

FONDI&SICAV

CONOSCERE PER INVESTIRE AL MEGLIO

anno 17 - numero 166 - luglio/agosto 2024



L'ERA DELL'OSSESSIONE
TECNOLOGICA A WALL STREET

ETF, UN TREND ANCORA FAVOREVOLE

SOMMARIO

Numero 166
luglio/agosto 2024
anno 17

editore
Giuseppe Riccardi

direttore
Giuseppina Parini

vice direttore
Boris Secciani (ufficio studi)

progetto grafico e impaginazione
Elisa Terenzio, Stefania Sala

collaboratori
Stefania Basso,
Paolo Bruno, Arianna Caviglioli,
Paolo Andrea Gemelli,
Rocki Gialanella, Mark William Lowe,
Fabrizio Pirolli, Pier Tommaso Trastulli,
Emanuela Zini

redazione e pubblicità
Viale San Michele del Carso 1
20144 Milano,
T. 02 320625567

casa editrice
GMR
Viale San Michele del Carso 1
20144 Milano,
T. 02 320625567

direttore responsabile
Alessandro Secciani

stampa
Tatak S.r.l.s.
www.tatak.it

Autorizzazione n.297
dell'8 maggio
2008
del Tribunale di Milano

immagini usate su licenza di
Shutterstock.com

3 EDITORIALE

6 **GEOPOLITICA**
Uganda, tra basso e medio reddito

8 **OSSERVATORIO ASIA**
Hong Kong: la longa manus della Cina

10 **FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE**
Sarang Kulkarni, lead portfolio manager, global credit bond fund, Vanguard
«Conta ancora la qualità»

Mario Romano, Ceo, Sella Sgr
«Geopolitica e gestione attiva: come cogliere le opportunità»



14 **L'ERA DELL'OSSESSIONE TECNOLOGICA A WALL STREET**

28 **COMGEST**
Investire nell'eccellenza

30 **LOMBARD ODIER IM**
Alla ricerca della "nuova Apple"

32 **INVESCO RACCONTA**
Semplice come una chiave a brugola

34 **FLOSSBACH VON STORCH**
Parola d'ordine: qualità

36 **ABRDN**
La sostenibilità è una filosofia d'investimento

39 **FOCUS ETF**
Uno strumento sempre più indispensabile



46 **DIFFERENT FACTORY**
Mettere ordine negli enormi silos di dati

48 **NS PARTNERS**
Il nostro concetto di qualità

50 **BROWN ADVISORY**
Una comprensione più approfondita di rischi e opportunità

52 **GENERALI INVESTMENT**
Soprattutto diversificazione e flessibilità

54 **OSSERVATORIO BUSINESS INTELLIGENCE**
Terre ancora più rare

57 **OSSERVATORIO RISCHIO**
Diventare investitori darwiniani

60 **OSSERVATORIO EDUCAZIONE FINANZIARIA**
Attenti al rumore!

62 **LA FINANZA E LA LEGGE**
La prova del corretto operato

65 **CONSULENTI&RETI**
Stefano Manfrone

71 **INCHIESTA**
Longevi, un target da seguire, non solo passaggio generazionale



ERRATA CORRIGE

Nel numero 163 di Fondi&Sicav è stata pubblicata, sulla versione cartacea, la foto sbagliata di Chrstian de Roualle, equity fund manager di Tikehau Capital. Ce ne scusiamo con i lettori e l'interessato.

Attenti al rumore!

di Fabrizio Pirolli * e Pier Tommaso Trastulli **

Lo scorso 24 marzo, a novant'anni appena compiuti, è scomparso Daniel Kahneman, psicologo e professore universitario che ha vinto il premio Nobel 2002 per aver utilizzato l'approccio della psicologia cognitiva per riformulare molti aspetti della teoria economica e finanziaria. Le sue ricerche innovative hanno dato origine a quella che comunemente viene chiamata finanza comportamentale, della quale egli è uno dei fondatori e che è considerata uno dei più importanti sviluppi nelle scienze sociali dell'ultimo mezzo secolo. Ricordiamo il suo ultimo contributo, lo studio "Rumore. Un difetto del comportamento umano", scritto nel 2021 assieme a due coautori: Olivier Sibony, studioso di pensiero strategico e analisi dei processi decisionali e docente a Parigi, e Cass R. Sunstein, giurista e autorevole esperto di razionalità e irrazionalità dei comportamenti economici, professore alla Harvard Law School.

Nel libro, il concetto di "rumore" viene introdotto attraverso una metafora innovativa: immaginiamo che un gruppo di arcieri scagli le sue frecce verso vari bersagli. Al termine della sessione di tiro,

esaminiamo i risultati e osserviamo che in alcuni casi le frecce di una squadra sono raggruppate molto vicine tra loro, indipendentemente dalla loro distanza dal bersaglio. Ciò indica una coerenza nei tiri, sebbene possano essere tutti distanti dal centro; in questo scenario, siamo di fronte a quello che viene chiamato "bias" o distorsione sistematica. Questo tipo di errore riflette una tendenza costante e prevedibile nei tiri, tutti deviati in una direzione specifica, ed è oggetto di ricerche da decenni. Al contrario, in altri casi le frecce potrebbero essere sparpagliate in modo molto più ampio, quasi come se fossero state lanciate a caso. Questo tipo di dispersione rappresenta il rumore, ovvero una variabilità casuale nelle presta-

zioni che non segue un modello predittivo o sistematico. Il "rumore" indica quindi l'assenza di coerenza nei tiri. L'errore nel prendere decisioni o nel valu-

tare situazioni può, quindi, essere suddiviso in queste due componenti principali: il bias, che indica un errore sistematico e ripetibile, e il rumore, che rappresenta una variabilità irregolare e casuale. Poiché entrambi influiscono in modo negativo sulle nostre decisioni quotidiane, comprenderli appare

 *L'errore nel prendere decisioni o nel valutare situazioni può essere suddiviso in queste due componenti principali: il bias, che indica un errore sistematico e ripetibile, e il rumore, che rappresenta una variabilità irregolare e casuale. Poiché entrambi influiscono in modo negativo sulle nostre decisioni quotidiane, comprenderli appare fondamentale* 

* Esperto di formazione bancaria ed assicurativa.

** Consulente finanziario iscritto all'Albo.

Il presente scritto è frutto di letture, studi e confronti tra gli autori. Il risultato impegna esclusivamente i medesimi, senza coinvolgere né rappresentare le aziende per cui lavorano.

fondamentale. Ogni decisione che comporti un giudizio, in buona sostanza, è affetta da rumore. Tutto ciò comporta grandi difficoltà, grandi costi, mancanza di equità. Nel set-



FABRIZIO PIROLLI
esperto di formazione bancaria
e assicurativa



PIER TOMMASO TRASTULLI
consulente finanziario

tore finanziario, in particolare, il concetto di rumore assume una rilevanza critica dato che i mercati operano spesso in condizioni di incertezza e le interpretazioni soggettive delle stesse informazioni possono variare ampiamente tra analisti e operatori. Queste discrepanze possono significativamente influenzare le decisioni di investimento e le valutazioni degli asset.

RISCHIO E RUMORE

Comprendere e mitigare il rumore decisionale è essenziale anche nella gestione del rischio, permettendo alle organizzazioni finanziarie di evitare scelte eccessivamente prudenti o troppo audaci, che potrebbero derivare da valutazioni inconsistenti. Si pensi alle società che si occupano di investimenti, ai trader, agli assicuratori o anche a risparmiatori esperti: diverse persone, tutte ugualmente competenti, possono facilmente arrivare a valutazioni estremamente differenti. La variabilità indesiderata in giudizi che in teoria dovrebbero essere identici prende il nome di “rumore sistemico”. Che si scompone a sua volta in “rumore di livello” e “rumore strutturale”.

Il primo si riferisce alle variazioni nelle decisioni o valutazioni che dovrebbero essere standardizzate ma non lo sono a causa di fattori, personali o contestuali, ma transitori. Immaginiamo due analisti che valutino lo stesso portafoglio di investimenti in due momenti diversi della giornata. Un analista potrebbe valutarlo subito dopo l'apertura del mercato, mentre l'altro nel tardo pomeriggio. Se il primo analista è generalmente più ottimista al mattino e il secondo è più cauto a causa della fatica di fine giornata, le loro valutazioni potrebbero differire notevolmente, nonostante stiano analizzando gli stessi dati. Queste differenze non sono legate a una strategia di investimento diversa, ma piuttosto a variazioni personali e temporali, che costituiscono appunto il “rumore di livello”. Il “rumore strutturale”, invece, si verifica a causa delle differenze nei modi in cui vengono prese le decisioni all'interno di una stessa organizzazione. Ad esempio, se in una banca diversi team utilizzano criteri differenti per valutare il rischio di un certo tipo di investimento, può accadere che un team dia molto peso alla performance storica di un investimento, mentre l'altro consideri più importanti le prospettive future basate sulle sue previsioni economiche. Queste differenze permanenti nei criteri di valutazione possono portare a decisioni molto diverse riguardo agli stessi asset, generando così rumore strutturale. In sintesi, mentre il rumore di livello è più associato a variazioni individuali e temporali, il rumore strutturale riguarda differenze più profonde e connaturate ai processi decisionali all'interno di un'organizzazione.

Mentre i bias sono in qualche modo prevedibili, il rumore, come abbiamo visto, non lo è. Per ridurlo, i tre studiosi nel libro suggeriscono una serie di principi per pervenire a quella che definiscono “igiene decisionale”.

“IGIENE DECISIONALE”

Innanzitutto bisogna avere la consapevolezza che il rumore esiste e che, per ridurlo, riflettere sulle proprie tendenze decisionali aumenta la consapevolezza delle potenziali incongruenze nei propri giudizi. Inoltre, Kahneman & c. consigliano l'uso di checklist, che standardizzano i processi (per esempio utilizzando l'analisi costi-benefici o le valutazioni del rischio) e assicurano che tutte le informazioni rilevanti si-

ano considerate in modo sistematico. Ciò riduce la variabilità dovuta all'omissione di fattori chiave durante il processo decisionale. Da ciò discende una terza indicazione: preferire l'uso di modelli decisionali predeterminati, che sono scarsamente suscettibili al rumore per loro natura e che possono fornire una base uniforme su cui prendere decisioni. L'obiettivo del giudizio, infatti, è l'accuratezza, non l'espressione individuale. Quindi, senza eliminare i valori personali, che spesso nascono da una grande fiducia nelle proprie opinioni, è preferibile l'uso di linee guida più neutre e vincolanti. In aggiunta, sottolineano, è utile incoraggiare la promozione di una riflessione critica: gli individui debbono abituarsi a valutare le informazioni adottando più fonti e diverse prospettive, poiché questo atteggiamento spinge verso un'analisi approfondita invece che verso comportamenti basati su reazioni istintive o superficiali. Infine, i tre autori consigliano di confrontarsi con persone che abbiano background differenti dal nostro per incentivare una revisione dei nostri pareri. In questo contesto, emerge la necessità della figura di un esperto che svolga un ruolo chiave: aiuta a dare priorità all'accuratezza rispetto alle opinioni personali, promuove l'uso di processi decisionali progettati per minimizzare le variazioni casuali e non sistematiche (il rumore, appunto) che possono influenzare i giudizi umani. Inoltre contribuisce a stabilire una visione più obiettiva, adottando un approccio più distaccato per analizzare le situazioni, organizza i giudizi in fasi distinte per prevenire interferenze valutative e incoraggia a resistere alle conclusioni affrettate, seguendo linee guida standardizzate. Infine aiuta, attraverso feedback costruttivi, a comprendere quando e come il processo decisionale devia dalla norma desiderata e cosa bisogna fare per correggere tale tendenza.

In sintesi, un educatore che fornisce agli individui le conoscenze necessarie per non farsi influenzare inconsapevolmente da fattori fuorvianti. Come diceva Ambrose Bierce, il rumore, anche se disturba, «è comunque il prodotto principale e il segno distintivo della nostra civiltà». Kahneman e i suoi coautori ci mostrano la via se non proprio per eliminarlo del tutto, almeno per riconoscerlo e mitigarlo. Per potere prendere decisioni migliori.