

# Investimenti immobiliari e investitori (ir)razionali

Itinerari Previdenziali – Convegno di fine anno  
Roma, 30 Novembre 2017

**Donatella Principe**  
Head of FSU and Institutional Sales

---

# Gli individui sono razionali?

---

■ I **pregiudizi** inconsci interferiscono con il processo decisionale

■ La valutazione delle informazioni usa una logica fallace avvalendosi di alcune **'scorciatoie'**

■ Gli **istinti** e le **emozioni** possono prendere il sopravvento sulla logica durante una crisi

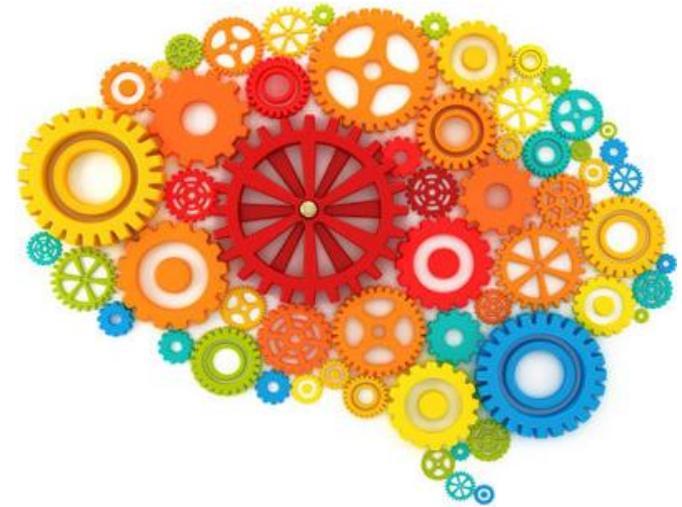
*“Fra tutte le definizioni possibili dell'essere umano, la peggiore è quella che lo vede come un animale razionale”*

Anatole France

# Gli investitori sono razionali?

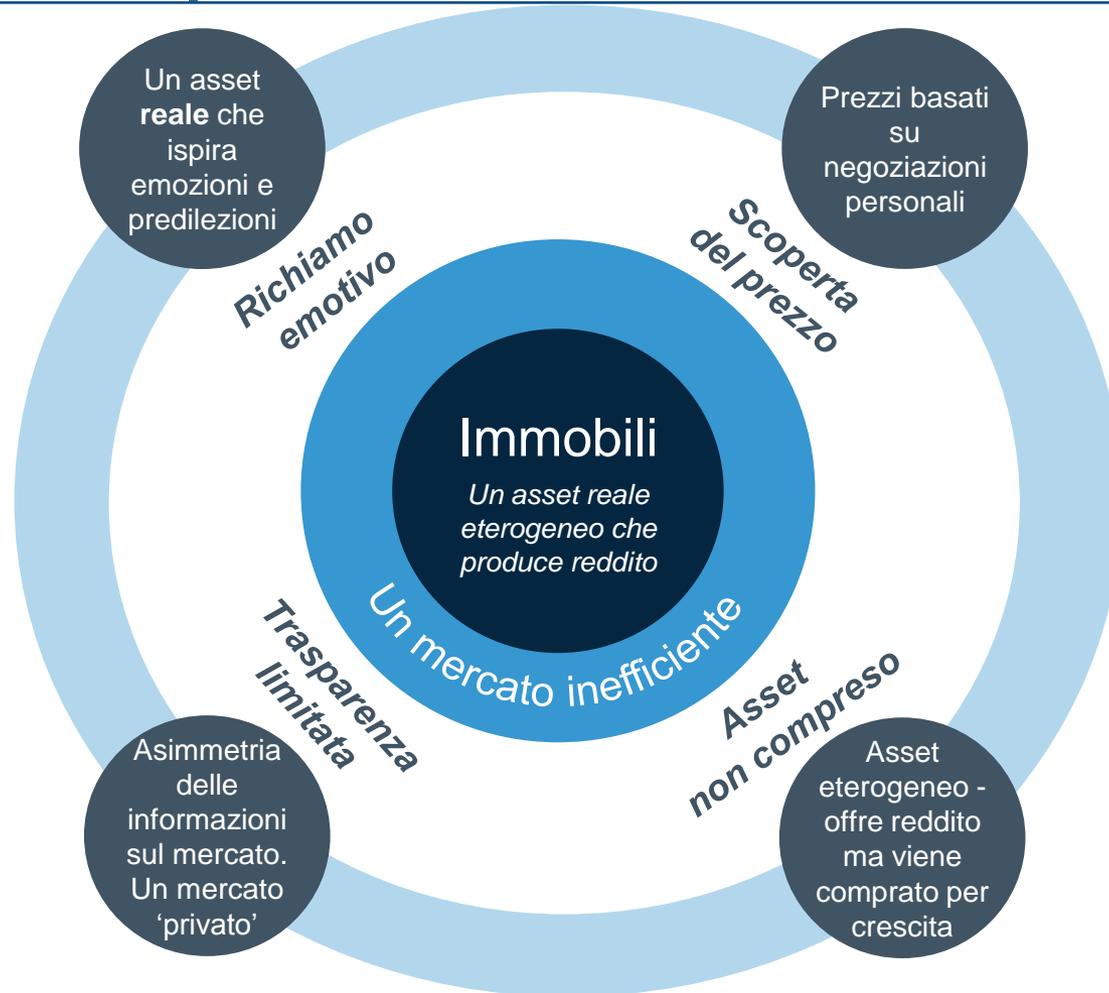
La psicologia umana ha un impatto  
potenziale rilevante sugli  
investimenti

Tutti i giorni commettiamo errori  
'cognitivi' usando regole  
approssimative e semplificazioni  
eccessive



- Gli investitori tendono a commettere **errori sistematici**, affidandosi a **bias di natura psicologica**
- Questi errori decisionali favoriscono la creazione d'**inefficienze nei mercati finanziari**
- Proprio questi errori consentono, inoltre, di spiegare l'irrazionalità che caratterizza le **bolle speculative** e le loro esplosioni

# Perché il settore immobiliare si presta particolarmente bene a *bias* comportamentali



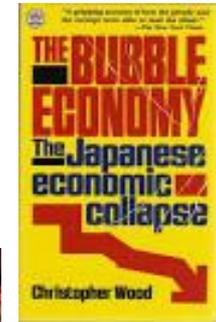
Fonte: FIL Limited, 2016.

# Esuberanza irrazionale – bolle speculative

Esistono molte prove riguardanti l'irrazionalità degli investitori...

Ci sono stati molti esempi di bolle immobiliari negli ultimi 100 anni:

- bolla immobiliare della Florida (anni '20)
- crisi del sistema bancario secondario nel Regno Unito (1974)
- economie-bolla – Giappone, Regno Unito, USA (1989)
- crisi finanziaria asiatica (1997)
- crisi dei subprime e stretta creditizia (2007)



*«Come facciamo a sapere quando l'esuberanza irrazionale ha interpretato in modo non corretto i valori degli asset, che poi diventano soggetti a contrazioni inattese e prolungate?»*

Alan Greenspan, December 1996

# Pensiero veloce e lento: un quadro di riferimento per comprendere i nostri pregiudizi

## Thinking *Fast*: System 1

Quick, automatic, intuitive and emotional.

Default option for information processing.

### Examples:

Detecting hostility in someone's voice.

Judging which object is more distant



Quick  
Intuitive  
Practical  
Automatic  
Emotional

## Thinking *Slow*: System 2

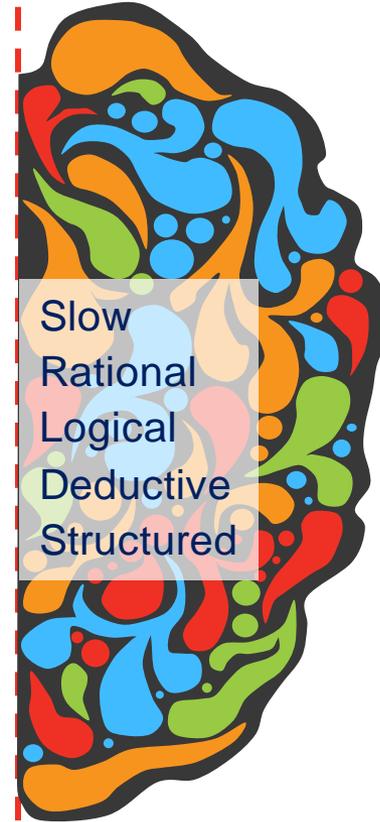
Slow, conscious, more deductive and logical.

Deliberate effort required means we often defer to System 1.

### Examples:

Parking in a narrow space.

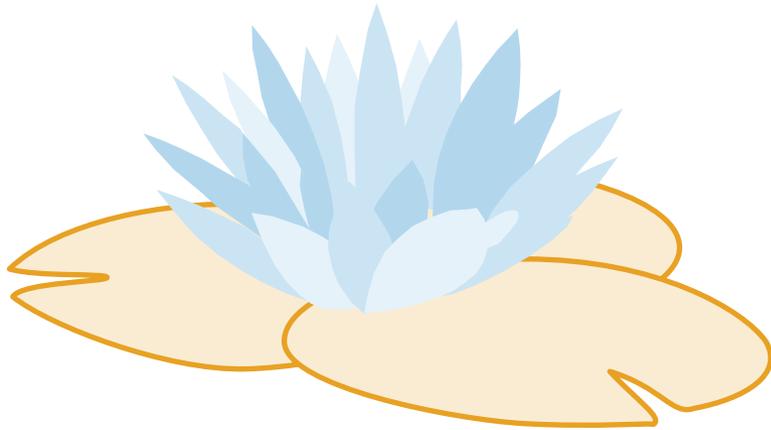
Multiplying several numbers.



Slow  
Rational  
Logical  
Deductive  
Structured

# Un breve esperimento...

In un lago alcune ninfee galleggiano in superficie. L'area del fogliame raddoppia ogni giorno. Se ci vogliono 48 giorni perché ricoprano l'intero lago, quanto tempo occorre per coprirne la metà?



**Risposta sistema 1 = 24 giorni**

**Risposta sistema 2 = 47 giorni**

**Quale sistema userà l'investitore?**

# Il sistema 1 salta subito alle conclusioni

Il sistema 1 è automatico ma tutt'altro che infallibile



- Il vostro cervello legge le immagini sopra come “ABC” e “12, 13, 14”.
- Ma l’immagine centrale di entrambe le serie è identica e ambigua. Perché infatti non interpretarla come “A, 13, C”?
- Il sistema 1 è saltato alle conclusioni usando il contesto.
- L’incertezza è considerata adeguatamente solo dal più ponderato sistema di pensiero.

**Quale sistema userà l’investitore?**

# Tipi di pregiudizi

- A quanto pare molti pregiudizi cognitivi interferiscono con la logica razionale
- Alcuni ci hanno aiutato a sopravvivere, ma sono meno adatti per il mondo degli investimenti

## Autoinganno

- Pregiudizio di conferma
- Il senno di poi
- Fallacia discorsiva
- Eccesso di fiducia
- Dissonanza cognitiva
- Sovraccarico informativo
- Illusione di controllo/ conoscenza
- Sconto iperbolico

## Semplificazione

- **Framing**
- Rappresentatività
- Fallacia dello scommettitore
- **Anchoring**
- Avversione per le perdite
- **Familiarità ed effetto di mera esposizione**
- **Sostituzione**
- Effetto alone

## Sociale

- Effetto gregge
- Priming
- Imitazione

## Contenuti

### 2. Pregiudizi comportamentali selezionati

---

# Pregiudizio familiare

Preferiamo ciò che è familiare

---



**Effetto di mera esposizione:** l'esposizione ripetuta a una parola o a uno stimolo può influire sulle nostre preferenze inducendoci a una visione più positiva

Il nostro cervello si sente a proprio agio con ciò che è sicuro e familiare, ma teme il nuovo

La pubblicità e il **branding subliminali** sono molto efficaci

# Familiarità negli investimenti – *bias* nazionale

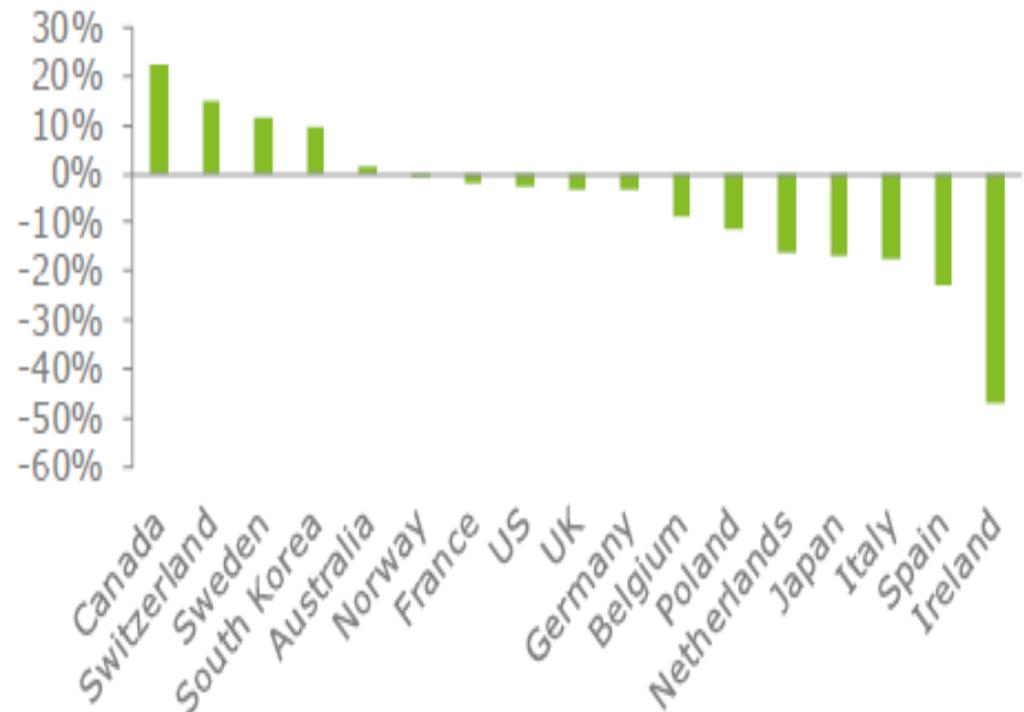
Non investire solo in ciò che è familiare

L'effetto di mera esposizione può indurre a un atteggiamento pregiudiziale nei confronti di asset, mercati azionari o singoli titoli con cui si ha maggior familiarità.

## Suggerimenti:

- Meglio investire in un'ampia gamma di asset e aree geografiche.
- Con una leadership di mercato in continua evoluzione è importante avere un **portafoglio globale diversificato**.
- È necessario valutare il grado di esposizione ai mercati internazionali, accertandosi che sia sufficiente.

Crescita cumulativa del valore di capitale di tutti gli immobili 2007-2016



Fonte: MSCI, Deloitte

---

# Anchoring: le implicazioni per gli investitori immobiliari

---

- A livello subconscio ci ancoriamo ad alcune informazioni, talvolta a numeri irrilevanti
- Questo può influire sulle decisioni future, come se ci fossimo legati a questi numeri in un metaforico rapporto matrimoniale
- Le “ancore” comprendono elementi quali **prezzi degli asset, tassi di crescita, ponderazioni e fatturato del settore**

## I pericoli

- **I prezzi degli asset sono “ancore” poco affidabili**
- Il rendimento è un’ancora migliore, in quanto fornisce una migliore indicazione di un valore relativo
- Bisogna pertanto evitare di detenere asset non vincenti, che magari restano in portafoglio perché l’investitore è ancorato al loro prezzo di acquisto
- In quest’ottica è poco utile aspettare per vendere a una cifra tonda che potrebbe non essere rilevante per la decisione di vendita

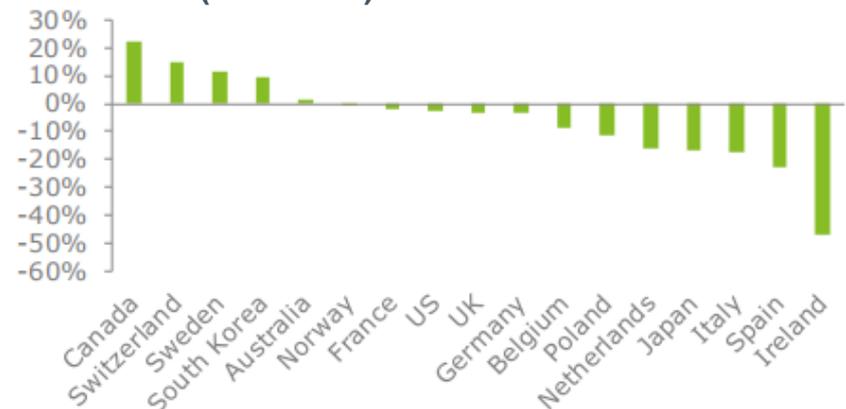


# Esempio di anchoring - individuazione delle fonti reali di rischio e di rendimento

Italia – Rendimento totale di tutti gli immobili



Crescita cumulata del valore capitale di tutti gli immobili (2007-2016)



*Gli investitori mostrano la tendenza ricorrente ad ancorarsi ai rendimenti di capitale piuttosto che a quelli da reddito, nonostante il fatto che nel tempo questi ultimi costituiscano una percentuale maggiore e più stabile dei rendimenti totali...*

Source: MSCI/Deloitte

# Il framing influenza le scelte

## L'esperimento del virus letale

- All'investitore viene offerta la possibilità di scegliere tra due esperimenti per combattere un virus letale
- Ognuno degli esperimenti comprende 600 pazienti. Quale esperimento sarà scelto?

### Esperimento 1:

**Programma A:** Si salveranno 200 persone

**Programma B:** La probabilità che le 600 persone si salvino è di  $1/3$ , mentre quella che non si salvi nessuno è pari a  $2/3$ .

**Il 72% dei  
pazienti ha  
scelto A**

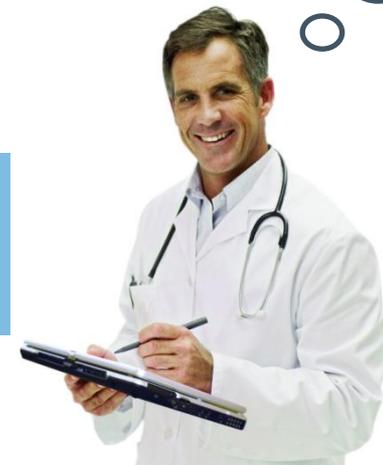
A e C sono identici. Lo stesso vale per B e D. Cambia solo la formulazione linguistica.

### Esperimento 2

**Programma C:** 400 persone moriranno

**Programma D:** La probabilità che nessuno muoia è di  $1/3$ , mentre quella che le 600 persone muoiano è pari a  $2/3$ .

**Solo il 22%  
di pazienti  
ha scelto C**



# Framing: valutare i problemi in base alla loro formulazione

- Gli operatori di mercato vedono le decisioni attraverso il filtro delle norme di settore
- **L'aggregazione dei dati plasma il modo in cui percepiamo rischio e rendimento**
- Sussiste pertanto un uso costante di **quadri di riferimento familiari**, ma inutili, per il posizionamento dell'asset class:
  - Focus sui settori
  - Focus sulle aree geografiche
- Gli operatori di mercato vedono le decisioni attraverso il **filtro del rischio di carriera** e della **posizione sociale**
  - Focus che mira a evitare la sottoperformance relativa
  - Mantenere l'integrazione nel gruppo di riferimento (manager) o con i colleghi (comitati di investimento)

***“Quanto non può misurarsi ha dell'incredibile” – Robert Shiller***

***“...è cosa migliore per la reputazione fallire in modo convenzionale, anziché riuscire in modo anticonvenzionale”  
– John Maynard Keynes***

# Sostituzione: evitare una domanda difficile per una più facile

## Esempio di domanda difficile

- Qual è la reale natura di questo investimento immobiliare?

## Domande connesse più facili

- A quale asset class familiare assomiglia?
- Qual è stata la performance recente di questo fondo immobiliare rispetto alle sue controparti?

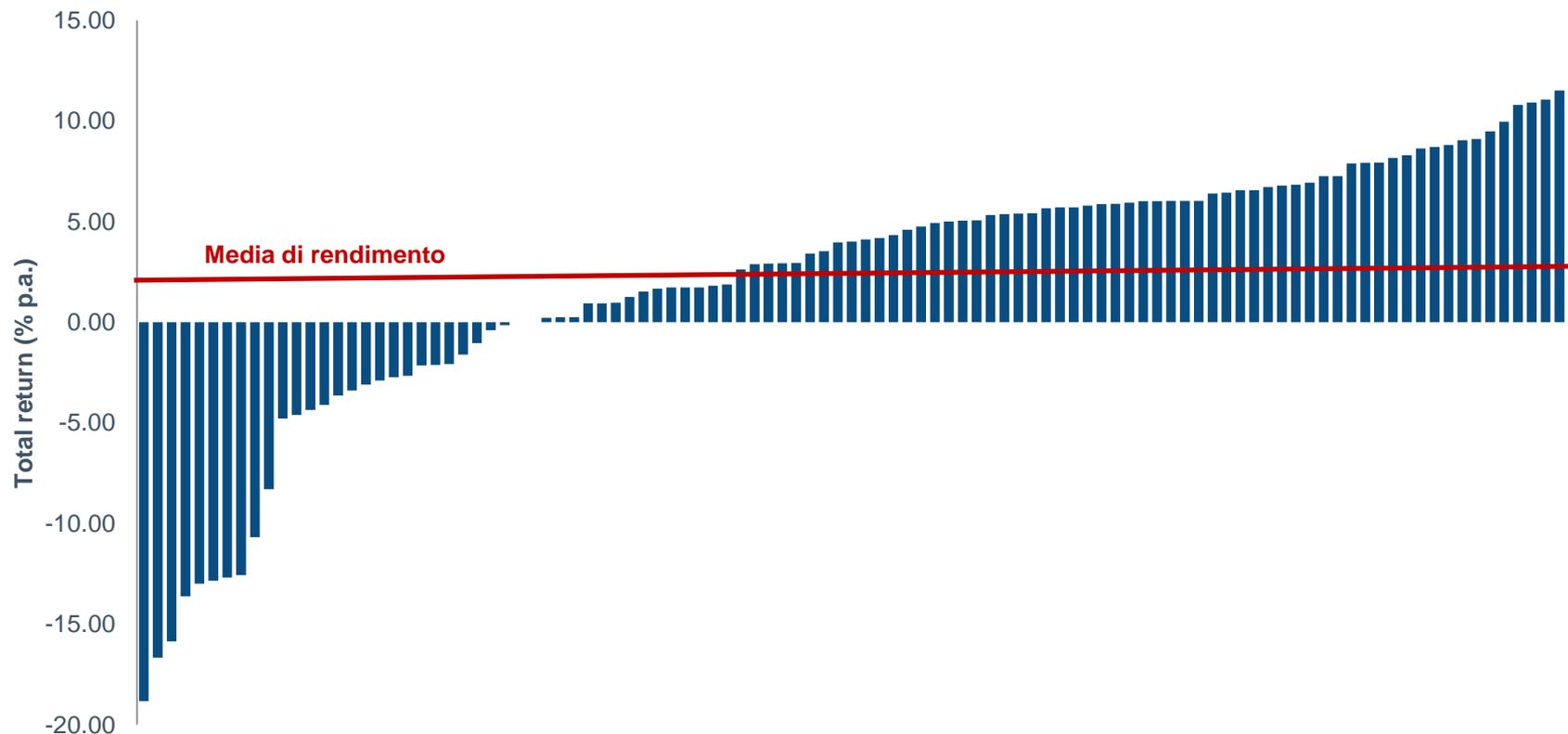


## La sostituzione può generare fraintendimenti sulla natura dell'investimento immobiliare

- ❌ È solo una questione di valori di capitale
- ❌ Gli immobili sono più o meno gli stessi ovunque
- ❌ Puoi effettuare investimenti diversificati, come per le azioni
- ❌ Quello che conta è una buona asset allocation

# Framing e Sostituzione: domande senza senso?

Performance a livello di asset: mercato degli uffici di Francoforte 2011  
Rendimento totale per asset - % annua



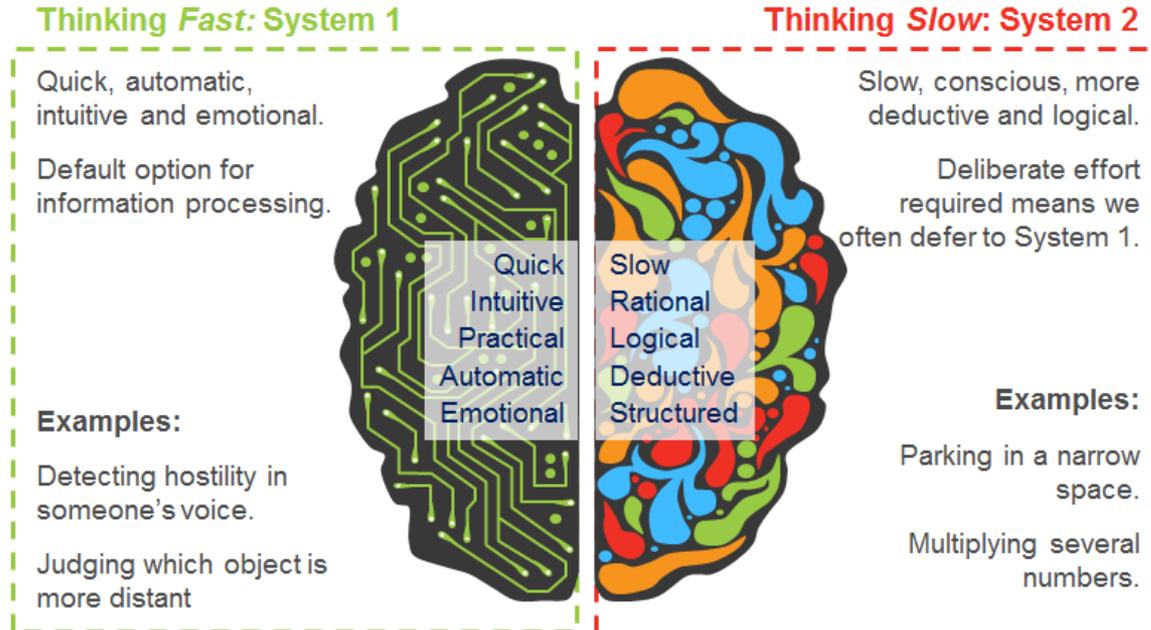
Fonte: MSCI IPD, dicembre 2011

## Contenuti

### 3. Affrontare i propri pregiudizi

# Affrontare i propri pregiudizi: consigli pratici per gli investitori

- Abbiamo esaminato 4 pregiudizi cognitivi che interferiscono con la logica razionale: familiarità, anchoring, framing e sostituzione
- Essi rientrano nella categoria della semplificazione
- La loro influenza può essere ridotta passando al sistema 2



---

# Consigli pratici per affrontare i pregiudizi selezionati

## Decisioni ponderate per investire nel settore immobiliare

---

- **Familiarità e predilezione nazionale** – guardare all'estero e diversificare
- **Anchoring** – trattare il rischio/rendimento da reddito e quello di capitale separatamente
- **Framing** – perché i dati sono forniti in questo modo e chi li ha forniti?
- **Sostituzione** – cercare di convertire domande difficili in calcoli

---

# L'approccio di Fidelity agli investimenti immobiliari

## La nostra soluzione «razionale»

---

- Fidelity combina un approccio alla selezione dei titoli con un'analisi rigorosa del reddito dei locatari e le ricerche di mercato.
- **L'approccio si basa sul fatto che non esistono due asset identici e che più di due terzi del rendimento totale da immobili proviene normalmente dalle entrate.**
- La nostra società persegue attivamente opportunità di aumento del valore degli asset per i propri clienti, nella convinzione che è necessario gestire tutti gli asset ed effettuare la manutenzione degli edifici al fine di tutelarne il valore.
- Usiamo modelli di rischio proprietari per individuare i locatari investment grade.
- Analizziamo fattori come il rischio di leasing, l'inadempienza del locatario e il potenziale di mercato a livello sia di asset sia di portafoglio.
- Quest'analisi ci permette di ridurre al minimo l'impatto dei settori e dei locatari problematici durante la fasi ribassiste del ciclo immobiliare.

---

# Avvertenze

---

Questo documento contiene informazioni riservate ai clienti professionali e non è destinato a clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio. Se non altrimenti specificato, i commenti sono quelli di Fidelity. Questa comunicazione non è diretta e non deve essere diretta a persone residenti nel Regno Unito o negli Stati Uniti o ad altri soggetti residenti in paesi dove i fondi non sono autorizzati alla distribuzione o dove non è richiesta alcuna autorizzazione. Fidelity, Fidelity International, il logo Fidelity International e il simbolo F sono marchi di proprietà di FIL Limited. Fidelity fornisce esclusivamente informazioni sui suoi prodotti e non offre consulenza sugli investimenti basata su circostanze individuali. Se non altrimenti specificato, i commenti sono quelli di Fidelity. Gli investitori devono inoltre tenere conto del fatto che le opinioni qui riportate potrebbero non essere più attuali e che potrebbero anche già essere state modificate da Fidelity. Le ricerche e le analisi utilizzate nel presente documento sono state raccolte da Fidelity per utilizzarle nella propria attività di gestione degli investimenti e potrebbero essere già state utilizzate per i propri scopi. Gli investimenti nelle SICAV Fidelity devono basarsi sul prospetto in vigore / documento contenente le informazioni chiave per gli investitori ("KIID"). Potrete richiederne gratuitamente una copia, assieme al rapporto annuale e semiannuale presso i Distributori, i Soggetti Incaricati dei Pagamenti o al nostro Centro Servizi Europeo in Lussemburgo. Il presente materiale è pubblicato da FIL Luxembourg) S.A., autorizzata e regolamentata dalla CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier). SSO 17IT1112