

# DAL CONSULENTE AL CLIENTE: LA PROSPETTIVA “SALITE-PAUSE-SALITE”

Scrivono Carlo Benetti sull'incertezza, nel suo “L'Alpha e il Beta” del 7 novembre - data peraltro che coincide con la Rivoluzione d'Ottobre di più di un secolo fa, testimonianza oggi della forza delle varie forme assunte dal capitalismo, persino quando è di Stato: un'apparente contraddizione in termini ma, ancora una volta, segno della difficoltà di trovare forme di vita economica radicalmente diverse.

Benetti ricorda le parole dell'ex governatore della Banca d'Inghilterra:

L'incertezza si è fatta radicale, scrive Mervin King nel suo “La fine dell'alchimia”: “in un mondo di incertezza radicale non vi è modo di indentificare le probabilità degli eventi futuri né un sistema di equazioni che descriva il tentativo degli individui di far fronte a quell'incertezza, senza tenere necessariamente comportamenti ottimizzanti. ... In quest'ultimo caso la relazione economica tra moneta, reddito, risparmio e tassi d'interesse è imprevedibile, pur essendo il frutto dei tentativi di individui razionali di destreggiarsi in un contesto incerto”.

La storia dell'incertezza è partita dalla filosofia per poi approdare all'economia e, infine, alla psicologia secondo l'affascinante resoconto di Benetti rispetto al quale questa lezione è una sorta di contro-canto o, meglio, di accompagnamento e integrazione.

La storia inizia quattro secoli fa, all'inizio dell'era moderna quando le vecchie certezze millenarie cominciarono a vacillare. Allora il filosofo Cartesio si domandò: “Di che cosa sono sicuro?”. La risposta che si diede è che siamo sicuri di essere capaci di pensare perché senza questa capacità non avrebbe potuto nemmeno porsi quella domanda iniziale eretta poi a fondamento di tutto il suo sistema filosofico.

Anche se non siamo filosofi, non c'è dubbio che lo stesso senso comune può considerare questo come un pilastro della nostra certezza di esistere e di stare al mondo. Oggi però, all'inizio di un nuovo millennio in un'epoca che è stata chiamata “post-moderna”, quello che abbiamo imparato sul funzionamento del cervello della nostra specie (e delle capacità mentali prodotte dal cervello) ci pone di fronte a un'altra domanda: “Siamo sicuri di saper pensare bene?”. Questa è una domanda molto più spinosa.

Nell'antichità classica si era più dubbiosi non tanto sul pensiero quanto sulla capacità dei sensi di restituirci la realtà: le illusioni sul mondo si riteneva derivassero da illusioni dei sensi. Oggi il rapporto si è ribaltato: i guai non cominciano tanto quando raccogliamo informazioni sul mondo tramite gli organi sensoriali. I guai cominciano quando ci mettiamo a recuperare queste informazioni dalla memoria per potervi riflettere. Siccome non siamo consapevoli di queste operazioni di recupero e di elaborazione delle informazioni, può capitare che finiamo per ingannare noi stessi. E il primo inganno, ed anche il più pericoloso, riguarda proprio la stima di quanto ci sentiamo certi delle nostre opinioni, valutazioni e giudizi. In campo finanziario, e non solo.

Prima dell'invasione dell'Ucraina i più commentavano con scetticismo sui media europei i continui avvertimenti dei servizi segreti statunitensi: la Russia ammassa le sue truppe ai confini dell'Ucraina perché sta preparandosi a invaderla. Probabilmente i servizi segreti americani avevano delle fonti che solo a loro erano disponibili. Fatto sta che l'incredulità precedente, poi smentita dai fatti, è all'origine della sorpresa e, poi, della paura perché molti si sono resi conto che le loro certezze si erano sgretolate. Lo stesso è avvenuto con le stime della futura inflazione, per lungo tempo sotto-stimate quasi da tutti.



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

Un buon esercizio, allora, consiste nel provare a mettere alla prova le nostre certezze o, meglio, quelle che reputiamo tali. Quasi sempre le certezze su cui fondiamo la nostra vita quotidiana non sono delle verità assolute ma sono delle opinioni a cui attribuiamo un certo grado di probabilità o di incertezza. Per esempio, sappiamo che la guerra in Ucraina prima o poi finirà perché le guerre sono dure da sopportare per i belligeranti e non solo. Quindi, prima o poi, finiscono. Ma quando? Quasi di sicuro tra tre anni, meno tra due anni e, poi, tornando indietro dal futuro diventa sempre più improbabile che la guerra finisca presto. Pressoché impossibile che finisca domani. In questo caso via via che andiamo verso il futuro la fine della guerra diventa sempre più probabile, ma non sappiamo mai per certo il momento esatto fin che non è accaduto o sta per accadere.

Questo approccio probabilistico caratterizza il nostro rapporto con il mondo, con quello che ci capita nel corso della vita. Di qui l'importanza del cosiddetto teorema di Bayes, dal nome dello studioso che lo mise a punto circa tre secoli fa, all'inizio del Settecento. Il teorema di Bayes è una sorta di procedura statistica che ci dice di quanto dobbiamo ridurre la nostra incertezza via via che risultino disponibili nuove informazioni. Nel mondo della finanza le cose funzionano così: via via che ci arrivano i dati sull'inflazione abbassiamo le aspettative di un rapido incremento. Ci abituiamo un po' alla volta alle notizie che arrivano dai mercati: prima stupiscono assai e poi, via via, molto meno. Questione di tempo e di adattamento.

Immaginiamo di avere un'urna in cui sono state messe delle palline nere e rosse con una proporzione a noi sconosciuta. Via via che, una alla volta, togliamo le palline dall'urna e non le rimettiamo dentro, ci facciamo un'idea sempre più precisa di quante palline rosse e di quante palline nere c'erano dentro. Alla fine, estratta l'ultima pallina e vuotata l'urna, lo sappiamo con certezza. Ma, fino a quel momento, potevamo solo ridurre l'incertezza via via che passava il tempo e venivano estratte sempre più palline. Per questo in finanza e nella gestione di risparmi la virtù principale è la pazienza: col il passare del tempo si avvicina e poi arriva la certezza.

Questo paradigma, almeno secondo molti scienziati cognitivi e psicologi evolutivisti, ci offre un quadro di come le persone si muovono nel mondo: non abbiamo mai certezze ma, via via che agiamo e ci informiamo, le nostre incertezze diminuiscono.

Si pone allora un problema cruciale, quello della stima delle nostre certezze/incertezze o, meglio, della capacità di avere delle incertezze che siano proporzionate alle nostre conoscenze sul mondo. Il calibro con cui misuriamo le nostre certezze è preciso oppure è come una bilancia che non è tarata bene? E, se la bilancia non è tarata bene, tende a sbagliare sempre in una direzione oppure sbaglia a casaccio? Sono domande importanti se è vero, come è vero, che il nostro rapporto con il mondo è basato su giudizi probabilistici anche quando non ce ne rendiamo ben conto. Quasi sempre, in economia e finanza, non abbiamo risposte esatte, se non relative al passato, ma quelle importano poco.

Quando non sappiamo la risposta esatta ad una domanda, possiamo misurare la nostra incertezza mediante quello che tecnicamente si chiama "intervallo di confidenza". In parole povere, per esempio, non vi si domanda la lunghezza esatta del fiume Po (km 652) nel caso in cui non sappiate con precisione quanto è lungo. Vi si domanda invece di indicare due valori, uno minimo e l'altro massimo (ad esempio 600-700) in cui credete che caschi la risposta esatta. Lo credete con quanta sicurezza? Dipende da quanta incertezza volete eliminare. Posso chiedervi di darmi un intervallo all'interno del quale siete sicuri al 90% che caschi la risposta esatta.

Si tratta di un meccanismo che funziona in generale, non solo in relazione alle variabili economiche e finanziarie del futuro.

Per esempio, provate con un intervallo di fiducia del 90% a rispondere a queste domande.

1. Quanto lungo è (in giorni) il periodo di gestazione dell'elefante asiatico?
2. Quanto profondo è (in metri) il punto più profondo dell'Oceano Pacifico?
3. Età di Martin Luther King quando è morto?
4. Quanto alto è il Monte Bianco?
5. Numero di libri nel Vecchio Testamento?
6. Anno di nascita di W.A. Mozart?
7. Quanto lungo è il Mississippi?
8. Quando si è tenuto il Concilio di Nicea
9. Anno in cui si è svolto il Concilio Vaticano II?
10. Quale è il diametro in centimetri di una buca da golf?

Qui sopra avete un elenco di dieci domande. Provate a scrivere per ciascuna domanda due valori, uno minimo ed uno massimo. Si tratta, per così dire, di calibrare il grado di incertezza nei casi in cui non si conosce la risposta esatta. Però siamo in grado di fare una stima con una certa approssimazione nel senso che si pensa che la risposta corretta caschi dentro un certo intervallo. Nell'elenco sopra riportato potete rispondere con intervalli più o meno ampi. Se vi si chiede una certezza del 90% dovete fare un intervallo abbastanza largo perché dovete essere quasi sicuri, sicuri cioè al 90%, che la risposta esatta caschi in quell'intervallo.

Risposte esatte: 1) 645 giorni; 2) 9165m; 3) 39 anni; 4) 4.810 metri; 5) 39 libri; 6) 1756; 7) 3779 km; 8) 325 d.C.; 9) 1962; 10) 11,41 cm.

Si tratta di dieci domande: se vi fosse stata chiesto di stimare una sicurezza soggettiva del 50%, sareste stati autorizzati a sbagliare metà delle volte. Con una del 90%, invece, gli intervalli che potete fare sono più ampi, anzi devono essere più ampi. In effetti la risposta esatta può cascare fuori dall'intervallo compreso tra le vostre due stime solo una volta su dieci. In questo caso dovete indicare intervalli molto più ampi rispetto a quando la probabilità è del 50% e la risposta esatta può cadere fuori dal vostro intervallo metà delle volte.

Avendo provato e riprovato questo esercizio per molti anni e con diversi tipi di classi, da quelle universitarie a quelle di formazione dedicate a chi già lavora, ho sempre constatato che le persone tendono ad avere più certezze rispetto a quelle a cui sarebbero autorizzate dal loro livello di conoscenze. In altre parole invece di sbagliare solo una volta su dieci quando si chiede loro un intervallo in cui sono sicuri al 90% che caschi la risposta esatta, in realtà la risposta esatta cade fuori dall'intervallo da loro indicato più di una volta su dieci. Lo stesso capita se chiedete un intervallo di fiducia del 50%: dovrebbero sbagliare metà delle volte e invece sbagliano più spesso. In genere vengono dati intervalli troppo stretti. Insomma siamo in generale poco calibrati nel senso che ci sentiamo più sicuri delle nostre conoscenze rispetto a quel che dovremmo essere. Pensiamo che l'inflazione sia temporanea e quindi diamo un intervallo troppo stretto nell'ambito del quale si collocherà l'inflazione futura. E poi il mondo ci sorprende. L'inflazione non sparisce: resta ed è alta.

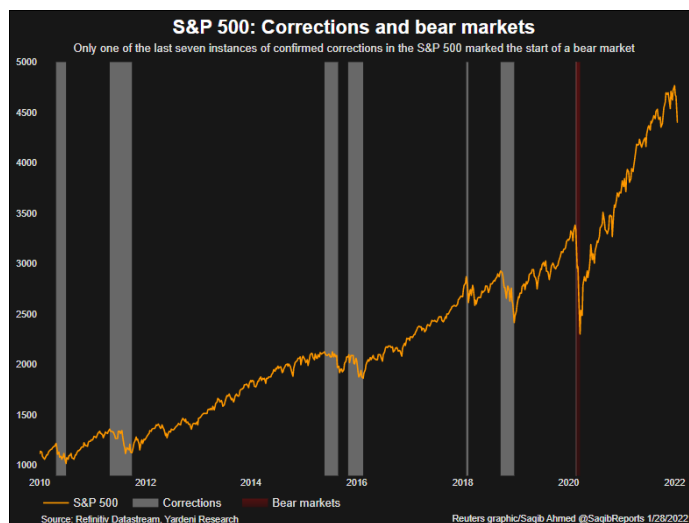
Questi risultati che sono stati confermati da molte ricerche indicano che, in linea generale, noi abbiamo un livello di certezza maggiore di quello che sarebbe autorizzato dalle nostre conoscenze o stime probabilistiche. Se siamo troppo sicuri di come va il mondo, per lo meno troppo rispetto a quello che può capitare in futuro, il mondo ci sorprenderà. E questo va molto male in rapporto ai nostri risparmi perché spesso le sorprese sono negative: di qui delusioni e tendenze emotive volte a fidarsi solo della liquidità o del reddito fisso con una scadenza chiara, come nel caso dei Btp.

Quale è il segreto nei rapporti tra un consulente e un cliente? Che cosa deve fare il consulente in pratica?

Non deve cercare di rappresentare al cliente il mercato come un susseguirsi di alti e bassi perché i bassi fanno più male degli alti e, per i motivi illustrati sopra, spesso sono sorprendenti. L'obiettivo del consulente, quello che deve cercare di fare, consiste con quello che io chiamo "effetto scala e soste".

Il mercato funziona come quelle lunghe scalinate che ci sono su certe isole greche, dal mare al villaggio in cima ai monti, in modo da poter raggiungere il villaggio dalla spiaggia.

Le scalinate sono costruite apposta con dei grandi piazzali che permettono soste, magari sedendosi, dove ci si può riposare, guardare la strada già fatta, e prendere il fiato. Il mercato azionario funziona nello stesso modo: sale sempre, ma talvolta interrompe per un po' la salita. In quelle fasi il mercato prende fiato per poi tornare ad avviarsi verso la salita, proprio come i viandanti nelle scalinate greche. Solo che nelle scalinate del mercato non c'è mai fine, non c'è un punto arrivo: è una scalata verso il cielo che per fortuna non si interrompe mai. Se le piazzole di sosta sono abbastanza ampie, allora il cliente avrà l'impressione che sui tempi lunghi il portafoglio non scende mai. E non è solo un'impressione: se la piazzola è ampia, abbiamo solo sequenze di salite e pause, pause e salite. La pausa è altrettanto importante della salita.



Le barre grigio chiaro indicano quelle che – adottando la prospettiva “salite + pause+salite” – corrispondono alle pause, i momenti in cui il mercato prende il fiato. Sono relativamente rare e, infatti, non si ripete da quello che era il punto di partenza precedente, ma ogni volta si incamerano gli effetti benefici delle salite precedenti. Di conseguenza secondo la prospettiva “salite-pause-salite”, che si ripete all'infinito, il mercato non scende mai. Obiettivo del consulente è insegnare questa rappresentazione al cliente che così si metterà l'animo in pace, soprattutto in tempi di incertezza e volatilità come quelli che sono seguiti al 2020 (barra rossa in figura). Fonte: Bloomberg modificata.



Ecco, viceversa, la rappresentazione del mercato volatile che è bene non trasmettere al cliente: qui ci sono salite e discese. Una buona tecnica comunicativa consiste invece nel buttare un ponte in modo da eliminare “percettivamente” la parti in perdita così da considerarle delle pause, dei punti di riposo presi su una superficie piatta. Non è poi così difficile: basta avere pazienza. Quanta pazienza? Si confronti questa figura con la precedente. Fonte: Bloomberg modificata.



Come si vede, su un arco di mezzo secolo, non sono così frequenti né così lunghi i ponti che vanno gettati per coprire le fasi di debolezza dei mercati. Debolezza relativa perché, adottando la prospettiva “salite-pause-salite”, è facile constatare che non si torna mai al punto di partenza ma, dopo la pausa di riposo, rinfancanti si riparte da un punto che è più alto di quello corrispondente alle pause di riposo precedenti, proprio come una scala greca con piazzole che va dal mare al villaggio. Fonte: Bloomberg modificata.

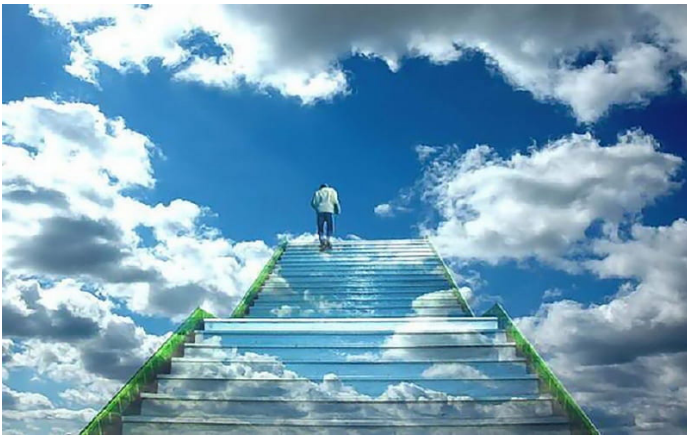




Una scala con piazzali di sosta e salite in un villaggio greco. Fonte: Greek Tourist Office.



La scala verso il cielo, una scala senza fine

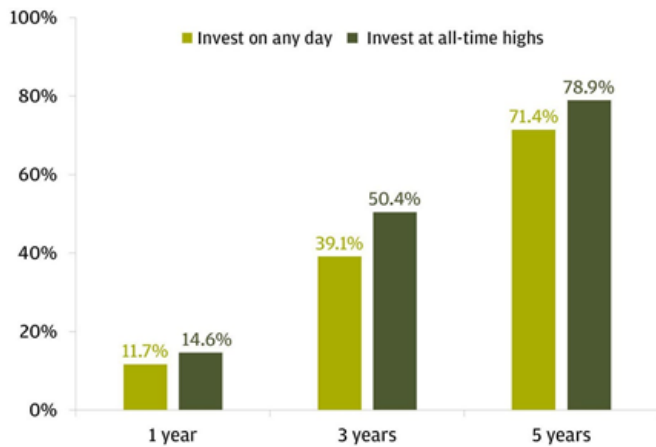


A differenza delle scale delle isole greche quella del mercato azionario va verso il cielo con piazzole, più o meno ampie, in cui si può riprendere il fiato. Fonte: Bloomberg modificata.

Per chiudere il passo della Genesi - 28, 10-18 – che ci parla della scala verso il cielo

Giacobbe partì da Bersabea e si diresse verso Carran. Capì così in un luogo, dove passò la notte, perché il sole era tramontato; prese una pietra, se la pose come guancia e si coricò in quel luogo. Fece un sogno: una scala poggiava sulla terra, mentre la sua cima raggiungeva il cielo; ed ecco gli angeli di Dio salivano e scendevano su di essa ... Giacobbe si svegliò dal sonno e disse: «Certo, il Signore è in questo luogo e io non lo sapevo». Ebbe timore e disse: «... è proprio la casa di Dio, questa è la porta del cielo». Alla mattina presto Giacobbe si alzò, prese la pietra che si era posta come guancia, la eresse come una stele ...

**Average cumulative S&P 500 total returns  
January 1, 1988 - present**



Ecco la migliore dimostrazione della prospettiva "salite-pause-salite": non ci sono punti di discesa che non siano superabili, non ci sono momenti migliori durante la salita. Su un arco di soli 3 anni non fa molta differenza investire in un giorno qualsiasi oppure investire nel punto più alto raggiunto dai mercati. Su 5 anni la differenza è irrisoria. Quindi, se ci vitiamo alle spalle e guardiamo la strada fatta, vedremo che in realtà siamo sempre saliti con degli intervalli in cui ci siamo fermati per riposare. Questa è la metafora del mercato azionario. Fonte: Bloomberg modificata.

E, infine, anche un proverbio africano che ci insegna a guardare il cammino percorso, prima di procedere, perché il futuro è incerto ma dal cammino già fatto possiamo trarre coraggio e forza:



Per avanzare meglio bisogna prima aver misurato il cammino percorso.

#### **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.