

# SOLO IL PRESENTE È SORPRENDENTE, MA PER SAPERLO CI VUOLE UN CONSULENTE

Alla fine di giugno 2022 gli investitori europei hanno aspettative molto diverse in relazione a quello che succederà di qui alla fine dell'anno sulle borse del continente. Una leggera maggioranza pensa che avremo un incremento dell'indice dal 5% al 10%. Il loro numero è quasi equivalente alla somma delle percentuali di chi si aspetta che l'indice calerà del 5% o del 10%. Insomma pessimisti e ottimisti più o meno si equivalgono (per i dettagli, cfr. <https://biz.crastr.net/bofa-to-ubs-watch-european-stocks-rally-after-tough-first-half/>).

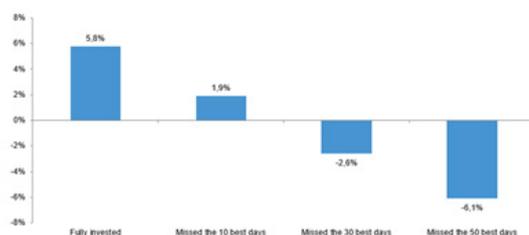
Ovviamente, a fine anno, avremo chi sarà sorpreso positivamente e chi lo sarà negativamente.

In realtà solo il presente è veramente sorprendente. Il passato può non essere andato come ci aspettavamo, ma ormai è acqua passata e non ci può più sorprendere: quel che è capitato può solo addolorarci o renderci contenti. Ciò che in realtà ci sorprende è il confronto del presente con quello che in passato ci aspettavamo sarebbe successo. Il futuro invece è incerto e potrà rivelarsi sorprendente solo quando diventerà presente, proprio come avverrà con le borse europee alla fine dell'anno.

Abbiamo visto che sui tempi brevi il futuro è molto incerto secondo la sequenza temporale:

**Incertezza ≈ > rischio ≈ > certezza ≈ > assicurazione**

Molti investitori però non accettano questa incertezza e pensano di poter entrare e uscire dai mercati sfruttando gli alti e i bassi del momento. In realtà per i più conviene in media stare sempre investiti, come ci ha più volte ricordato Carlo Benetti presentando la figura seguente.



Basta perdere i 10 giorni migliori dell'anno sullo S&P 500 che il rendimento reale medio annuo degli ultimi venti anni scende dal 5,8% al 1,9%. Se poi si perdono i trenta giorni migliori di un anno lo S&P 500 va in perdita. Fonte: Bloomberg modificata.

Un ragionamento analogo lo si può fare per i periodi "orso", quando il mercato scende e ci mette un determinato intervallo di tempo per recuperare quanto ha perso. In questo secolo il primo calo è stato quello del 2000-2004 quando ci sono voluti 1165 giorni per recuperare una perdita del 51%. All'opposto la discesa provocata dallo scoppio della pandemia è stata del 35%, ma il recupero è stato veloce: solo 103 giorni. Il calo provocato dai timori per gli effetti dell'inflazione dello S&P 500 è stato a fine giugno di più del 20% e non sappiamo né se peggiorerà né quanto ci vorrà per recuperare. Dobbiamo però tenere presente che il mercato partiva da livelli molto alti e che, attualmente, è in linea con la media storica del rapporto p/u (che è circa 16). Quindi la lunghezza dell'intervallo in perdita dipenderà anche dagli utili futuri e dalla persistenza dell'inflazione con le conseguenti scelte delle banche centrali.



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

**Bear History**

Covid selloff is the only recent bear market with a fast recovery



Il calo dello S&P 500 del 2000-2004 ha richiesto 1165 giorni per recuperare le perdite del 51%. All'opposto la discesa provocata dallo scoppio della pandemia è stata del 35%, ma il recupero è stato veloce: solo 103 giorni. Il calo da inflazione dello S&P 500 è stato a fine giugno di più del 20 % e non sappiamo quanto ci vorrà per recuperare. Fonte: Bloomberg modificata.

Il confronto tra queste due figure mostra che quanto più è ristretto il presente in cui viviamo, tante più sorprese positive e negative subiamo. Se viceversa traguardiamo il mercato su una prospettiva di dieci anni, allora nulla è veramente sorprendente. Il passato si ripete: abbiamo una continua crescita intervallata da discese che non richiedono mai più di tre anni per il recupero.

Quindi c'è un rapporto tra quantità di sorprese, positive e negative, e intervalli temporali con cui esaminiamo l'andamento del mercato.

Tutto dipende dal punto in cui ci collochiamo per esaminare le cose. La prospettiva in cui ci collochiamo determina anche il punto in cui ci troviamo nel segmento già considerato:

**Incertezza ≈ ≈ > rischio ≈ ≈ > certezza ≈ ≈ > assicurazione**

Un buon consulente sposta progressivamente il cliente quanto più a destra possibile del segmento per portarlo nella fase che chiamiamo assicurazione. In questo regno della tranquillità il cliente non avrà più sorprese negative perché i cali saranno sempre più che compensati dagli incrementi precedenti.

Considerate un risparmiatore che ha investito nello S&P 500 esattamente dieci anni fa, nel giugno del 2012. Nel giugno del 2020 e del 2022 ha cumulato tali incrementi che ha raggiunto definitivamente quella che chiamo zona "assicurazione" nel senso che, se di qui a fine 2022 lo S&P calasse di un altro 20%, sarebbe comunque sempre in zona di considerevoli guadagni rispetto a un decennio fa. In altre parole questo investitore, se bene guidato da un consulente, vede il mercato non giorno per giorno ma attraverso la lente di una media mobile quinquennale. Questo investitore non avrà più sorprese veramente negative. Piuttosto sorprese, eventualmente, per così dire, "meno positive" perché verranno temporaneamente intaccati, ma non eliminati, i guadagni cumulati nel passato.

Il tema della sorpresa è molto attuale nelle scienze cognitive in generale perché costituisce l'ombrello teorico in cui confluiscono le varie tradizioni, anche quella psicoanalitica che in passato aveva fatto storia a se stante.

A questo proposito vi voglio raccontare la storia di Freud e dei suoi seguaci odierni, gli psicoanalisti contemporanei, mettendola in relazione con i temi che qui ci interessano.

Freud, alla fine dell'Ottocento, cercò di percorrere la via aperta nel 1861 dal neurologo francese Paul Broca collegando patologie del linguaggio e lesioni cerebrali. I contributi di Freud riguardarono anche i disturbi della percezione (le agnosie, termine da lui inventato). Freud supponeva che a ogni capacità mentale corrispondessero strutture cerebrali specializzate e indipendenti tra loro. Tale approccio è descritto in un suo libro del 1895 che venne pubblicato postumo con il titolo, nella traduzione italiana, di Progetto per una psicologia. Quando Freud si mise a curare le persone si accorse che non riusciva a ricondurre le varie forme di disadattamento dei pazienti a lesioni del cervello. Cambiò radicalmente strada e inventò la psicoanalisi, una cura che si serve dell'analisi del contenuto delle storie raccontate al terapeuta. Freud continuava a pensarsi come uno scienziato sebbene i trattamenti psicoanalitici non si possano studiare mediante trial clinici randomizzati, e cioè tramite il confronto delle prestazioni di due o più gruppi di persone partecipanti a un esperimento in cui si controlla l'influenza di una variabile nel determinare i comportamenti dei diversi gruppi. Ecco perché ciò che avviene all'interno dei triangoli formati da terapeuti, pazienti e terapie rimane misterioso e non si arriva a capire come e perché una data cura sia risultata efficace. Sappiamo molto di più di quel che avviene all'interno del triangolo che ha ai suoi vertici il consulente, il cliente e il portafoglio grazie agli sviluppi della finanza comportamentale e della psicologia economica.

Il secolo trascorso dopo Freud ha dimostrato che il nodo metodologico cruciale non è consistito tanto nello studio delle (in)capacità mentali prescindendo dai meccanismi del cervello, ma nell'impossibilità di tradurre un problema in quesiti sperimentali. In effetti la psicologia nella prima metà del secolo scorso ha fatto grandi progressi semplicemente mettendo in relazione gli stimoli dell'ambiente con le risposte fornite da un organismo, prescindendo così dal funzionamento interno di quest'ultimo. Per esempio, le tecniche di condizionamento introdotte da Pavlov sono talmente potenti e versatili che ancor oggi, modificate, vengono utilizzate dalle macchine per il cosiddetto "machine learning". Si tratta dell'apprendimento di categorie da parte di sistemi artificiali nutriti con miriadi di esempi positivi e negativi di quelle stesse categorie. Quasi per miracolo la quantità diventa qualità: i computer, se alimentati con incredibili quantità di casi, producono capacità a loro volta incredibili. Per esempio, imparano le regole per dialogare con una persona al punto che quest'ultima riesce con difficoltà a capire se ha a che fare con un interlocutore artificiale o con un altro essere umano, e riescono a superare la nostra specie in molti altri tipi di prestazioni mentali. Per esempio i computer possono venire addestrati tramite sistemi automatici di trading e possono sostituire gli operatori umani.

Al contrario, nel caso delle psicoterapie, abbiamo troppe variabili intrecciate: lo psicoterapeuta, la sua personalità e le sue capacità, il carattere e le motivazioni del paziente, natura e gravità della malattia, modello di trattamento, durata e frequenza delle sedute, nonché il contesto sociale più ampio nel quale si collocano i processi di (dis)adattamento.

Oggi si adotta un approccio diverso per ricondurre le terapie psicologiche al quadro teorico prevalente nelle scienze cognitive. In primo luogo ci si rifà all'impostazione originaria di Hermann von Helmholtz (1821-1894). Il fisico e fisiologo tedesco, ben prima di Freud, aveva concepito le capacità mentali come l'esito di processi di giudizio che non affiorano alla coscienza e che possono emergere solo grazie ad esperimenti. E' per questo motivo che i bias della finanza comportamentale sono emersi e sono stati studiati soltanto in tempi relativamente recenti. Si tratta di distorsioni emotive e cognitive sistematiche di cui non siamo consapevoli e di cui ci accorgiamo solo con l'aiuto di un buon consulente. Ma è altrettanto importante una seconda ipotesi teorica che risale al lavoro di Thomas Bayes (1702-1761), un presbiteriano scozzese che inventò quello che è oggi noto come il teorema di Bayes. Si tratta di una formula che permette di calcolare come dovremmo correggere le nostre ipotesi probabilistiche su eventi di cui non siamo certi. La correzione è possibile via via che veniamo a sapere nuovi dati che ci permettono di ridurre la nostra incertezza. Se però le correzioni sono troppo frequenti, abbiamo quegli stati d'animo vulnerabili, impauriti e mutevoli che ci inducono a fare quelle scelte frequenti e errate di cui abbiamo parlato più volte.

Questa interpretazione riconduce la psicoterapia freudiana e anche la consulenza finanziaria nel grande alveo delle scienze cognitive. Si tratta sempre di eliminare le sorprese negative con un processo di formazione per cui i tempi della nostra vita sono coerenti con durate temporali che ci permettano di giungere nel cuscinetto sicuro dall'assicurazione e di restarci. A quel punto diventa facile non aver più paura di nulla.

Ho scritto un libro riprendendo la famosa e abusata citazione di Ludwig Mies van der Rohe (Aquisgrana, 1886 – Chicago, 1969, architetto e designer): "less is more", "meno diventa più". Ma nel caso delle scelte per gli investimenti dei risparmi sarebbe più appropriato dire: "more with less": "più con meno". Più prestazioni con meno scelte, come capita quando si sta sempre investiti e come mostra la figura precedente.

#### **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.