

LE POSSIBILI SPIEGAZIONI DURANTE I PERIODI DI INCERTEZZA

Nei periodi di incertezza, come nel primo semestre del 2022, i quotidiani specializzati e i siti si riempiono del parere di esperti che cercano di spiegare come stanno le cose. Spiegare è sempre anche un po' tranquillizzare. Spiegare è anche credere di avere gli strumenti per prevedere. E qui le cose si fanno più delicate.

Prendiamo in considerazione la fase attuale dei mercati in gergo chiamata "bear market" perché molti indici, ma non tutti, sono scesi più del 20% dai recenti massimi che erano anche i massimi storici mai raggiunti prima. Proprio il 17 giugno il più importante quotidiano economico finanziario italiano si domandava a p. 3: "Quando questo bear market troverà il fondo?". Per rispondere a tale domanda veniva presentata la seguente tabella con il resoconto storico dei precedenti crolli dello S&P500.

In sintesi:

- 2022/YTD (year to date) discesa -23%. Durata? Oggi non si sa!
- 2020 discesa -35% /inizio febbraio 20 - fine marzo 20/ durata: 2 mesi
- 2019 discesa -20% /inizio settembre 18 - fine dicembre 218/ durata: 3 mesi
- 2011 discesa -51% /inizio maggio 11 - fine ottobre 11/ durata: 8 mesi
- 2008 discesa -57% /inizio settembre 07 - marzo 09/ durata: 18 mesi
- 2000 discesa -50% /inizio marzo 00 – ottobre 02/ durata: 30 mesi
- 1987 discesa -36% /inizio ottobre 87 – ottobre 87/ durata: 1 mese

Questi sono i crolli a cui io ho assistito in vita mia e mi ricordo particolarmente bene quello dell'Ottobre 87 perché ero negli uffici della banca/assicurazione UAP (oggi non esiste più, confluita in AXA). Tutti smisero di lavorare e stettero incollati agli schermi: durò meno di un giorno ma in quel solo giorno l'indice perse più di un quarto del suo valore. Oggi cose così non potrebbero più accadere. Comunque, come dicevo, una tabella di questo tipo rassicura nel senso che da venti anni a questa parte un crollo non è durato mai più di venti mesi. E quanti mesi ci sono voluti per recuperare i massimi raggiunti in precedenza? Partendo dall'alto della tabella: ?, 4, 4, 5, 48, 56, 21. Anche questo dato è tranquillizzante: solo nel 2008 e nel 2000 c'è voluto un periodo relativamente lungo: 48 e 56 mesi, rispettivamente.

Come dicevo, l'esame della storia passata tranquillizza e rassicura per il futuro.

Ma spiega veramente? No. Non spiega veramente per i seguenti motivi:

- sono troppo pochi i casi per fare una statistica rappresentativa
- c'è troppa varianza nei casi: finiamo per mettere insieme cose diverse

Quindi il resoconto storico del passato tranquillizza ma non spiega veramente. Passiamo allora a un altro tipo di spiegazione che possiamo chiamare sistematica perché mostra gli scostamenti di una variabile da una media di lungo periodo. Se consideriamo il rapporto prezzo/utigli: questa è la variabile principe dei mercati finanziari perché ci dice quanti anni dobbiamo aspettare perché un indice azionario restituisca in termini di utili il prezzo pagato per acquistarlo. Qui ci muoviamo su un terreno più affidabile, abbiamo i piedi su un terreno più omogeneo.



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

E il quadro che ne esce è anch'esso tranquillizzante ma in modi diversi. Consideriamo la figura seguente. Essa ci dice che nel corso di questo secolo la media del rapporto prezzo/utigli è stata un po' più di 16: 16 anni di utigli per compensare il prezzo d'acquisto. Attualmente siamo perfettamente in linea con la media del periodo (period average) ventennale. Ma abbiamo l'impressione di essere in crisi perché veniamo da un periodo decennale in cui lo S&P500 era molto caro. Questo dato è tranquillizzante in modo più affidabile rispetto alla tabella storica. Non è un esame di pochi casi: è il dato che emerge da un flusso di dati di lungo periodo.

Nei periodi di crisi, indicati nella tabella che ho sopra riportato, lo S&P500 si compra a buon prezzo e questo spiega il fatto che poi l'indice risale e il rapporto prezzo/utigli ritorna vicino alla media. Dietro a questa tabella sta la più importante, e purtroppo misconosciuta, legge psicologica che regola tutte le variabili temporali: la regressione verso la media. Si tratta purtroppo di una legge non riconosciuta a sufficienza perché ci sembra spiegare poco, e invece spiega molto e si applica ai fenomeni più diversi. Vale per il meteo, vale sul lavoro, e vale più in generale per le vicende della vita: tenete duro, dopo il brutto viene sempre il sereno. E se il sereno svanisce non preoccupatevi: tornerà.

Nei tempi brutti e burrascosi c'è speranza perché si potrà solo risalire se si vuole riguadagnare la media di lungo periodo.



Fonte: Bloomberg

La figura è suddivisa in lustri. Essa ci dice che nel corso di questo secolo la media del rapporto prezzo/utigli è stata un po' più di 16. Attualmente siamo perfettamente in linea con la media del periodo (period average), ma abbiamo l'impressione di essere in crisi perché veniamo da un periodo decennale in cui lo S&P500 era molto caro. Questo dato è tranquillizzante in modo più affidabile. Nei periodi di crisi, indicati nella tabella che ho sopra riportato, lo S&P500 si compra a buon prezzo e questo spiega il fatto che poi l'indice risale e il rapporto prezzo/utigli ritorna vicino alla media. Questa tabella è spiegata dalla più importante e misconosciuta legge psicologica che regola tutte le variabili temporali: la regressione verso la media. Si tratta purtroppo di una legge misconosciuta perché ci sembra spiegare poco, e invece spiega molto e si applica a fenomeni diversi. Vale per il meteo, vale sul lavoro, e vale più in generale per le vicende

della vita: tenete duro, dopo il brutto viene il sereno. Nei tempi brutti e burrascosi c'è speranza perché si può solo risalire se si vuole ritornare verso la media di lungo periodo. Purtroppo noi non funzioniamo così: quando il rapporto prezzo/utigli era alto eravamo contenti perché anche lo S&P500 era alto, e sarebbe stato invece proprio il momento di preoccuparci. Ora che è in linea con la media storica dovremmo essere più tranquilli, e invece è proprio il momento in cui i più si preoccupano perché hanno sofferto un calo. Ecco perché ci vuole un consulente che ci guidi.

Dato che abbiamo ancora un po' di spazio vorrei approfondire il rapporto tra spiegazioni di natura storica e spiegazioni di natura sistematica. E' un rapporto cruciale se vogliamo spiegare gli andamenti dei fenomeni economici e finanziari.

A scuola ci insegnavano che la prima guerra mondiale aveva avuto una causa prossima, la morte di Francesco Ferdinando in visita a Sarajevo, e diverse cause remote. March Bloch, nell'Apologia della storia (1940) cerca di mostrare come si isolano le cause degli eventi passati nel grande e magmatico flusso della storia. Via via che gli psicologi hanno cominciato a svelare la forza e i limiti delle nostre facoltà mentali, gli scienziati politici hanno provato utilizzare questi risultati di fronte alla domanda molto attuale: quali sono le cause delle guerre?

Alla fine dell'anno scorso è mancato Robert Jervis, uno dei grandi della psicologia politica a cui il 15 aprile 2014 era stata conferita la laurea honoris causa dall'Università Ca' Foscari di Venezia per aver mostrato come le sistematiche tendenze erronee del pensiero umano caratterizzano anche le decisioni in politica estera.

Secondo Jervis possiamo cercare di affiancare le spiegazioni sistematiche a quelle storiche. La differenza tra spiegazioni storiche e sistematiche si coglie con un esempio: possiamo dire che una mela era caduta in testa a Newton perché un albero era stato piantato nel cortile del Trinity College di Cambridge. Oppure possiamo dire che la mela gli era caduta in testa in forza della legge di gravità che, così, era stata intuuta per la prima volta da Newton. Entrambe le spiegazioni sono valide. La prima però rintraccia la caduta della mela nella storia del giardino, la seconda ricorre all'applicazione di una legge fisica generale, al di là del contesto specifico. Analogamente la prima guerra mondiale è stata innescata anche da percezioni errate (misperception), così come è successo per l'attacco giapponese a Pearl Harbour o per la sconfitta in Vietnam degli Stati Uniti. I politici americani avevano scambiato per pericoloso espansionismo comunista l'aspirazione vietnamita a liberarsi dall'occupazione straniera, prima francese e poi americana (oggi il Vietnam è tutto fuor che comunista).

Questo vale anche per la guerra recente: Putin e il suo governo, forse sviati dalle reazioni blande all'annessione della Crimea nel 2014 e alla ritirata di Biden dall'Afghanistan nel 2021, hanno sottovalutato la resistenza ucraina e la reazione statunitense. Non è vero che la storia non si ripete, anche se ogni episodio ha le sue specificità secondo la distinzione tra strutture profonde che si ripetono e strutture superficiali che cambiano.

Questo filone di ricerche sulle deviazioni sistematiche dalla razionalità (economica, ma non solo) ha ottenuto il riconoscimento dei premi Nobel a partire da quello più noto conferito a Daniel Kahneman nel 2002. L'ultimo della serie è stato dato nel 2017 Richard Thaler, da sempre professore a Chicago. Nel suo discorso di ringraziamento, Thaler ha ricordato l'ormai lungo elenco di fattori (bias) volti a spiegare le deviazioni da quelle che in teoria sarebbero state le decisioni razionali. Egli ha sottolineato che la lunghezza di questo elenco è una benedizione perché si possono spiegare molti fenomeni ma anche una maledizione perché permette agli studiosi troppi gradi di libertà.

Christopher Blattman, un economista canadese dello sviluppo, ha tenuto presente questo monito nel suo libro appena uscito affrontando la questione: "Perché combattiamo?". Egli ha individuato non più di cinque condizioni necessarie per innescare una guerra e, poi, per giungere alla pace "che non è assenza di conflitto ma l'abilità di maneggiare il conflitto con mezzi pacifici", con le parole di Ronald Reagan ospite nel 1982 del college che lo aveva diplomato mezzo secolo prima. Questi cinque fattori, che qui tradirei descrivendoli sommariamente, possono produrre un conflitto anche quando un compromesso sarebbe più conveniente. Blattman si riferisce ai combattimenti veri e propri, le guerre cruente e cattive come quella che si svolge in Ucraina e non, più in generale, alle "guerre fredde" che innescano competizioni e conseguenti innovazioni soprattutto tecnologiche.

Quasi mai conviene farsi la guerra: organizzazioni violente e con pessima reputazione, per esempio le bande criminali a Chicago o quelle della droga di Medellin, entrambe studiate a fondo da Blattman, evitano il più possibile l'incertezza e i costi del conflitto armato. Nel caso poi di stati sovrani come la Russia e l'Ucraina, la guerra viene rifiutata dai più non solo perché irrazionale. "Una guerra inaccettabile al punto che anche chi l'ha deliberatamente iniziata si rifiuta grottescamente di definirla con quella parola": così Aldo Schiavone in "L'Occidente".

Il conflitto tra la Russia e l'Ucraina, armata quest'ultima soprattutto dagli USA, appare assurdo anche per il rischio estremo che comporta: per la prima volta nella storia entrambi gli avversari potrebbero ricorrere a ordigni nucleari. Ma, sempre sul piano della razionalità, possono solo minacciarne l'uso perché una terza guerra mondiale sarebbe ben diversa dalle prime due. In effetti gli Stati Uniti hanno fornito all'Ucraina con estrema gradualità e ponderazione armi convenzionali sempre più potenti per evitare, da un lato, la conquista da parte dell'aggressore ma, dall'altro, il pericolo di una risposta con armi atomiche tattiche.

Come ha detto Thaler, Blattman mette a punto e cerca di applicare un modello teorico nuovo che, a mio avviso, è più potente delle tradizionali narrazioni sulle cause, remote e prossime, delle guerre. Si tratta di una questione grave di fronte al primo vero conflitto combattuto in Europa dopo la seconda guerra mondiale, esito dell'azione congiunta di errori di calcolo e delle altre nefaste condizioni analizzate da Blattman.

La stessa differenza tra spiegazioni storiche e sistematiche vale anche nel caso dei

fenomeni dell'economia e della finanza e del loro succedersi nel tempo: le spiegazioni sistematiche, come quella basata sul ritorno verso la media del rapporto prezzo-utili, sono più potenti della semplice descrizione storica dei casi del passato.

Vedete che il problema del tipo di spiegazione preferita vale in molti ambiti: non solo in campo economico finanziario ma, purtroppo, anche in casi molto più drammatici e dolorosi. Ancora una volta un consulente preparato e non in conflitto di interessi è indispensabile perché la nostra mente non è attrezzata per investire razionalmente i nostri risparmi. Questo lo si vede anche quando i mezzi di comunicazione di massa cercano di spiegare le cose. Le narrazioni piacciono ma le spiegazioni sistematiche sono preferibili perché sono più potenti e, in fin dei conti, più rassicuranti.

Fonte: Christopher Blattman, Why We Fight. The Roots of War and the Paths to Peace, Wiking, Dublino, pp. 388, \$ 32.

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.gaminvestments.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.