

# PREVISIONI E INVESTIMENTI

E' impossibile non fare previsioni, o almeno non cercare di farle, anche se può capitare che per brevi periodi viviamo completamente immersi nel presente. Talvolta è piacevole lasciarsi un po' andare, senza pensare a quello che ci aspetta e senza rievocare il passato. Però, ben presto, quando dobbiamo decidere qualcosa che ha a che fare con il futuro nostro o con quello delle persone a cui vogliamo bene, ma non solo, ci troviamo impegnati a domandarci come sarà quello che ci aspetta e quali potrebbero essere le nostre decisioni e azioni migliori.

La nostra esperienza comune, in tali occasioni, è che è più facile prevedere quello che succede nel futuro immediato, cioè a breve termine, rispetto a quello che succede via via che ci proiettiamo con la mente avanti nel tempo, che ci addentriamo nel futuro: tanto più difficile è la previsione quanto più questo futuro è remoto.

Gli esempi sono innumerevoli e svariati:

- le condizioni meteo e quelle del traffico,
- le prestazioni sportive di campioni e squadre,
- le vicende politiche,
- le quantità di vendite di un bene o servizio,
- la moda,
- le preferenze estetiche, musicali o artistiche,
- il rapporto con noi da parte di amici e conoscenti e di noi con loro,
- e così via...

In tutti questi casi, e in molti altri scenari, il futuro immediato è spesso radicato nelle condizioni del presente e ne è un'estensione.

Al contrario il futuro che si colloca lontano nel tempo è come una nebbia in cui gli eventi sono opachi, confusi, insomma imprevedibili. Il perché è ovvio: via via che ci addentriamo nel futuro facciamo fatica a immaginare gli scenari in cui collocare

le nostre previsioni perché i fattori in gioco sono sempre meno sotto il controllo nostro e sotto il controllo di chi ci circonda: ci si addentra nel regno dell'incertezza. Si passa dal rischio, misurabile con la frequenza di accadimento degli eventi, alle nebbie inquantificabili e sfuggenti dell'incertezza.

Curiosamente e inaspettatamente, le cose non stanno così nel campo finanziario, per lo meno non nel campo delle previsioni dell'andamento dei mercati finanziari. Qui si passa, al contrario, al rischio che tanto più è lontano tanto più è quantificabile.

A brevissimo e breve termine i mercati finanziari possono apparire come un formicaio brulicante di miriadi di attori mossi da aspettative, idee, preferenze e scelte diverse e, soprattutto, con rapidi cambiamenti di opinioni e azioni eseguite con grande rapidità. Ci si muove verso il futuro immediato, poche ore o post-presenti che si susseguono giorno dopo giorno, facendo quella che in matematica viene descritta come una "passeggiata aleatoria" (random walk: questa teoria e terminologia è stata resa famosa nel 1973 da Burton Malkiel con la pubblicazione del best seller "A Random Walk Down Wall Street", nella traduzione italiana, meno felice: "A spasso per Wall Street"). Oggi, a differenza di mezzo secolo fa, si muovono in questa passeggiata molti più attori e la frenesia è aumentata. Questi nuovi attori contribuiscono alla sua aleatorietà: si tratta di attori artificiali, computer che fanno compere e vendite pre-programmate obbedendo a determinate strategie e criteri decisi dall'uomo ma poi effettuati automaticamente in frazioni di secondo.

La domanda cruciale è allora: perché siamo molto inclini a cercare di scorgere quello che ci aspetta tra breve, come andranno tra poco le cose? Perché vorremmo che fosse così anche per quanto riguarda i mercati finanziari?



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

La tendenza a fare previsioni a breve termine dipende dal fatto che i nostri sensi si sono evoluti per notare gli improvvisi cambiamenti che avvengono nell'ambiente intorno a noi. In genere sono questi cambiamenti che per migliaia di anni sono stati quelli più temuti e che hanno richiamato di più la nostra attenzione: i pericoli improvvisi e imprevedibili fino a poco prima. In effetti, nel corso delle nostre giornate, esploriamo e controlliamo continuamente quello che ci circonda, in casa, sul lavoro o quando ci muoviamo nel mondo. Al contrario, non possediamo un sistema mentale in grado di scandagliare quel che succederà in futuri lontani, una sorta di sesto senso proiettato in avanti per metterci in guardia dai rischi presenti in spazi e tempi distanti dal presente. In tutti questi casi, i pericoli non vengono percepiti immediatamente ma devono essere compresi alla luce di dati, ragionamenti e statistiche. Il cervello, dunque, non è stato progettato per cogliere i pericoli non immediati, ma possiede comunque gli strumenti per convincersi della necessità di pensare il futuro più a lungo termine, ma solo se gli vengono fornite le opportune conoscenze e procedure. Questa tendenza spontanea, radicata nel passato che la ha originata, è stata sfruttata dai mass media contemporanei perché permette di costruire un flusso continuo di notizie che richiama continuamente l'attenzione dell'audience, qualsiasi sia il canale di distribuzione usato per catturare l'attenzione. La tendenza è stata ulteriormente accentuata dagli smartphone portatili consultabili continuamente. Ne consegue che quelle che interessano sono le previsioni a breve termine che si accavallano e si susseguono in un flusso continuo sollecitando i nostri sensi, la nostra attenzione, e le nostre emozioni. Questo è particolarmente vero per i mercati finanziari, divenuti globali, che sfornano notizie continuamente, notizia effimera che valgono dal mattino al tramonto. Sforare notizie continuamente, aggiornamenti e previsioni, e correzioni delle notizie precedenti, è diventata un'industria dove lavorano centinaia di migliaia di persone a livello globale. Attenzione però: se sono corrette le analisi delle lezioni precedenti sulla necessità della sottrazione delle scelte in ambienti decisionali caratterizzati da forte incertezza, allora avremo delle conseguenze anche nel campo delle previsioni. Perché dobbiamo fare meno scelte possibili? Perché, in contesti incerti, più scelte si fanno e più facile diventa fare una scelta sbagliata che farne una giusta rispetto all'andamento globale dell'indice, indice che è espressione della sottrazione delle scelte da parte di un individuo che vi si affida e, nel contempo, risultato degli effetti ponderati delle scelte di tutti. Conclusione: meno scelte, meno possibilità di errore. Usando il lessico sintetico dell'ultima lezione, possiamo dire che il passare del tempo sottrae progressivamente incertezza per far emergere gradatamente le regolarità nascoste e profonde.



La Verità svelata dal Tempo eseguita da Giacomo Bernini tra il 1645 e il 1652. Si vede una giovane donna che viene privata dai veli dall'intervento della figura del Tempo (ma purtroppo Bernini non eseguì mai la statua del tempo: oggi sala VIII della Galleria Borghese). L'incompletezza dell'opera la rende una metafora più efficace di come funziona il Tempo sui mercati finanziari: perché sono solo i tempi lunghi quelli che svelano i trend di fondo, i cambi di paradigma, i punti di svolta e di rottura. E i tempi lunghi non appaiono sulle durate brevi e quindi la statua non li mostra: ma sono solo loro che svelano la Verità. Nel nostro caso, fuor di metafora: la fine di un decennio senza inflazione, con i soldi semi-gratuiti, gli acquisti di titoli da parte delle banche centrali, e l'abbondanza di buyback che ha gonfiato le borse. Gli effetti di tutti questi fattori vanno sottratti dalle previsioni a lungo termine per prevedere il risultato finale: quelle a breve termine sono irrilevanti, cioè delle pseudo-previsioni.

Sempre secondo questo paradigma della sottrazione, possiamo parlare di sottrazione di scelte. Come abbiamo appena sottolineato, ci sono ambienti di scelta, e i mercati finanziari sono uno di questi, in cui – almeno sul piano statistico – è più facile sbagliare che fare la scelta giusta. Per essere più precisi, è molto difficile con una singola scelta fare meglio della media di tutte le scelte altrui. Questa non è altro che una versione aggiornata del vecchio paradigma del concorso di bellezza keynesiano: se vincono quelli che si avvicinano di più alla media dei giudizi di tutti, diventa molto difficile che un singolo individuo faccia meglio della media dei giudizi di tutti. E tuttavia, a differenza del classico concorso di bellezza keynesiano, qui abbiamo un aggravante: chi fa bene sottrae dal mercato chi fa meno bene, secondo il ben noto paradigma darwiniano dell'evoluzione. Sono ambienti molto competitivi in cui è difficile adattarsi e restare adattati a lungo così da poter vivere e sopravvivere.

La conseguenza è immediata nel campo delle previsioni. Se così stanno le cose – e i confronti medi tra le prestazioni dei fondi attivi e i corrispondenti passivi lo dimostrano, almeno il più delle volte in mercati efficienti (e non marginali come quelli di frontiera) – allora le previsioni a breve saranno il più delle volte inaffidabili. Diverso è il caso delle previsioni a lungo termine, quelle cioè basate su un cambio di paradigma come quello innescato dalle Banche centrali e dall'inflazione mai così alta da vent'anni, livelli di inflazione da cui non ci si libererà presto (cfr. La Verità svelata dal Tempo di Bernini).

Queste previsioni a lungo termine sono più affidabili perché basate su cambiamenti strutturali, su quelli cioè che a suo tempo abbiamo chiamato "punti di non ritorno".

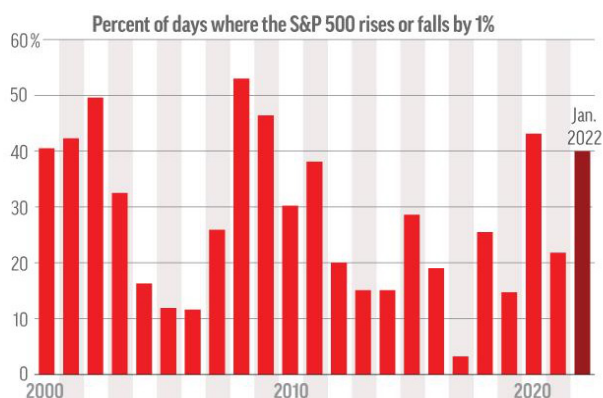
Ecco i fenomeni, e le conseguenti previsioni, più rilevanti per il prossimo decennio:

- inflazione: tornerà l'inflazione che non sarà inferiore in media ad almeno il 3/4%. Dobbiamo quindi tornare a ragionare a prezzi reali e non a prezzi nominali, come ci eravamo abituati nel passato decennio (dove questi due tipi di prezzi tendevano a coincidere dato che i tassi erano tenuti artificialmente bassi dagli acquisti delle Banche centrali);
- buy-back: diminuiranno gli acquisti di azioni proprie perché i prestiti fatti alle aziende per il riacquisto non saranno più a costi zero;
- le previsioni a breve saranno sempre più irrilevanti in mercati, come quello statunitense, che non cresceranno più come nel decennio trascorso con valori reali superiori al 10% (c'era comunque un po' di inflazione) ma è plausibile che non supereranno sulla media del decennio il 4% reale annuo;
- le previsioni a lungo termine saranno basate su un cambio di paradigma ancorato a questi perni: ritorno dell'inflazione, crescita dei valori azionari soprattutto in base agli utili e non ad altri fattori come nel passato decennio, superiorità comunque delle azioni rispetto al reddito fisso che soffrirà per inflazione e aumento dei tassi.

Dobbiamo quindi trarre le conclusioni dal cambiamento di paradigma che apre e caratterizzerà il nuovo decennio e dobbiamo cercare di sottrarre decisamente le previsioni a breve, che sono infondate e possono confonderci le idee, sottrarle dunque da quelle a lungo termine che si appoggiano sul cambio di paradigma e sono quindi più affidabili proprio perché a lungo termine. Non sarà facile adottare e persuadere i clienti di questa nuova strategia perché le previsioni a breve termine hanno saturato e ingombrano tutti i media e risultano ingannevolmente più affidabili perché sono effettivamente tali in tutti gli altri ambiti (vedi sopra). Sarà così difficile adottare una mentalità sottrattiva delle scelte e delle previsioni a breve in un campo specifico che funziona in modo diverso da tutti gli altri. Che le singole previsioni, quelle cioè fatte da un presunto esperto, con un intervallo di qui a un anno o anche meno, siano inutili è dimostrato anche dall'enorme varianza tra le previsioni a un anno degli strateghi delle varie case, tra quelli cioè che sono ottimisti e quelli che sono pessimisti per il 2022. Ancora più ardue sono le previsioni giorno per giorno in un periodo in cui sta salendo la percentuale di giorni con rialzi o ribassi dell'ordine dell'1% o più. Si pensi inoltre che erano impreviste sia le numerosissime giornate del 2021 in cui è stato battuto il record storico precedente sia i forti cali repentini.

La bontà della sottrazione delle scelte, infine, è confermata da una recente ricerca di una celebre casa di asset management statunitense, di origini bostoniane ma ora globale, che mostra che sui tempi molto lunghi i portafogli che sono stati lasciati immutati hanno prestazioni migliori rispetto a quelli che vengono toccati spesso: più previsioni, più decisioni a breve, più scelte, più azioni, meno prestazioni.

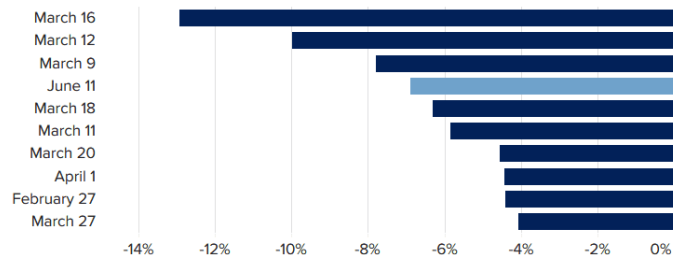
Tutto va nella stessa direzione e, purtroppo, è una direzione molto contro-intuitiva: meno scelte fai, meno errori fai. Non è che fai meno errori perché sei più bravo, ma semplicemente perché fai meno scelte/azioni. In conclusione i nostri risparmi traggono beneficio dal fatto che non ci preoccupiamo di loro: meno preoccupazioni, più prestazioni. Per questo motivo in questo campo i consulenti sono più indispensabili di altri e, paradossalmente, proprio in questo campo più persone pensano di poterne fare a meno. La via per l'educazione finanziaria è preceduta da una purificazione, una sorta di dis-educazione, cioè una sottrazione dei pregiudizi e del senso comune nell'ambito delle scelte finanziarie (cfr. la prossima lezione).



Dopo il 2021 la volatilità sta tornando a salire. Fonte: Bloomberg modificata.

### Largest Dow drops of the year

Dow Jones Industrial Average's 10 largest one-day percentage drops in 2020



SOURCE: FactSet. Data as of market close on 6/11/2020.



I crolli maggiori del 2020 erano imprevedibili e quindi hanno fatto molta più paura e impressione, con maggiore eco sui media. Fonte Bloomberg modificata

Una postilla finale: Bernini, più o meno consapevolmente, sapeva che la sua statua aveva una grande valenza simbolica e la lasciò in eredità perpetua al primogenito della sua famiglia. Il suo monito e invito alla perpetuità vale ancor oggi, inascoltato dai più.

#### 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](http://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.