segue l'umore degli intervistati (PTF\_BoD, linea rossa); e quello "contrarian" che opera in modo opposto alle indicazioni suggerite dall'indice (PTF\_BoDCO, linea verde). I risultati in Figura 23.

In termini di Behavioral Finance, riconoscendo che ho più probabilità di sbagliare sistematicamente piuttosto che di prenderci sistematicamente, preferisco "incatenarmi" all'albero maestro, per non correre dietro alle sirene e per non fuggire di fronte ai miei incubi.

Questa volta i Behavioral Cost (i costi legati alla emotività) sono molto alti. Seguendo le emozioni di breve periodo sull'andamento del prezzo, l'investitore recupera appena il capitale investito dopo 15 anni (linea rossa). Investendo in un portafoglio bilanciato (senza modificare il proprio investimento nel tempo, quindi senza emotività), 100 dollari diventano 162 dollari (linea azzurra).

---

(2) Gli altri indici sono il "Crash Index", che indica la percentuale degli americani che ritiene poco probabile una forte caduta del mercato nei successivi sei mesi; il "One Year Confidence Index", che indica la percentuale degli intervistati che si aspetta un incremento dell'indice azionario nell'anno seguente.

(3) Si tenga presente che dal gennaio 1950 ad oggi (16.797 giorni) un calo maggiore del 3% in un giorno si è verificato sono 100 volte (lo 0,60% dei casi). Dunque deve essere considerato un evento raro.



Figura 23

E se invece facciamo il contrario di quello che ci suggeriscono le nostre emozioni?

Il nostro portafoglio è rappresentato in questo caso dalla linea verde: 100 dollari diventano quasi 240 dollari. Non seguire l'istinto sembra aver giocato a nostro favore.

## Il cliente e il consulente

Non è facile per il consulente parlare con clienti che hanno avuto successo nel loro lavoro, che hanno messo da parte significativi patrimoni, del fatto che, per quanto siano intelligenti e capaci, devono imparare ad investire correttamente.

Il primo motivo è che in questo il consulente ci sta dicendo che sbagliamo o che abbiamo sbagliato. E questo genera in noi (attenzione) dissonanza cognitiva. Ossia la tendenza a non riconoscere l'errore ed anzi a giustificarlo di più, fino a negarlo del tutto mano a mano che si dimostra che c'è stato.



È come per un insegnante dire ad un genitore che il figlio si comporta male a scuola. È un discorso difficile, che genera un profondo disagio nel genitore. Egli non condividerà, anche quando, nel profondo del suo cuore, sa che è vero. E genera disagio nell'insegnante che è preoccupato della reazione del genitore. Entrambi corrono il rischio di dimenticare che esiste un unico interesse da tutelare: quello del bimbo e del suo futuro.

Il cliente del consulente (cioè noi investitori) deve ammettere che le scelte finanziarie sono l'ambiente ideale dove le distorsioni cognitive si sviluppano, determinando sistematici errori.

La ricerca scientifica ha individuato specifiche distorsioni cognitive responsabili di errori di scelta. Utilizzando questa categorizzazione è più facile ammettere che i nostri errori di investimento non sono colpa di qualcun altro o della sfortuna. Ma sono frutto di una naturale tendenza, tutta umana, a seguire l'intuizione anche quando occorrerebbe invece governarla.

Gli investitori sono talmente variabili nei loro atteggiamenti che passano dall'avversione al rischio alla avversione alle perdite e finiscono inesorabilmente per cacciarsi nei guai. Ciò significa che di fronte ai nostri limiti nelle scelte investimento non serve mettere la testa sotto la sabbia. Perché questi limiti emergeranno. E più si sono tenuti nascosti, più faranno danni quando "esplodono".

La soluzione non è semplice. Occorre metodo e disciplina. A dire il vero il metodo è semplice. Ma è la disciplina di seguirlo che ci manca. Questo metodo ha un nome, ben noto e certamente non nuovo: pianificazione finanziaria.





*“Dopo andò a guardarsi allo specchio, e gli parve d’essere un altro.  
Non vide più riflessa la solita immagine della marionetta di legno,  
ma vide l’immagine vispa e intelligente di un bel fanciullo (...)”*

# VIII

## IL RUOLO DEL CONSULENTE

### Perché un consulente?

Un appassionato di sci può comprendere facilmente questa immagine mentale.

Quando sulle piste vediamo chiaramente persone che non hanno il controllo dello sci, che rischiano di travolgere o travolgono qualcuno perché non sanno rallentare correttamente e prendono troppa velocità, che dopo un piccolo incidente - dove, per fortuna, non si è fatto male nessuno - sorridono come degli sciocchi dicendo “sono cose che capitano”, pensiamo due cose: potevi far del male seriamente a qualcuno, potevi farti del male seriamente.

La soluzione? “Prendi lezioni di sci!”. È molto semplice.

Quante volte incontriamo persone che, a metà di una pista, in un tratto un poco più affollato e ripido di prima, sono ferme, impietrite, incapaci di andare avanti. Guardiamo e pensiamo “perché sei qui? Chi ti ci ha portato?”. Se non hai nelle gambe - e nella testa, soprattutto - quella pista, molto semplicemente non devi esserci. Tutto qui. Semplice.

Insomma, tutti abbiamo bisogno di un maestro di sci. Perché lo sci – parlando in termini generali - non si impara da soli.

Il nostro risparmio è molto importante. Risparmiamo perché abbiamo obiettivi importanti. Molte sono le opportunità offerte dai mercati finanziari; ma molte sono anche le minacce.

Alcuni comportamenti ci vengono naturali. Ci difendiamo dall'emozione e dagli errori ponendoci degli obiettivi chiari e non ci preoccupiamo più. Spesso ci sentiamo sicuri quando acquistiamo immobili. E non ci preoccupiamo se ci dicono che i prezzi quest'anno sono scesi. Abbiamo un obiettivo che oltrepassa l'anno e ci diciamo che i prezzi torneranno a salire. Gli immobili – ci rassicuriamo – hanno un valore di lungo termine.

Oggi anche questa sicurezza è venuta meno. Ma non si è ridotta la nostra voglia di “immobili”, ossia di investimenti il cui valore non oscilla tutti i giorni. Soffriamo le continue variazioni di prezzo, cerchiamo il rassicurante valore. Spesso lo cerchiamo nel posto sbagliato.

E infatti, quando parliamo di titoli azionari, di fondi comuni, ci risulta molto difficile pensare in termini di valore e non in termini di prezzo. Ci sembra che tutto debba essere deciso presto, urgentemente.

Invece di guardare i mercati finanziari con i nostri tempi, ci adeguiamo ai tempi del mercato. E i tempi dei mercati finanziari non sono “naturali”.

Il mercato è più veloce di noi, il mercato è più globale di quanto possiamo immaginare. Certe perturbazioni arrivano da molto lontano con velocità inaspettata. E con altrettanta velocità le perturbazioni lasciano spazio al bel tempo. E ci sentiamo un po' goffi quando cerchiamo con ansia un cappotto e lo paghiamo, poi usciamo e c'è il sole.

I tempi con i quali vediamo gli esiti delle nostre decisioni sono normalmente molto più lunghi delle risposte del mercato finanziario. Quando cambiamo casa o anche automobile o decidiamo di studiare una lingua; quando nostro figlio sceglie il corso di laurea o si sposa; facciamo scelte difficilissime, la cui valutazione è necessariamente di lungo termine.

Immaginate che esista una quotazione giornaliera delle probabilità che vostro figlio trovi un posto di lavoro alla fine degli studi. Che cosa cambierebbe nella scelta del corso di laurea? Se ingegneria nell'ultimo anno guadagna il 20% e medicina perde il 35% significa che alla fine degli studi (tra 5 – 6 anni) vostro figlio troverà più facilmente lavoro facendo ingegneria? Credo che tutti noi diremmo a nostro figlio: “il tuo successo non dipende dal nome

del corso di laurea, ma dal tuo impegno; e il tuo impegno dipende dal fatto che tu faccia una cosa che ti piace e ti appassiona”.

Insomma, l'ottica di lungo periodo, la NOSTRA ottica, l'ottica di tutte le scelte della nostra vita, sembra non applicarsi ai mercati finanziari. È un problema della “finanza” o è un nostro problema?

La finanza comportamentale insegna che è prevalentemente un nostro problema. Molto semplicemente, non sappiamo investire.

## Tu, perché sei qui?

8 novembre 2008. La paura era veramente tanta. La convinzione diffusa era che avremmo avuto una lunga e profonda recessione, stile grande depressione del 1929.

L'indice EUROSTOXX dal 31 dicembre 2007 all'8 novembre del 2008 aveva perso il 50% (Figura 24). In queste condizioni i mercati amplificano le paure, scontano scenari certamente possibili, ma poco probabili. Scommettono sulla realizzazione dell'evento estremo.



Figura 24 - Dal 31 dicembre 2007 al 27 ottobre 2008 indice azionario Europa -50%!

Perché lo fanno? Perché sono – e devono rimanere – liquidi. E allora non si vergognano a sbagliare. Possono cambiare idea in ogni momento. Scontano un evento come se fosse estremamente probabile. Poi, se arrivano segnali contrari, letteralmente, cambiano idea e si tarano sul nuovo scenario. Ed i prezzi si muovono di conseguenza, con estrema volatilità.

E, dunque, è un errore vendere per la paura. Diceva Benjamin Graham, l'autore del libro *The Intelligent Investor* (1949), che “Mister Market” è come un ubriaco, ogni tanto. E non è opportuno dare retta ad un ubriaco. “In vino veritas”, si dice. Ma solo sino ad una certa soglia (e non mi riferisco alla guida in stato di ebbrezza).

I mercati danno le giuste tendenze, sono sufficientemente disinibiti per dire cose che in altri ambienti, troppo politically correct, non possono essere dette. Ma i mercati sono anche troppo speculativi per fermarsi in tempo. E la disinibizione che trarre origine da un bicchiere di troppo può divenire ubriachezza, a volte molesta e cattiva.

È facile riconoscere la “veritas” dalla perdita di lucidità? Assolutamente no. Possiamo solo affermare che questo fenomeno esiste ed espone gli investitori ad errori di comportamento. Dai quali bisogna sapersi proteggere, non confondendo – per esempio – la paura di un evento con la previsione che l'evento accada; il bisogno di vendere con la voglia di vendere; la propria avversione al rischio con l'avidità.

Dall'8 novembre 2008 al 22 aprile 2011 lo stesso indice azionario ha guadagnato il 31,39% (Figura 25). Era giusto dunque. Non dovevamo avere paura. I mercati hanno corretto le proprie valutazioni, reagendo alla situazione critica che aveva determinato la perdita del 50%.

Questa affermazione è corretta, con il senno di poi.

Ma solo per chi sapeva nuotare. E dovevamo saper nuotare molto bene.

Perché dall'8 novembre 2008 al 9 marzo 2009 l'indice ha perso il 29% (Figura 25). Un altro MENO 29% dopo un MENO 50%!

Riusciamo ad immaginare che cosa è accaduto all'investitore che si è trovato di fronte a questi numeri?



Figura 25 - Dall'8 novembre 2008 al 26 aprile 2011 indice azionario Europa +31,49%. Dall'8 novembre 2008 al 9 marzo 2009 indice azionario Europa -28,83%.

Chi sapeva nuotare ha superato "la buca" nuotando per sei mesi: ha visto i propri investimenti perdere ancora dopo aver già perso tantissimo. Ma resistere era la condizione per conseguire il successivo recupero.

Ma se qualcuno, incapace di nuotare, si trovava in acqua l'8 novembre come avrebbe fatto a resistere? Impossibile, purtroppo.

Ecco la domanda di nuovo: "tu, perché sei qui?"

Nella precedente edizione di questo libro, abbiamo lasciato al lettore la seguente domanda, accompagnata dalla Figura 26. "Ed oggi? Come ci poniamo di fronte ai mercati?". Era la fine del 2011. Un periodo difficilissimo, per l'EURO e per l'Italia in particolare. Basti ricordare queste due copertine dell'Economist.



La domanda che ci dovevamo porre vedendo l'andamento dei mercati, lo spread a 500 punti base, i giornali specializzati e non, l'umore della gente – oramai lo sappiamo – era “c'è abbastanza paura in giro?”.

Perché, quando c'è paura “mister market” ci offre delle irripetibili occasioni. Come nel 2008 – 2009. Non è facile comprare “ai minimi” (è impossibile), ma i valori sono superiori rispetto ai prezzi, spesso isterici, urlati a gran voce dai mercati.

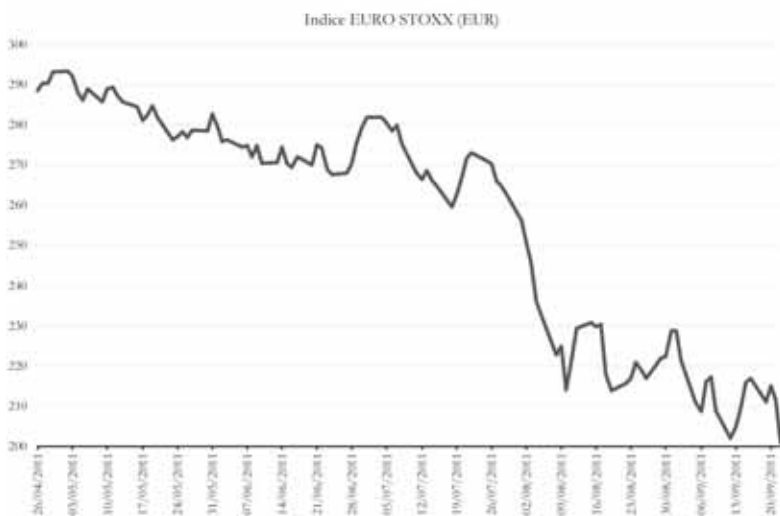


Figura 26 - Dal 26 aprile 2011 al 22 settembre 2011 indice azionario Euro-  
pa -28,34%.

Una cosa strana che mi accade in questi momenti è che vengo intervistato come esperto di finanza comportamentale. In questi periodi di stress ci si rende conto che i comportamenti degli investitori possono essere sbagliati.

Esattamente come a fine 2008, la Repubblica, questa volta, mi intervista per chiedermi “come vedo l’asset allocation del 2012<sup>(1)</sup>”.

---

(1) Mariano Mangia, Affari e Finanza del 12 dicembre 2011.

La mia risposta è legata alle differenze tra prezzo e valore che in questi momenti inevitabilmente si generano, fornendo all'investitore intelligente opportunità di investimento tanto difficili da cogliere quanto redditizie.

Nonostante si veda chiaramente un'opportunità nel valore dei titoli di Stato italiani, suggerisco la parola magica comportamentale: la diversificazione. Un portafoglio ben diversificato ha minusvalenze che sono sempre recuperabili, quindi è sempre opportuno investire, soprattutto in momenti di stress<sup>(2)</sup>.

Che cosa è accaduto dopo? Lo si vede in Figura 27. Il mercato azionario europeo, è cresciuto del 67%! La paura ha generato opportunità. Il nostro comportamento rende difficile cogliere queste opportunità. Anzi, corriamo il rischio di trasformare opportunità in minacce. O peggio ancora in danni: le minusvalenze diventano perdite irre recuperabili.

Come ben sappiamo e come è consuetudine i tempi recenti (siamo in autunno 2016) non sono avari di preoccupazioni: dalla crescita economica alla situazione delle banche, dal rallentamento della Cina alle politiche monetarie iper-espansive che sembrano inefficaci, dai tassi di interesse negativi al timore che essi possano crescere, dai casi Volkswagen all'incertezza sui prezzi del petrolio. Ogni evento viene incorporato dal mercato e tradotto in volatilità. Ogni preoccupazione pesa sulle quotazioni.

---

(2) Scrivevo nell'articolo, "Chi è un poco più avanti con l'età si ricorda che negli anni '80 si parlava di "consolidamento del debito pubblico". Erano gli anni nei quali il Prof. Monti era Presidente della omonima commissione che ha studiato il sistema finanziario italiano (1982). Insomma, siamo balzati indietro di oltre due decenni. Quali suggerimenti in termini di asset allocation? Oggi, come allora – è banale, mi scuso - la diversificazione. Allora si suggeriva la diversificazione valutaria, perché la Lira era debole e l'inflazione alta. Oggi è la diversificazione tra governativi "puri" e governativi "subsidiary"; tra titoli governativi e titoli corporate (tante aziende famose sono valutate dal mercato come meno rischiose di interi Stati); tra governativi dei paesi sviluppati e governativi dei paesi ad alta crescita (ex emergenti). Ad onor del vero (ma è senno del poi) quando nel 1997 - 1998 non sapevamo ancora se saremmo entrati o no nell'EURO (i tassi erano ancora alti) chi ha scommesso sull'Italia ha vinto. In qualche modo, inconsapevolmente, ha rischiato per il proprio Paese. Ma l'asset allocation è un'altra storia".



Figura 27 - Dal 26 novembre 2011 al 10 dicembre 2015 indice azionario Europa +67%.

E infatti, dal 1° aprile del 2015 al 12 febbraio 2016 l'EUROSTOXX ha perso il 23%. È una opportunità d'acquisto? La domanda che ci dobbiamo porre è sempre la stessa. C'è abbastanza paura in giro? Mister Market è sereno o mostra segni di squilibrio?

È passato troppo poco tempo per dirlo. Dal 12 febbraio ad oggi (6 ottobre 2016) l'indice europeo ha registrato un +12%.

Una cosa però è certa. Il 14/2/2016 mi intervista il Sole 24-Ore (Figura 32). E mi chiede un'opinione sul comportamento che l'investitore dovrebbe tenere sotto stress. È un segnale? Forse.

## La valutazione delle performance del nostro portafoglio

Siamo noi che dobbiamo decidere tempi e modi di valutazione, non gli urlanti mercati finanziari. Siamo noi che dobbiamo decidere se i recenti ribassi di mercato sono importanti o no per il nostro futuro, non deve decidere la

quotazione giornaliera. La quotazione giornaliera è un'opportunità e non una minaccia solo se la guardiamo con i nostri tempi, non con quelli frenetici e spesso inutili del mercato.

Insomma, dobbiamo imparare a “controllare” i nostri strumenti finanziari, come se fossero degli sci. Non sono gli sci che guidano ma è lo sciatore che li guida. Non sono i mercati che ci dicono che cosa e quando acquistare o vendere, ma siamo noi che lo decidiamo in funzione dei nostri obiettivi di investimento.

E come tutte le cose della nostra vita, occorre del tempo per capire se dobbiamo cambiare qualcosa o se confermiamo le nostre scelte. Anche se tutti i giorni (o tutti i minuti) sappiamo che il prezzo cambia. Il prezzo può anche cambiare; i nostri obiettivi no. E dobbiamo fare di tutto per raggiungerli.

Eppure non è facile. Perché i comportamenti istintivi sono spesso sbagliati.

Gli appassionati di sci comprendono subito. Se siamo in difficoltà, arretriamo il peso e cadiamo. Anche se sappiamo che non dobbiamo farlo.

E allora abbiamo bisogno di aiuto. Di qualcuno che ci ricordi che è un errore, comprensibile, ma pur sempre un errore. E abbiamo bisogno di regole, che prima o poi diverranno comportamento naturale, istintivo. “Tieni le mani avanti”, “Non guardare le punte degli sci”, “Devi sentire il peso sull'alluce” e così via.

## Siamo capaci di investire i nostri soldi?

In un mondo di tassi negativi, saper investire è diventato di importanza vitale. I nostri obiettivi non cambiano: serenità, pensione, eredità, aiuto per i nostri figli, passioni. A tassi negativi il nostro patrimonio non cresce. Il nostro risparmio non viene remunerato. I nostri sacrifici non vengono premiati.

Recentemente ho predisposto per il Sole – 24 Ore un semplice questionario sull'atteggiamento verso gli investimenti finanziari. È stato pubblicato in periodo di stress (il 20 febbraio 2016)<sup>3(3)</sup>. Sono cinque semplici domande.

---

(3) Il Sole – 24 Ore, 20 febbraio 2016, “Valuta quanto puoi resistere allo stress”.

Hanno partecipato al questionario circa 3.000 lettori. I risultati sono interessanti.

Prima di proseguire nel commentare i risultati, suggerisco di provare a rispondere alle cinque domande. Così partecipiamo più attivamente al commento che segue.

Il 44% del campione afferma: “la destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara e le mie scelte di investimento non dipendono dell’andamento di breve periodo dei mercati”. Di fronte ad una perdita del 20% da inizio 2016, il 60% dei lettori sostiene di non preoccuparsi. Infatti, “una volatilità del 20% è normale per i mercati azionari. Forse è un’occasione d’acquisto”. Il 38% del campione di lettori risponde che, di fronte alle opportunità offerte da titoli obbligazionari high yield, chiede al consulente “se l’acquisto di high yield è coerente con i suoi obiettivi di investimento ed il suo orizzonte temporale”. Sostiene il 46% dei lettori, di fronte ad una perdita significativa registrata da un fondo bilanciato nel primo trimestre dell’anno, che è “passato troppo poco tempo per esprimere un giudizio sull’investimento”.

Queste le risposte che hanno registrato le maggiori frequenze. Un investitore perfetto, pianificatore finanziario, consapevole dei rischi, coerente con gli obiettivi e gli orizzonti temporali prefissati.

Troppo bello per essere vero. Forse i lettori de Il Sole – 24 Ore non costituiscono un campione rappresentativo degli investitori italiani. Lasciando perdere le maggioranze, probabilmente distorte da questo particolare elemento, possiamo dire che il 56% non ha orizzonti così chiari; il 40% si preoccupa anche dell’andamento di breve dei mercati; il 62% non si rivolge al consulente per valutare l’adeguatezza degli investimenti rischiosi; il 54% valuta i risultati di un fondo bilanciato troppo di frequente. Tuttavia rimane la sensazione di un investitore che ha scelto con molta cura le risposte, disegnando (nella maggioranza dei casi) un teorico comportamento ideale.

Nel questionario, però, avevo messo una piccola trappola. Un classico della finanza comportamentale. La “Loss Aversion”, ossia il terrore che abbiamo di fronte alle perdite. Vediamo come i competenti lettori de Il Sole hanno rea-

gito allo stress determinato dalla scelta in condizioni di incertezza derivante dal (misterioso) lancio di una moneta. La domanda è la seguente:

*Lancio di una moneta. Quale alternativa preferisci?*

- *1000 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 15 euro, se viene croce perdo 10 euro*
- *100 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 10 euro, se viene croce perdo 5 euro*
- *10 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 6 euro, se viene croce perdo 1 euro*
- *1 solo lancio. Se viene testa guadagno 5 euro, se viene croce non perdo alcunché*

La maggioranza dei 3000 lettori (per l'esattezza, il 48,50% di 3014) ha risposto: "1 solo lancio". Chiarissimo il perché: era l'unica alternativa che non prevedeva perdite. Questi 1462 investitori hanno letteralmente buttato via i 2.500 euro della prima opzione. Si tratta di 2.500 euro CIRCA. Un elemento da gestire emotivamente, la vincita non è certa.

Noi investitori, ricercando con cocciutaggine la certezza, perdiamo importanti opportunità. Perché? Perché non ci fidiamo, abbiamo paura; anche quando la paura è del tutto immotivata, come in questo caso.

La probabilità di avere un risultato negativo dopo 1000 lanci è pari ad un numero con 11 zeri davanti (per l'esattezza 7 casi su 100 miliardi). Con un intervallo di confidenza del 99% totalizziamo più di 1581 euro. Veramente troppa incertezza per i nostri deboli cuori? O è la nostra mente che ci inganna?

La "seconda scelta" è stata – come era prevedibile – 10 lanci (il 20,46% dei lettori). Perché era "prevedibile"<sup>(4)</sup>? Perché in finanza comportamentale le perdite contano il doppio dei guadagni<sup>(5)</sup>. E guadagnare 6 lasciando aperta la possibilità di perdere 1 euro sembra ragionevole. "Ne vale la pena".

---

(4) Cfr. Dan Ariely, *Prevedibilmente irrazionale*, Rizzoli, 2001.

(5) Cfr. Michael M. Pompian, *Behavioral Finance and Wealth management*, Wiley Finance, 2006.

Mia madre, 86 anni ben portati, ha scelto questa ultima opzione. Poi al telefono mi ha detto: “Lo so, ho sbagliato, avrei dovuto rispondere 1000 lanci”. “Mamma, gli ho detto, è solo una questione di orizzonte temporale”. So che con mia Mamma posso scherzare ...

## QUESTIONARIO:

- 1) In quale delle seguenti affermazioni ti riconosci di più?
  - a. Non ho un preciso orizzonte temporale di investimento. Preferisco rimanere libero di decidere in funzione dell'andamento dei mercati.
  - b. La destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara, ma le scelte di investimento (titoli e fondi) preferisco farle in funzione dell'andamento dei mercati.
  - c. La destinazione del mio risparmio (obiettivi, orizzonti temporali di investimento) mi è molto chiara e le mie scelte di investimento non dipendono dell'andamento di breve periodo dei mercati.
  - d. Meglio investire nel breve termine, minimizzando il rischio e puntando ad un rendimento positivo (evitare le perdite).
  
- 2) Ad inizio del 2015 hai investito 100.000 euro in un fondo azionario. Da inizio 2016 stai perdendo il 20%. In quale delle seguenti affermazioni ti riconosci di più?
  - a. Non mi preoccupo. Una volatilità del 20% è normale per i mercati azionari. Forse è un'occasione d'acquisto.
  - b. Sono preoccupato. Vorrei non aver assunto quella posizione in azionario. Mi sono lasciato convincere dal promotore e ora (lo sapevo) perdo dei soldi. Non vendo, ma d'ora in poi basta azioni.
  - c. Sono colpito emotivamente dalla volatilità dei mercati azionari. Pensavo che avrei guadagnato qualcosa. Non è la soluzione giusta per me. Appena si riprendono un poco i mercati, vendo. Non voglio rimanere intrappolato nelle azioni come nel 2007, quando ho comprato un titolo bancario ed ho perso il 70%.
  - d. Sono eccitato, quando i mercati hanno questi ribassi ci sono sempre grandi occasioni d'acquisto. Ho visto prezzi “da saldo” per alcuni titoli azionari: vendo il fondo e vado subito a comperare i titoli.

- 3) Lancio di una moneta. Quale delle seguenti alternative preferisci?
- a. 1000 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 15 euro, se viene croce perdo 10 euro.
  - b. 100 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 10 euro, se viene croce perdo 5 euro.
  - c. 10 lanci consecutivi. Se viene testa guadagno 6 euro, se viene croce perdo 1 euro.
  - d. 1 solo lancio. Se viene testa guadagno 5 euro, se viene croce non perdo alcunché.
- 4) Un esperto di cui mi fido mi ha detto che è il momento di comperare titoli obbligazionari ad alto rendimento (cosiddetti High Yield). Mi ha spiegato che si tratta di un investimento rischioso. In quale delle seguenti alternative mi riconosco di più?
- a. Vado a cercare un buon titolo nel quale investire, acquisendo tutte le informazioni che ritengo necessarie.
  - b. Non mi fido delle obbligazioni High Yield non so che cosa siano.
  - c. Chiedo all'esperto se l'acquisto di High Yield è coerente con i miei obiettivi di investimento ed il mio orizzonte temporale.
  - d. Chiedo all'esperto quanto rende un'obbligazione ad alto rendimento, per poter decidere sulla base di numeri certi.
- 5) Ho investito in un fondo bilanciato circa 100.000 euro ad inizio anno, alla scadenza di titoli di Stato che avevo in portafoglio (e che non ho quindi rinnovato). A fine anno mi trovo un valore pari a circa 115.000 euro. Alla fine del primo trimestre dell'anno successivo, dopo un periodo difficile per i mercati, mi accorgo che il mio fondo ha un valore di 105.000 euro. In quale delle seguenti affermazioni mi riconosco di più?
- a. Sto perdendo 10.000 euro, non sono soddisfatto.
  - b. Sto guadagnando 5.000 euro, non sono soddisfatto.
  - c. Sto guadagnando 5.000 euro, sono soddisfatto.
  - d. È passato troppo poco tempo per esprimere un giudizio sull'investimento.



SOMMARE IL PUNTEGGIO OTTENUTO IN BASE

ALLE RISPOSTE FORNITE

1a=5; 1b=7; 1c=10; 1d=3

2a=10; 2b=3; 2c=5; 2d=7

3a=10; 3b=7; 3c=5; 3d=3

4a=7; 4b=5; 4c=10; 4d=3

5a=3; 5b=5; 5c=7; 5d=10

(50 punti) MARATONETA: con disciplina ed allenamento si raggiunge ogni risultato

(35 punti) TALENTO: quello che conta è il mio intuito, il mio impegno personale e la mia indipendenza di giudizio

(25 punti) FLESSIBILE: non prendo impegni, si vedrà, voglio mantenere aperte tutte le opportunità

(15 PUNTI) DIFFIDENTE: per i miei soldi cerco certezze, non voglio rischiare

## La finanza non si può improvvisare: Il ruolo del consulente finanziario

Spesso ci sentiamo ripetere che dobbiamo rivolgerci ad un consulente finanziario. Anche in questa sede è stato fatto. Più volte.

Ma chi è un consulente finanziario? Come si riconosce?

La risposta nel nuovo contesto normativo MIFID è abbastanza articolata. Innanzi tutto, una buona notizia per il risparmiatore: la nuova legge europea, attuata anche in Italia, definisce l'attività di consulenza come un vero e proprio servizio di investimento. Per svolgere il quale occorre essere autorizzati dalla Banca d'Italia e dalla Consob. E stabilisce precise regole per lo svolgimento di questa attività.

La regola più importante, soprattutto alla luce di quanto è stato più volte detto in questa sede, è quella nota con la locuzione "know your customer rule", ossia il consulente DEVE conoscere bene il suo cliente prima di proporre decisioni di investimento di qualsiasi tipo.

Metodo e disciplina, si diceva. “Se tu non sai chi sei, è molto costoso scoprirlo sui mercati finanziari”, ci siamo detti.

Ebbene, la legge obbliga i nostri consulenti a porci e a farci porre una serie di domande finalizzate:

- a) alla definizione dei nostri obiettivi di investimento,
- b) alla consapevolezza circa nostra situazione finanziaria,
- c) alla riflessione sul nostro “profilo di rischio”, soffermando l’attenzione in particolare sulla differenza tra quello oggettivo rilevato dal consulente in sede di intervista e quello “percepito” dall’investitore.

Il consulente, dunque, non deve chiederci in che cosa vogliamo investire. E noi rispondiamo: “faccia lei, voglio guadagnare il giusto senza rischiare troppo”. Inutile e dannoso.

Egli deve invece mettere al nostro servizio la propria professionalità per aiutarci a capire che cosa ci serve per raggiungere i nostri obiettivi, considerando chi siamo, tenendo presenti i nostri vincoli e, perché no, le nostre preferenze.

Tutto il resto viene dopo. Solo dopo che il consulente ci ha conosciuto bene metterà al nostro servizio la propria capacità tecnica per suggerirci le operazioni finanziarie adeguate.

Ovviamente la competenza tecnica del consulente è importantissima. Ma è altrettanto importante la sua competenza ed esperienza nella relazione con l’investitore.

Un po’ come un medico. Deve essere bravo, ma deve anche essere capace di ascoltare il paziente, per capire davvero che cosa è utile per lui. E per realizzare quello che più conta: far sì che il paziente faccia quello che il medico suggerisce. Metodo e disciplina, dicevamo. Le cose non basta dirle, occorre anche farle, per quanto possa apparire scomodo o difficile.

Occorre diffidare dei consulenti troppo accondiscendenti. Forse ci stanno dicendo quello che vogliamo sentirci dire e allora ci stanno simpatici. Ma, riflettiamo. E’ importante quello che vogliamo sentirci dire o quello che è

giusto per noi? Parlando di un medico, non avremmo dubbi. Purtroppo.

Un consulente non deve “farci contenti”. Deve motivarci verso la realizzazione di quanto è giusto per noi. Sia che ci piaccia, sia che non ci piaccia. L’investimento finanziario ed il nostro risparmio sono troppo importanti perché il nostro consulente non faccia altro che farci fare quello che vogliamo. E magari, siccome è simpatico e ci troviamo bene, ci fa fare quello che è più utile per lui, per la sua carriera o per il suo tornaconto.

Quindi la fiducia è importante. Solo se il consulente diventa per noi un “adulto significativo” lo seguiremo nei suoi preziosi suggerimenti. Significa che dobbiamo rispettare il suo lavoro, credere nella sua competenza tecnica, che sta utilizzando nel nostro interesse.

E – in ultima analisi – anche nel suo interesse, come ogni professionista di successo.

Nel rapporto con il consulente finanziario è importante anche quello che facciamo noi. Ovvio che se siamo reticenti, diciamo bugie o mezze verità, non consentiamo al professionista di fare in pieno il proprio mestiere.

Proprio come dal medico. Se menti al medico, menti a te stesso. Tutto qui. A lui non interessa.

O meglio, poiché il consulente (come il medico) sa bene che tendiamo a mentire, cercherà di indagare – nel nostro interesse, con rispetto ma con fermezza – su tutti quegli aspetti che per la sua esperienza sa essere delicati.

Ma quali sono le domande che certamente NON dobbiamo fare al consulente? Proprio le più comuni:

- È il momento di investire in azioni?
- I mercati emergenti andranno bene il prossimo anno?
- Comprerebbe lei un BTP sopra (o sotto) la pari oggi?

Si tratta di domande pericolose, non tanto perché è difficile rispondere. Il consulente ha certamente una propria visione del mercato e supporti

dell'intermediario in grado di definire uno scenario più probabile su tassi, azioni, valute, materie prime e così via.

Il pericolo deriva dalla nostra sottostima del rischio associato alla risposta che ci viene fornita. Insomma, come al solito, il problema siamo noi. Che ci dimentichiamo che i mercati finanziari sono al nostro servizio e non viceversa. Nessun "mago" può evitarci di dover scegliere con prudenza e con rigorosa attenzione all'equilibrio tra voglia di rendimento e assunzione ex ante di rischio.

Questo è il fondamentale contributo che dobbiamo chiedere al nostro consulente. La continua ricerca dell'equilibrio tra rischiosità e rendimento dei nostri investimenti finanziari, coerentemente con il raggiungimento di definiti obiettivi da raggiungere in espliciti orizzonti temporali, periodicamente monitorati e condivisi.

In Italia possono svolgere attività di consulenza, quali agenti dell'intermediario autorizzato (diciamo, la banca), i Consulenti Finanziari.

La competenza del consulente è un elemento al quale la normativa presta particolare attenzione. Il consulente è iscritto ad un albo e per l'iscrizione deve aver superato un esame di abilitazione. Il consulente è tenuto ad un continuo aggiornamento professionale, sia a cura dell'intermediario del quale è agente, sia per propria iniziativa, come investimento in crescita professionale. Vi sono anche in Italia percorsi di certificazione delle competenze, che richiedono il superamento di esami e la partecipazione obbligatoria annuale ad attività di formazione specialistica.

Ciò posto, non tutti i consulenti sono bravi allo stesso modo, hanno la stessa sensibilità verso il mercato e verso il cliente. E non tutti gli intermediari autorizzati all'attività di consulenza svolgono questo servizio allo stesso livello.

In questo settore, come in altri, il consumatore deve difendere i propri interessi, pretendendo non solo il rispetto formale della legge. In questo campo, come in altri servizi delicati, occorre una particolare attenzione alla qualità del servizio.

I risparmiatori italiani tipicamente tengono rapporti con più banche e più intermediari. Distribuiscono le proprie risorse finanziarie in modo più o meno

attento alla qualità del servizio. Si fanno catturare dal prezzo (magari un tasso “fuori mercato”, spesso civetta) o anche, semplicemente dall’abitudine.

Ma per alcuni ambiziosi obiettivi che chiediamo ai nostri soldi, per alcune parti delicate del nostro portafoglio finanziario, dobbiamo scegliere il consulente giusto. Puntando alla qualità del servizio ricevuto. E ricordiamoci - è un argomento delicato parlando di banche che anche in questo settore può valere il detto: “chi più spende meno spende”.

In altri termini, la consulenza di qualità merita senz’altro di essere pagata. Perché “rende” molto.





## GLOSSARIO

**Confirmation Bias:** distorsione cognitiva della ricerca delle conferme. Un investitore tende a selezionare solo le informazioni che gli danno ragione (ad esempio sul valore di un titolo), scartando inconsapevolmente le informazioni contrarie alla sua scelta. In questo modo le informazioni sulla base delle quali prende la decisione di investimento/disinvestimento sono distorte.

**Drawdown:** il drawdown è l'effetto che ha sul valore dell'investimento una successione ripetuta di perdite. Si pensi a 10 giorni consecutivi di rendimenti negativi del mercato azionario. Si misura in punti percentuali di perdita cumulata: ad esempio, se l'investitore ha comperato a 100 ed oggi il titolo vale 80 il suo drawdown è pari al 20%.

**Euristica:** in finanza comportamentale è una “scorciatoia mentale”, ossia un processo di ragionamento che ci conduce rapidamente a quella che ci sembra una possibile soluzione del problema, anche se non necessariamente quella trovata è la soluzione corretta.

**Trend Follower:** in finanza un “trend follower” è un investitore che agisce seguendo le indicazioni di trend al rialzo o al ribasso dei mercati. Egli dunque attende conferme che un trend si è avviato, per poterlo sfruttare. In questo modo è certamente in ritardo, ma riduce il rischio di errore.

**Valuation Index:** si tratta di un indice di confidenza degli investitori sul mercato azionario americano (S&P 500). Intende fornire una misura del sentimento degli investitori circa la coerenza del livello dei prezzi di mercato rispetto alla situazione effettiva delle società quotate (i cosiddetti “fondamentali”). In sostanza indica la percentuale di investitori che ritengono che il mercato non sia sopravvalutato. È un indice calcolato dal Prof. Robert Shiller dell'Università di Yale.



