

# ASPETTATIVE E ADATTAMENTO: MERCATI, INFLAZIONE, VOLATILITÀ.

Dopo un dodicennio favoloso per le borse, soprattutto quelle statunitensi, bastano poche notizie negative per cambiare il clima. Come mai? Come mai ci si dimentica dell'effetto cumulato del dodicennio e si bada soltanto alle notizie recenti, soprattutto quelle negative? E come mai queste sembrano spesso tanto negative? La risposta sta nella teoria dell'adattamento e, più in generale, nel funzionamento della nostra mente che gli psicologi spiegano ispirandosi alle teorie di Darwin.

Per più di un secolo quell'ambito della psicologia classica che è stato chiamato psicofisica si è occupato dei rapporti tra la grandezza di uno stimolo che colpiva un organismo e la grandezza della sensazione provocata da questo stimolo. A partire dagli anni 60 del secolo scorso la teoria del livello di adattamento di Helson corresse questo assunto semplicistico dimostrando che il giudizio individuale è in funzione dell'esperienza precedente.

Qui sta l'origine della risposta ai quesiti con cui abbiamo aperto questa lezione.

Gli individui si adattano a qualunque sia la loro situazione del momento, quindi tutti tendono a vedere il loro attuale status quo come normale o, per lo meno, come il sistema di riferimento. Se veniamo da più di un decennio che è stato così favoloso e munifico, abbiamo "tarato" il nostro livello di aspettativa su questo lungo e benefico passato: di sicuro lo hanno fatto coloro che ne hanno saggiamente approfittato!

La teoria adattativa in economia e finanza si basa sul lavoro di Helson in psicologia. La teoria sui livelli di adattamento di Helson suggerisce che le decisioni, non solo quelle economiche, non si basano solo sul presente ma anche sulle aspettative per il futuro e che queste, a loro volta, si basano sulle esperienze passate.

La teoria delle aspettative adattive suggerisce che il comportamento degli investitori avrà come riferimento quella parte del passato che hanno memorizzato e che proietteranno sulla base di questo le aspettative per il futuro. Ecco l'origine di delusioni ingiustificate: se il passato, come nel nostro caso, è stato molto buono per molto tempo, una notizia cattiva o un andamento non così brillante, anche se di breve durata, verrà categorizzato come una notizia pessima e la paura che ne consegue sarà più grande del dovuto. Invece di gioire di un passato eccezionale, ci rammarichiamo perché i trend che ci siamo lasciati alle spalle si sono interrotti.

La morale, direbbe Kahneman, che noi siamo sensibili alle variazioni e non ai valori assoluti.

In biologia, la teoria adattativa si collega alla nozione di selezione naturale, un componente principale della teoria dell'evoluzione. La selezione naturale afferma che, data una serie di tratti all'interno di una specie, quei tratti che aiutano un individuo a sopravvivere e procreare diventeranno preponderanti. L'esempio classico è quello della falena pepata, per la quale la percentuale di falene chiare e scure nella popolazione si è adattata per aiutare la falena a rimanere mimetizzata mentre l'inquinamento industriale oscurava il suo ambiente. Un altro esempio comune sono i modelli di sonno, che si ritiene siano adattati alla necessità di rimanere vigili per possibili predatori. La teoria darwinista afferma che la selezione naturale è il mezzo principale con cui una specie si adatta agli ambienti in cambiamento e, talvolta, evolve in una specie diversa: colui che meglio si adatta, e non colui che è più forte, l'organismo cioè meno vulnerabile ai cambiamenti, è quello che più probabilmente sopravviverà.

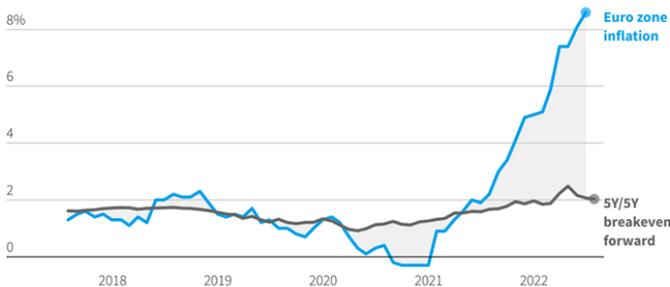


**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

Un caso interessante di applicazione della teoria di Helson è la crescita improvvisa dell'inflazione dopo che ci eravamo adattati a un'inflazione quasi del tutto assente, scomparsa definitivamente per tutti coloro privi di un orizzonte temporale lungo come il mio, quello di un ottuagenario. Nella figura seguente si vede chiaramente che in passato, per lungo tempo, le aspettative del mercato a lungo termine coincidevano con l'inflazione effettiva. Ora, dopo un balzo eccezionale e un ritorno ai livelli degli anni ottanta, il mercato continua a credere che si tratti di un fenomeno eccezionale e transeunte e quindi si aspetta che su un arco di 5 anni l'inflazione torni al 2%. Speriamo, ma non sappiamo se ciò sarà vero anche se implicito nelle aspettative dei mercati.

### Inflation at record highs but market expectations ebb

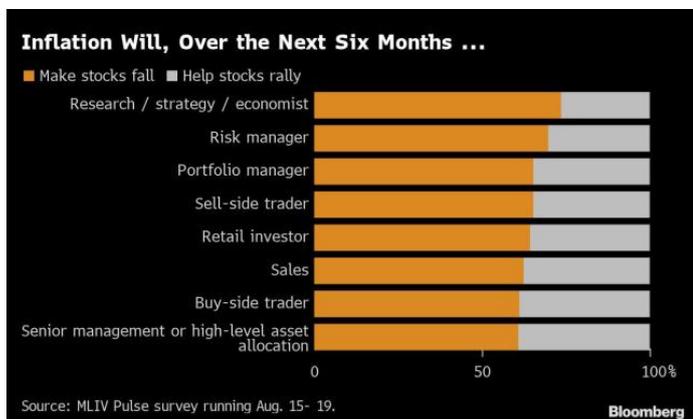
Euro zone inflation vs. long-term market expectations



Source: Refinitiv Datastream

La figura mostra che fino al 2021 le aspettative del mercato a lungo termine coincidevano con l'inflazione effettiva. Ora, dopo un balzo eccezionale e un ritorno ai livelli degli anni ottanta, il mercato continua a credere che sia un fenomeno eccezionale e transeunte e quindi si aspetta che su un arco di 5 anni l'inflazione torni al 2%. Fonte: Bloomberg modificata.

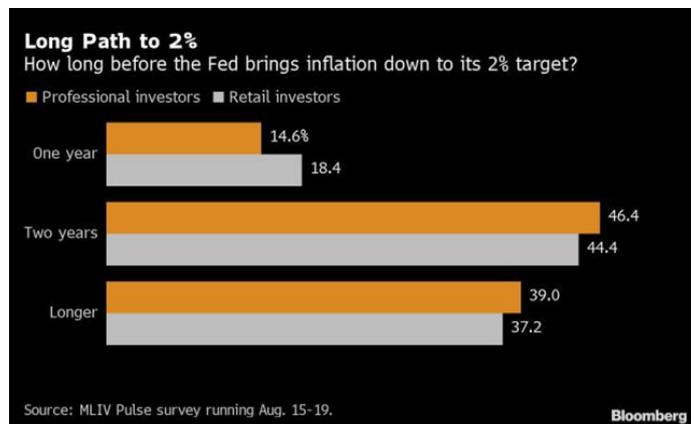
La teoria dell'adattamento trova conferma nel fatto che persone con esperienze e studi diversi forniscono stime diverse per la durata degli archi temporali necessari per il processo di adattamento: chi pensa che l'inflazione rientrerà presto è anche meno pessimista sui suoi effetti sui mercati azionari.



Source: MLIV Pulse survey running Aug. 15- 19.

Quale sarà l'effetto dell'inflazione nei prossimi sei mesi sull'andamento del mercato? Le previsioni a metà agosto 2022 dipendono anche dalla preparazione e dal profilo professionale di chi fornisce la valutazione. Ancora una volta è importante avere una prospettiva temporale lunga. Fonte: Bloomberg modificata.

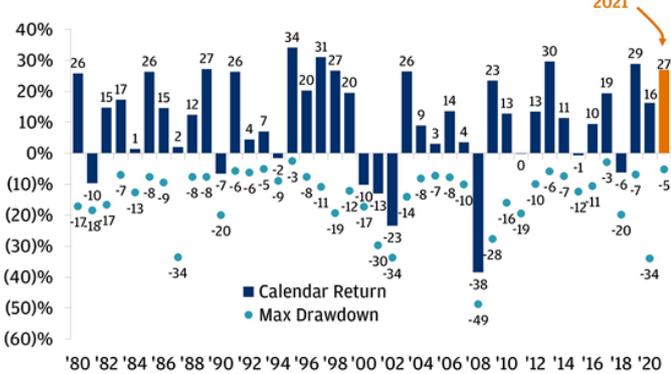
Anche nella valutazione della quantità di tempo necessaria per riportare l'inflazione al 2% abbiamo una differenza a seconda del profilo degli investitori.



Nella valutazione della quantità di tempo necessaria per riportare l'inflazione al 2% abbiamo una differenza a seconda del profilo degli investitori. La maggioranza ritiene che ci vorranno almeno due anni se non di più. Fonte: Bloomberg modificata.

La teoria dell'adattamento di un organismo alle condizioni in cui vive spiega anche come mai sui tempi lunghi ci adattiamo ai cambiamenti. L'adattamento implica spesso che un dato evento subisce un contraccolpo da un mutamento repentino dell'ambiente in cui vive ma poi, col passare del tempo, l'andamento evidenzia una regressione verso la media. La legge della regressione verso la media è contro-intuitiva perché noi tendiamo a privilegiare le cause sulle correlazioni, come ho già mostrato più volte. Essa infatti è stata scoperta da Francis Galton soltanto nel 1886 quando pubblicò l'articolo "Regression toward mediocrity in hereditary stature". E tuttavia, nel campo degli eventi finanziari, è una legge fondamentale nel senso che sui tempi lunghi si torna sempre verso quella che è appunto la media sui tempi lunghi. Per esempio, ai momenti di estrema volatilità dei mercati subentra poi la calma e non dobbiamo farci sviare dai nostri progetti di investimento perché le oscillazioni rispetto a una media sono la normalità e non l'eccezione. La legge però è al contempo troppo potente e semplice: le persone tendono a cercare cause per giustificare gli andamenti caratterizzati da regressioni verso la media. Questa ricerca di potenziali cause può essere fuorviante e condurre a fraintendimenti. Per esempio si cercano ogni volta "cause" diverse per la volatilità dei mercati in un dato momento.

**VOLATILITY IS NORMAL – DON'T LET IT DERAILED YOUR PLANS**  
 S&P 500 intra-year declines (max drawdowns) and calendar year returns (%)

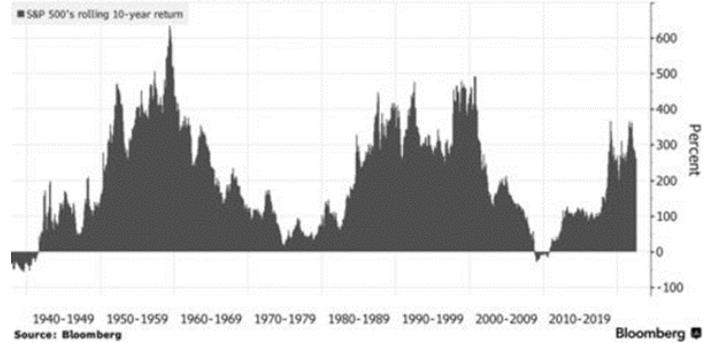


Sources: FactSet, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management - Guide to the Markets. Data is as of December 31, 2021. Analysis is based on the J.P. Morgan Guide to the Markets - Principles for Successful Long-term Investing.

La figura mostra che la volatilità è normale. Ecco rappresentati i massimi drawdown nel corso degli ultimi quarant'anni e poi la regressione verso la media: dopo la tempesta torna il bel tempo. E soprattutto, le tempeste non durano a lungo. Fonte: Bloomberg modificata.

La regressione verso la media e il non farsi emozionare dai momenti di volatilità eccezionale spiega anche perché la strategia di comprare e poi tenersi i titoli sia una buona strategia a patto che il portafoglio sia diversificato: per esempio composto dai più rilevanti 500 titoli statunitensi come nell'indice S&P500.

**Buy and Hold**  
 Owning stocks for 10 years rarely loses money



Molto improbabile che se tenete lo S&P500 per almeno dieci anni vi ritroviate in perdita. Fonte: Bloomberg modificata.

Ancora una volta la morale è che è meglio essere consigliati da un consulente preparato e non in conflitto di interessi perché sia il meccanismo della correlazione, alla base di una diversificazione non "ingenua", che la regressione verso la media sono due meccanismi non intuitivi. Difficile comprenderli, e non solo in ambito economico e finanziario. Certo, in linea teorica, si può anche studiare e capire. Ma la stragrande maggioranza delle persone non lo fa, ed è quindi bene essere seguiti da un consulente esperto e onesto.

**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.