

RITARDI E VOGLIA DI RIFARSI

Un noto proverbio recita che “sbagliando si impara”. Questo talvolta è vero ma molte altre volte purtroppo non lo è, solo che non ce ne accorgiamo. Oppure ce ne accorgiamo troppo tardi, e questo ritardo è il peggio che può capitarci perché porta con sé la voglia di “rifarsi”. Per quanto concerne la nostra vita economica il caso più clamoroso è quello della entrata/uscita dai mercati azionari come allocazione dei nostri risparmi. Che cosa ci dice la figura seguente? Ci mostra che a livello globale, e cioè dal punto di vista della specie umana sotto forma di risparmiatori/investitori, la maggioranza dei membri della specie ha esitato fino all’inizio di quest’anno a entrare nei mercati azionari. Anzi, nel passato decennio spesso ne è uscita quando sarebbe stato ancora assai conveniente entrare.

Chart 6: Inflow to equities exceeds combined inflow of past 19 years
Rolling 12m flows to equities (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

BofA GLOBAL RESEARCH

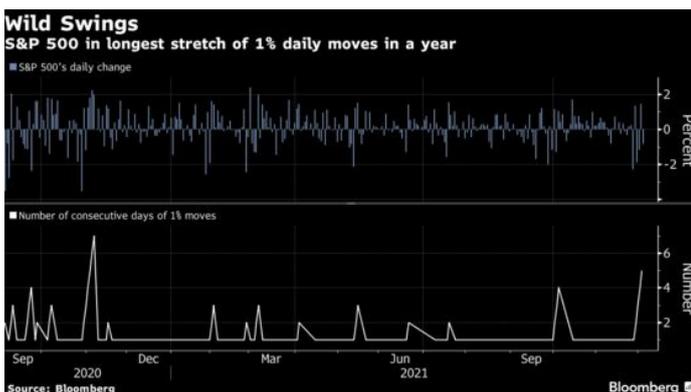
La figura mostra rolling a 12 mesi il flusso di entrata uscita dai mercati azionari. Fonte: Bloomberg modificata.

Ora il rapporto p/u mostra che in media le principali borse mondiali non sono mai state così care, prendendo in considerazione il periodo indicato in figura, e tuttavia circola un clima di grande ottimismo. Prima ci siamo lasciati alle spalle la variante Delta del virus, e le borse europee e statunitensi sono salite circa del 15% dalle peggiori sedute dello scorso maggio ed ora, secondo i sondaggi – come quello recente di Deutsche Bank – 9 investitori su 10 ritengono che la variante omicron sia un evento di modesta importanza di cui ci dimenticheremo presto. Il dato più impressionante è che questa opinione sia così fortemente condivisa che molti investitori investono sui mercati azionari, soprattutto in USA, prendendo il denaro a prestito certi, per così dire, di quello che avverrà in futuro. E non si tratta solo di piccoli investitori o di azzardati speculatori. Persino i fondi pensione come Calpers, che dovrebbe muoversi con i piedi di piombo essendo il fondo pensione dei dipendenti pubblici di uno stato più grande dell'Italia quale è la California, decidono di accrescere gli investimenti prendendo denaro a prestito.

Questa sicurezza sul futuro è in totale contrasto con quanto osserva Carlo Benetti nella sua lettera GAM del 6 dicembre. Benetti ricorda che il premio Nobel Robert Shiller ha ragione quando afferma che sarebbe fantastico “poter conoscere il ruolo preciso della fortuna nel caso dei risultati di successo”. Se lo conoscessimo saremmo più prudenti e meno convinti di saper diagnosticare il futuro come chi gestisce il fondo Calpers. Osserva Benetti che: “la fortuna gioca un ruolo potente nel susseguirsi degli eventi, i molteplici fatti storici o finanziari non si distribuiscono attorno a una linea retta in un immaginario diagramma di dispersione, ogni tentativo di prevedere il futuro prossimo immaginando le possibili evoluzioni delle variabili che conosciamo è inutile”.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia



La figura mostra il numero consecutivo giorni con cambiamenti superiori all'1%, indice di nervosismo. Si possono paragonare i flussi a breve (annuale) e a lungo termine (più che decennale) delle due figure. Fonte: Bloomberg modificata.

Per solito l'apprendimento funziona grazie al fatto che la mente accoppia le azioni fatte con gli esiti di successo o insuccesso. Ben prima degli psicologi, gli economisti - con quello che è considerato il fondatore della loro disciplina, Adam Smith - hanno spiegato il cambiamento e l'apprendimento di comportamenti economici con le nozioni di "incentivi positivi" e "negativi". Intervendo tramite incentivi positivi e negativi, spesso premi e punizioni monetari o di altro tipo, si può influenzare il comportamento delle persone associando un premio o una punizione, non solo guadagni o perdite economiche, a eventi o esperienze. In senso molto lato, la stessa teoria dell'evoluzione di Charles Darwin è un costrutto teorico in cui la sopravvivenza di una specie avviene selezionando gli organismi premiati per la loro capacità di adattarsi meglio ad ambienti in cambiamento.

In tutte queste forme, dalla fondazione teorica dell'economia fino alle capacità di apprendimento di tutti gli animali, si impara sbagliando e progressivamente correggendo gli errori o eliminandoli del tutto. Nel caso della teoria dell'evoluzione di Darwin, semplicisticamente, possiamo dire che tra i varianti di una specie quelli che sono capaci di adattarsi meglio tendono a prevalere. Al contrario quelli che si adattano meno bene si riducono generazione dopo generazione.

Nel nostro campo, invece, la maggioranza della specie umana sembra impermeabile all'apprendimento e continua a ripetere l'errore di accorgersi troppo tardi e di poter presumere di conoscere il futuro. L'equazione consueta: "meno sbagli, più apprendimento" non funziona più. Si sbaglia e si continua imperterriti a sbagliare. Come, quando e perché questo può succedere? E' forse la domanda più rilevante nel campo della psicologia dei risparmiatori/investitori.

In linea generale, possiamo dire che capita perché una specie si è bene adattata a un ambiente rimasto immutato per periodi di tempo lunghissimi. Poi l'ambiente cambia, talvolta rapidamente, come è avvenuto con la rivoluzione industriale. L'uomo deve affrontare nuovi modi di vita senza che l'architettura del cervello abbia avuto il tempo necessario per adattarsi all'ambiente nuovo. Capita così che strategie poco efficienti prodotte dal cervello si ripetano sfociando sempre negli stessi comportamenti: questo è il meccanismo che genera i bias. Il livello di consapevolezza della ripetizione di questi fenomeni può variare: meno consapevolezza dell'errore, più difficoltà nel renderci conto d'aver sbagliato e nel correggerci.

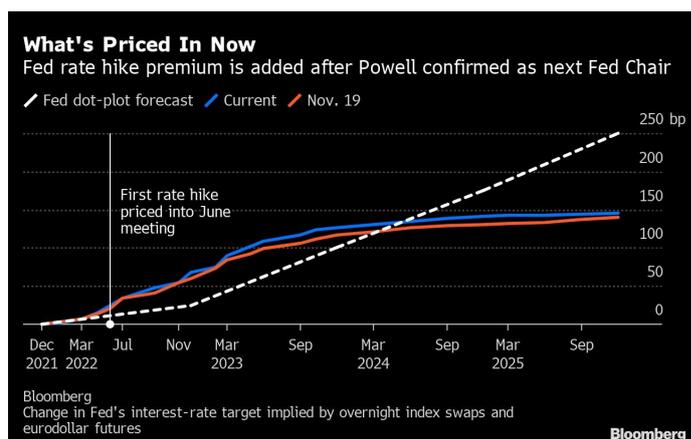
Un esempio di adattamento a forme di vita prevalenti nel passato è dato dall'interpretazione degli oggetti in movimento. Rebecca Saxe, Joshua Tenenbaum e Susan Carey dell'Università di Harvard hanno pubblicato nel 2005 una ricerca intitolata "Secret Agents" (Psychological Science, libero in rete). Il titolo allude ai comportamenti di infanti di 10 e 11 mesi quando vedono apparire un oggetto in movimento nel loro campo visivo. Una serie di eleganti esperimenti mostra che i neonati si comportano come se gli oggetti fossero scagliati da un "agente" che non vedono, fuori scena. Il sistema visivo innato da per scontato che gli oggetti non caschino dall'alto, in caduta libera, ma che siano stati lanciati da una mano invisibile. Questa interpretazione intenzionale incorporata nel cervello è attribuibile al fatto che nel lungo passato della nostra specie dovevamo stare molto attenti a movimenti compiuti da agenti potenzialmente ostili e quindi pericolosi. Questa attenzione ha permeato tutto il sistema visivo nel senso che noi attribuiamo emozioni persino a oggetti geometrici in movimento. In un famoso esperimento, Heider e Simmel (1944, libero in rete) hanno mostrato che le persone descrivono triangoli e cerchietti, grandi e piccoli, in movimento come se queste figure geometriche fossero entità animate che attaccano altre, si proteggono dall'attacco altrui, si vogliono bene, e così via.

L'interpretazione del mondo esterno come ricco di intenzioni ed emozioni attribuita a entità inanimate è stata adattiva ai tempi dei cacciatori raccoglitori. Permetteva infatti di immaginare negli ambienti di vita la presenza nascosta di eventuali nemici o, comunque, esseri viventi con intenzioni forse offensive. Meglio scambiare i movimenti delle foglie provocati dal vento come se fossero causati dalla presenza di un nemico nascosto che non viceversa. Un errore, certo, ma un errore sui tempi lunghi "adattivo". Oggi non più perché ci induce a vedere intenzioni dove in realtà non ci sono: di qui la tendenza al complottismo e le manie di persecuzione. Vediamo agenti dove non ci sono e sovra-interpretiamo il mondo: meno intenzioni e cospirazioni, più realtà dei fatti. Tutto ciò porta a sottovalutare il ruolo del caso o, meglio, come dice Shiller, non ci permette di valutare il peso della fortuna nei casi di successo: la attribuiamo sempre a azioni intenzionali, a quello che si è voluto fare e si è poi fatto. Questo porta a una eccessiva fiducia nelle scelte ed apre a un altro mistero: "Come mai gli esperti, in maggioranza, non riescono a fare in media sui tempi lunghi meglio degli indici che sono il riflesso delle scelte di tutti, esperti e inesperti?". Questo non avviene negli altri campi di applicazione di uno scibile.

Ci sono dunque sbagli inconsapevoli si ripetono sempre perché sono stati selezionati da un lungo passato in cui siamo vissuti da cacciatori raccoglitori. Negli anni Sessanta del secolo scorso, l'inglese Peter Wason e, in seguito, gli israeliani Daniel Kahneman e Amos Tversky scoprirono alcune situazioni in cui le persone sbagliano e poi ci ricascano. Gli studiosi hanno cercato terapie efficaci e salvifiche. Non è facile. Sembra che le persone abbiano queste strategie fuorvianti già pronte e disponibili in testa. Bisogna quindi dis-imparare prima di imparare quella che è la strategia corretta, la soluzione giusta, l'errore insidioso da evitare.

Purtroppo la nostra “natura innata” non ci aiuta. Per esempio, il dolore per una perdita è superiore alla gioia per un guadagno dello stesso valore. Di conseguenza ci accontentiamo di poco pur di evitare il rischio di una perdita maggiore, forse irrimediabile. Un comportamento adattivo in mondi in cui si era costretti a decidere in fretta e in presenza di gravi pericoli. Dannoso invece quando andrebbero valutate le conseguenze delle scelte sui tempi lunghi. Le condizioni di vita sono cambiate rispetto a quelle dei cacciatori raccoglitori: le perdite momentanee, quasi mai con esiti irrimediabili, possono venire, sui tempi lunghi, più che compensate da cospicui guadagni.

Ho già ricordato come Daniel Kahneman, Cass Sunstein e Olivier Sibony abbiano approfondito il tema dell'incoerenza nel tempo, quando cioè si danno giudizi diversi in situazioni identiche (Noise, Little Brown, 2021, trad. t. Rumore, Mondadori, 2021). Gli esempi sono molti: giudici che, in momenti diversi, pronunciano sentenze differenti a fronte di illegalità e di circostanze identiche, medici che operano in modi diversi a fronte di diagnosi del tutto uguali, assicuratori che rimborsano con cifre diverse danni che non differiscono affatto, e così via. Il titolo “Noise”, cioè rumore, si riferisce a giudizi che tecnicamente sono nel contempo “non-accurati” e “non precisi”, in quanto sempre diversi nel tempo. Immaginate un arciere che tira frecce su un bersaglio: se i suoi tiri si distribuiscono a caso rispetto al centro del bersaglio abbiamo “rumore”, cioè tiri che non sono né accurati né precisi. Se invece i tiri non colpiscono il centro ma si collocano in punti diversi sempre alla stessa distanza abbiamo tiri accurati ma non precisi. Se sono raggruppati e compatti, ma non colpiscono il centro abbiamo dei tiri “non accurati ma precisi” in quanto agisce una deviazione sistematica proprio come nei bias. Se infine i tiri colpiscono il centro del bersaglio abbiamo sia accuratezza che precisione. Il termine “noise” viene impiegato da Kahneman e colleghi per indicare l'incoerenza tra giudizi dati successivamente nel tempo. Al contrario i bias corrispondono a giudizi “non accurati ma precisi”, dati cioè con una deviazione sistematica rispetto a quella che sarebbe la risposta corretta (per approfondimenti, Paolo Legrenzi, Perché gestiamo male i nostri risparmi, 2018, Mulino).



A dimostrazione dell'imprevedibilità del futuro si confronti la previsione del livello dei tassi in futuro quando non si sapeva che Powell sarebbe stato confermato con quello che è successo dopo la sua conferma (ho spiegato più volte come funziona il Fed dot-plot che aggrega le stime dei diversi membri della Fed appartenenti alle sedi locali). Fonte: Bloomberg modificata.

Il ritardo nell'entrata nei mercati azionari e l'entusiasmo provato quando ci si accorge del ritardo si può classificare come una tendenza a errori non accurati, perché dispersi nel tempo, e non precisi nel senso che c'è un costante ritardo. Il ruolo di un buon consulente non in conflitto di interesse (e sottolineo questo punto) è, non foss'altro che per solo questo motivo, indispensabile, per evitare cioè che il cliente si faccia del male da solo.

Prof. Paolo Legrenzi

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

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.