

17 novembre 2021 9:53

Un diverso approccio alle scelte di finanza personale

di [Alessandro Pedone](#)

L'approccio tradizionale alle scelte

finanziarie, quello che è usato praticamente da tutti - più o meno consapevolmente - consiste nel bilanciare le attese di rendimento con le attese di rischio. Ci sono molti modi per stimare queste attese, ma tutti partono dal concetto che le scelte finanziarie sono finalizzate **esclusivamente** a massimizzare il rapporto rischio/rendimento. La formalizzazione di questo approccio risale alla metà del secolo scorso e - sbagliando (vedi nota 1) - si attribuisce al Premio Nobel Harry Markowitz, mentre è merito del più grande (e ignorato) matematico-statistico italiano del secolo scorso: [Bruno de Finetti](#).

Per i tecnici della finanza questo approccio è talmente interiorizzato che si può considerare un dogma: non ha senso nessun'altra scelta finanziaria che non sia finalizzata a massimizzare il rapporto rendimento/rischio, detto anche "media/varianza".

I non tecnici, dal canto loro, non conoscono i marchinegni finanziari come la "frontiera efficiente" di Markowitz (degli anni '50 del secolo scorso) o la Moderna Teoria di Portafoglio (moderna si fa per dire è degli anni '70) di William Sharpe (altro Premio Nobel). Però hanno sposato in pieno il concetto che l'unica cosa per la quale abbia senso fare scelte finanziarie è massimizzare il rendimento atteso minimizzando il rischio, anche se - in questo caso - il termine "rischio" si riferisce non alla varianza, ma più ambiguamente "*al perdere soldi*".

In qualche modo, quindi, l'approccio tradizionale trova un riscontro nella mentalità del pubblico e gli operatori percepiscono che hanno in mano uno strumento matematico per rispondere alle esigenze dei clienti. Così, si va avanti ad utilizzare strumenti matematici che fanno sorridere qualsiasi serio matematico-statistico anche se gli stessi ideatori di questi strumenti si sono guardati bene dall'utilizzarli per loro stessi (vedi nota 2).

L'approccio tradizionale ha due enormi problemi:

1. Le stime sulle attese (sia di rendimento che sulla varianza) sono **necessariamente inaffidabili**. Errori, anche relativamente piccoli, nelle stime implicano risultati completamente diversi e quindi queste formule non servono sostanzialmente a niente. Questa situazione è figlia di una realtà che in finanza si tende ad ignorare, anche da parte delle stesse autorità di vigilanza che continuano a vedere di buon occhio stime del rischio come il VaR. Poiché i mercati finanziari sono un fenomeno sociale, non fisico, non ha alcun senso applicare la matematica-statistica per stimare la distribuzione delle probabilità di variazione dei rendimenti futuri dai dati passati. Detto in modo un po' più tecnico e sintetico: i mercati finanziari non sono rischiosi sono **incerti**.
2. Ridurre le scelte finanziarie ad un problema meramente numerico esclude tutti gli **aspetti qualitativi psicologici** che sono importanti almeno quanto quelli numerici. Come vedremo meglio dopo, quello che gli investitori realmente vogliono è minimizzare il rimpianto ed i rimorsi, massimizzare le gratificazioni (che sono certamente dovute prevalentemente al risultato monetario, ma non solo) ed eliminare la possibilità di

rovina.

Un diverso approccio alle scelte finanziarie

Abbiamo visto gli svantaggi del vecchio modello, ma vi sono anche due enormi vantaggi: 1) appare oggettivo, scientifico, professionale, richiede mezzi inaccessibili ai "comuni mortali"; 2) appare complicatissimo agli occhi dei non esperti, ma in realtà è molto semplice; le alternative richiedono molto più lavoro (lavoro di esseri umani qualificati, non di macchine).

Per chi deve assistere gli investitori a fare scelte finanziarie, usare il vecchio modello è una pacchia. I risultati sono - a dir poco - deludenti, ma fino a quando tutti utilizzano quel modello il problema di fatto non emerge.

Analizziamo adesso un approccio molto diverso che deriva dallo studio approfondito della "[Teoria delle decisioni](#)". Per i principali autori che si occupano della teoria delle decisioni, la base (per la parte cosiddetta "normativa") consiste nel dividere gli ambiti nei quali le decisioni devono essere assunte in tre grandi categorie: 1) condizioni di informazione completa 2) condizione di **rischio**, ovvero quando l'informazione è incompleta, ma si conoscono almeno le distribuzioni di probabilità 3) condizioni di **incertezza**, quando le informazioni sono incomplete e non si conoscono le distribuzioni di probabilità.

Non c'è alcun dubbio che la finanza ricada nel terzo ambito, anche se l'approccio tradizionale fa finta che si possa "approssimare" al secondo.

L'approccio alle scelte finanziarie che qui descriviamo fa i conti seriamente con la condizione di **radicale incertezza** dei mercati finanziari e propone un modello di decisione adatto a questi ambiti il quale, quindi, non può in nessun modo essere fondato su formule matematico-statistiche.

Una volta delineato correttamente l'ambito entro il quale ci troviamo a prendere le decisioni è necessario definire correttamente cosa **desideriamo ottimizzare**, ovvero quale sarebbe l'ottimo, compatibilmente con i vincoli dati dalla realtà.

Dopo venti anni che mi occupo, professionalmente, di consigliare gli investitori sulle loro scelte finanziarie, posso affermare senza ombra di dubbio che non è vero che tutto quello che vogliono gli investitori è il rendimento. Certo, il rendimento è importante, ma quando vengono correttamente informati e competentemente interrogati ci si accorge che, compresa la condizione di incertezza, la definizione ex ante del risultato ottimo è molto più articolata e non sintetizzabile né nel mero rendimento né nel rapporto rendimento/rischio.

La soluzione ottimale deve bilanciare tre grandi aree che sono declinate in modo diverso per ciascun investitore.

1. Eliminare la possibilità di rovina

L'incertezza dei mercati finanziari rende molto meno significativo il valore medio atteso. Il fatto che, molto spesso, su un arco temporale di 20 anni, investendo in azioni, si ha un rendimento positivo e migliore delle obbligazioni non ci fornisce la garanzia che questo accadrà anche **nel prossimo** ventennio. L'investitore ha una vita sola. Prima di tutto si deve assicurare che possa continuare a stare nel "gioco" qualsiasi cosa accada, anche se accadono cose considerate altamente improbabili, ma sempre nell'ambito dello scenario delle cose plausibili, anche se improbabili. Inoltre, l'incertezza dei mercati finanziari si combina con l'incertezza legata agli accadimenti della propria vita (il lavoro, la famiglia, la salute) e quindi deve fare i conti con il fatto che l'orizzonte temporale atteso potrebbe non essere rispettato. Ogni investitore ha una sua personalissima declinazione del concetto di "sopravvivenza" finanziaria e non si può generalizzare. Un buon consulente finanziario dovrebbe aiutare l'investitore ad impostare un progetto d'investimento che elimini la possibilità di rovina, declinata nello specifico modo adatto a quel cliente. Al solo scopo didattico possiamo dire che nessun scenario ragionevolmente ipotizzabile dovrebbe mai implicare l'impossibilità di mantenere il tenore di vita desiderato dall'investitore. Se una scelta implicasse tale possibilità, si dovrebbe considerare ex-ante, da scartare.

2. Minimizzare i rimpianti/rimorsi

Prima ancora che massimizzare il rendimento, l'investitore vuole minimizzare i possibili rimorsi (per le perdite) ed i rimpianti (per i guadagni percepiti ex-post come realizzabili ma mancati). L'equilibrio fra questi due aspetti è molto personale e varia nel tempo a seconda del tipo di psicologia dell'investitore, ma anche delle fasi della vita, l'andamento dei mercati e le informazioni che forniscono i media. L'approccio media/varianza classico è largamente insufficiente a bilanciare questi aspetti, è necessario un approccio molto più dinamico che salvaguardi sia questo punto che il successivo.

3. Massimizzare le gratificazioni

Ci sono fondamentalmente due tipi di **gratificazioni** che si possono avere dai mercati finanziari. Il primo è l'aspetto prettamente monetario, l'altro - molto spesso sottovalutato - è l'aspetto che io definisco **intellettuale**. I due, naturalmente, sono strettamente collegati e si rafforzano o indeboliscono a vicenda. Un portafoglio finanziario che ha avuto il medesimo rendimento (ma anche il medesimo rapporto rendimento/varianza) può fornire una gratificazione intellettuale completamente diversa a seconda dell'investitore. Alcuni investitori vogliono "sentire" che i propri risparmi "lavorano" per lui. Altri vogliono sentire di investire in qualcosa che ha un senso rispetto alla propria scala di valori. Altri desiderano sentire che si stanno occupando diligentemente dei propri risparmi. Lo stesso risultato numerico è valutato in modo molto diverso in funzione della "cornice psicologica" nel quale viene inquadrato.

Diventa fondamentale, quindi, per poter prendere delle scelte finanziarie "ottimali", in questo nuovo modello, fare un'analisi (la più approfondita possibile) di quelli che noi chiamiamo "*i perché investo*". In approcci simili questi "perché investo" vengono chiamati obiettivi finanziari. Io preferisco usare un termine diverso perché "obiettivo finanziario" è a dir poco abusato e frainteso.

E' quasi impossibile definire precisamente, bilanciandole correttamente, tutte le ragioni per le quali una persona investe, però è sufficiente essere anche solo un po' più precisi del solito per migliorare sensibilmente la qualità delle proprie scelte.

I "perché investo", dal momento che non sono solo quantitativi ma anche qualitativi forniscono una serie di agganci, di spunti, per definire dei **progetti d'investimento**.

Nell'approccio tradizionale, le scelte finanziarie si traducono nella famosa "asset allocation" o la cosiddetta "torta" degli investimenti.

Nel nuovo approccio che stiamo descrivendo, i progetti d'investimento sono più articolati. In genere sono più dinamici, ovvero le scelte d'investimento sono diluite nel tempo in funzione di ciò che accade nei mercati finanziari. Secondariamente prevedono più "torte" perché scompongono il portafoglio complessivo non solo in asset, ma anche in macro-obiettivi, ciascuno dei quali ha un asset allocation e delle regole dinamiche.

L'articolazione del progetto e la sua dinamicità nel tempo consente di bilanciare molto meglio la minimizzazione dei rimpianti/rimorsi con la massimizzazione delle gratificazioni.

La caratteristica fondamentale del progetto d'investimento è di abbandonare la logica previsionale per abbracciare quella adattativa. Nell'approccio tradizionale si stima un rendimento atteso con le associate varianze e covarianze e sulla base di queste previsioni si decide che è preferibile mettere più di questo e meno di quest'altro.

Passato il tempo si verifica la correttezza della stima (e normalmente non lo è) e si fanno i cambiamenti in base alle nuove stime.

Nel nuovo approccio che stiamo descrivendo, invece, si parte - socraticamente - sapendo di non sapere.

Accettando il fatto che i mercati sono incerti e non possiamo fare nessuna stima ragionevolmente accettabile da poter essere inserita in una formula matematica.

Quindi, l'alternativa più ragionevole è quella di definire delle regole figlie del buonsenso, chiamate anche, euristiche essenziali, che molto spesso sono di tipo **adattativo**.

Adattativo significa che stabiliscono prima cosa si farà nei vari scenari ipotizzabili. In altre parole, non sapendo cosa accadrà, si stabilisce che se accadrà "A", converrà - in base ai miei "perché investo" - fare "B", se accadrà "C" converrà fare "D", ecc.

Questo approccio è certamente molto più articolato da realizzare e richiede ovviamente tanto più tempo e competenze. Se realizzato correttamente, però, ripaga abbondantemente della fatica fatta. In sostanza l'investitore

ha la quasi certezza di fare scelte finanziarie di cui non solo non si pentirà mai, ma che vivrà costantemente - durante tutto lo sviluppo del progetto - come le migliori scelte possibili effettuate nelle condizioni date.

L'ostacolo più difficile da superare per poter applicare questa diversa metodologia per assumere scelte finanziarie è quello di definire i "perché investo". Nella mia esperienza non ha mai visto un investitore in grado di definire, da solo, i propri "perché investo".

E' un tema molto difficile e delicato di cui mi sono occupato in [altri articoli](#) ma ci tornerò nel prossimo con uno strumento utile non solo in finanza ma più in generale nella vita.

Note:

1. Anche fra i professionisti della finanza più preparati è ignoto il **fatto storico** che le basi matematiche della finanza moderna siano state anticipate dal più grande matematico-statistico italiano del secolo scorso, **Bruno De Finetti**. Questo è un fatto ormai assodato, [confermato dallo stesso Harry Markowitz](#) anche se precisando che lui ha completato il lavoro di De Finetti. In realtà c'era veramente poco da completare. De Finetti aveva chiaramente detto che quella strada era un vicolo cieco e non completò il lavoro solo perché riteneva che non sarebbe stato utile applicare quegli strumenti matematici.

Il primo a documentare su una rivista prestigiosa questo fatto fu Mark Rubinstein, nel 2006, all'epoca titolare della cattedra di *Applied Investment Analysis*, istituita presso la University of California at Berkeley. Nel Vol. 4, No. 3, pp. 1-2, 2006 del Journal of Investment Management, "Special Issue: A Literature Postscript" viene pubblicato un suo paper dal titolo: "[Bruno de Finetti and Mean-Variance Portfolio Selection](#)" (il link rimanda ad una traduzione in italiano) nel quale si documenta tutta la storia che è emersa grazie al professor Flavio Presacco di cui suggerisco - agli interessati - la lettura di [queste slide](#) redatte nel 2015 per l'Accademia Italiana dei Lincei in occasione della "Giornata in onore di Bruno de Finetti".

2. Diverse pubblicazioni serie (come ad esempio la recente "Psicologia dei Soldi" di Morgan Housel o "Imparare a rischiare" di Gerd Gigerenzer) riportano il fatto che più volte Markowitz ha espresso il suo metodo di scelta fra le categoria d'investimento in questo modo: *"Ho visualizzato la mia sofferenza quando il mercato cresceva a pieno ritmo e io non c'ero dentro, o quando il mercato colava a picco e io c'ero dentro fino al collo. La mia intenzione era ridurre al minimo i rimpianti nel futuro. Quindi ho suddiviso i miei investimenti al cinquanta/cinquanta tra azioni e obbligazioni"*.

Quando Markowitz pubblicò i suoi primi lavori importanti, nel 1952, conosceva molto bene la Teoria delle Scelte in condizioni di Incertezza e sapeva benissimo che i mercati finanziari ricadono nell'ambito delle scelte in condizioni di incertezza e non di rischio. E' una persona intellettualmente onesta alla quale è capitato di vincere il premio Nobel per un lavoro che è poi stato utilizzato in modo molto diverso da quello per il quale lui l'aveva pensato. Per chi non ha difficoltà a comprendere l'inglese, suggerisco di ascoltare direttamente la voce del premio Nobel in [questo video](#) oppure in [questo](#) così da farsi un'idea di quanto sia folle continuare ad impostare le scelte finanziarie sulla base dell'approccio tradizionale.

CHI PAGA ADUC

l'associazione non **percepisce ed è contraria ai finanziamenti pubblici** (anche il 5 per mille)

[La sua forza sono iscrizioni e contributi donati da chi la ritiene utile](#)

DONA ORA (<http://www.aduc.it/info/sostienici.php>)