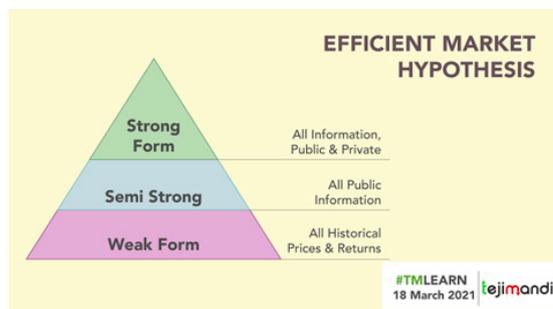


ABBIAMO CAMBIATO IL MONDO, NON LA TESTA DELLE PERSONE

In questo periodo di “massimi storici” di molte borse mondiali si torna spesso a parlare e discutere dell’efficienza dei mercati. Si racconta del guru Warren Buffett che questa volta si è sbagliato (anche lui!), uscendo troppo presto dalle tecnologie perché stimava che Apple valesse troppo e quindi si era alleggerito parzialmente sul titolo. Domandiamoci: i prezzi di un titolo o di un indice possono essere sbagliati? La risposta la troviamo nell’ipotesi dei “mercati efficienti”. Questa in realtà non è un’ipotesi, ma sono tre ipotesi collegate, come nella seguente figura:



La tre interpretazioni dell’ipotesi dei mercati efficienti.

La figura è un triangolo a strati sovrapposti: in cima abbiamo la forma forte dell’ipotesi. In ogni momento tutta l’informazione pubblica e privata è disponibile a tutti, gli operatori la conoscono e agiscono sulla base di quella informazione. Quindi: momento per momento i prezzi sono “per definizione” corretti. Sulla base di questa ipotesi “forte” non possiamo dire che Buffett si è sbagliato. Però, ovviamente, non ha visto il futuro e qui entra in campo la versione semi-forte dell’ipotesi:

c’erano informazioni sul futuro di Apple che a lui non erano disponibili essendo, in qualche forma, private. Di qui la constatazione che l’informazione non è disponibile a tutti, è dispersa ed è difficile da avere. Anche questa forma semi-forte non è soddisfacente non foss’altro perché non è falsificabile. Qualsiasi errore o mossa fuori-tempo si può giustificare alla luce delle informazioni disponibili a quell’operatore in quello specifico momento. In fondo siamo di fronte a una tautologia: se Tizio avesse avuto lo stesso stato mentale di Caio, che ha agito in modi poi confortati dal futuro, anche lui si sarebbe adeguato alle scelte prevalenti altrui, come appunto ha fatto Caio (non vendere Apple).

E arriviamo così alla versione debole dell’ipotesi, che è poi quella giusta. In questa prospettiva i mercati sono efficienti, ma solo sui tempi lunghi. Sono cioè efficienti perché su di essi agisce la regressione verso la media che, in questo caso, agisce sui valori medi delle variabili correggendoli sui tempi lunghi, in primis il rapporto p/u (e cioè prezzi/utliti). Da questo punto di vista i mercati sono efficienti anche se temporaneamente possono essere molto cari (adesso) o molto a buon prezzo (ad esempio marzo 2009). Ma non si sa quando e come agisca la regressione verso la media. Si sa solo che prima o poi agisce: di qui la denominazione “versione debole”.

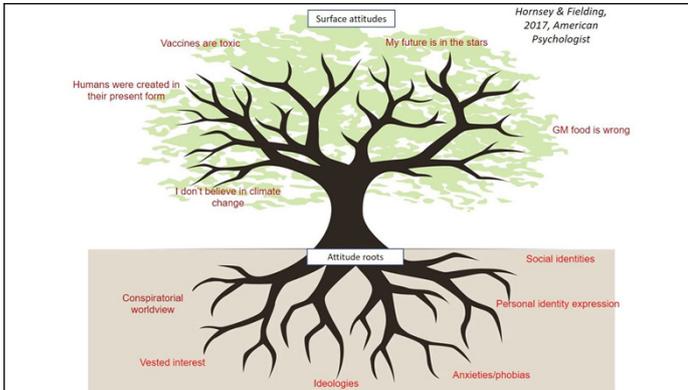
Pazienza, flessibilità e intelligenza: queste doti ce le ricorda Carlo Benetti nella sua lezione del 17 giugno scorso. Ma, in fin dei conti, se valgono la regressione verso la media e la versione debole dei mercati efficienti allora basta l’intelligenza.

Nel senso che l’intelligenza trascina con sé la pazienza e anche la flessibilità. Queste due ultime doti vengono di conseguenza: se sei veramente intelligente, devi possederle perché l’intelligenza è prima di tutto adattamento alle circostanze.



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

Purtroppo l'intelligenza richiesta è variegata e sfuggente in quanto deve permettere di superare sia il fronzuto albero degli errori umani, sia, cosa ancor più difficile, le sue radici:



L'albero della sfiducia nella scienza si accompagna all'albero della sfiducia nei confronti della forza della regressione verso la media e della versione debole dell'ipotesi sui mercati efficienti.

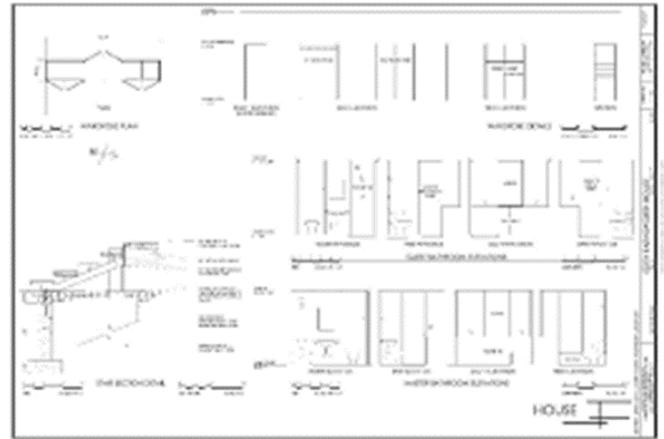
Per capire come funziona la regressione verso la media bisogna appunto regredire, regredire verso la media. In altre parole bisogna capire come funziona la

“progettazione a ritroso” (Reverse Engineering). Un esempio può illustrare di che cosa si tratti.

Poniamo di avere un'immobile costruito. Ad esempio la casa Farnsworth di Mies van der Rohe e di cercare di risalire al progetto iniziale, cioè alle istruzioni necessarie per assemblare gli elementi di base fino a giungere al prodotto finito.



Casa Farnsworth



Progettazione di Casa Farnsworth

Facile in questo caso, basta ripercorrere all'indietro, partendo dalla fine: cioè dalla casa costruita, la sequenza, tutta documentata: schizzi di Mies van der Rohe ⇒ progetto di massima ⇒ progetto esecutivo ⇒ costruzione.

Molto meno facile quando un'entità è frutto dell'evoluzione naturale oppure è in marchingegno complicato progettato da pochi esperti. Più arduo, talvolta impossibile, in alcuni di questi casi, fare il percorso all'indietro per rintracciare le origini. Se questa entità è relativamente semplice, ed è stata progettata e costruita dall'uomo in un arco di tempo limitato, è facile ripercorrere a ritroso tutto il processo di invenzione, costruzione e eventuale evoluzione in prodotti sempre più perfezionati. Per lo meno è facile per i protagonisti della vicenda, anche se spesso si tratta di imprese collettive ragion per cui i processi di progettazione e costruzione sono distribuiti tra miriadi di individui. E' questo appunto il caso della regressione verso la media che è determinata dalle scelte di miriadi di investitori in posti diversi dal pianeta. Questo è il motivo per cui le cosiddette “bolle” non si possono predire e si possono analizzare solo a posteriori “regredendo” e andando a vedere come si torna verso la media.

Profit Revisions for S&P 500 Firms Hit Fresh 2024 Highs



Source: Bloomberg Intelligence

Bloomberg

Anche le revisioni nelle previsioni sugli andamenti dei profitti oscillano sopra e sotto una media. Fonte: Bloomberg modificata.



Alveari progettati e costruiti con la forma di una torta di nozze o di spirali a strati.

Operazione ardua dunque, ma sempre fattibile, quando i protagonisti sono diversi ma la realizzazione è concentrata nello spazio-tempo e descritto in tutte le sue fasi come nel caso di Mies van der Rohe. Ancor meno facile quando siamo di fronte a due edifici diversi in assenza di un progetto documentato: un alveare a forma di una torta di nozze e un alveare a spirali concentriche sovrapposte. In questo caso si tratta di risalire a un progetto che è ricavabile solo indirettamente grazie a una serie di brillanti esperimenti condotti da Viviana di Pietro. Con la progettazione a ritroso scopriamo che le differenze nelle forme degli alveari sono innescate da preferenze ancorate in processi di scelta progettuale delle api e non vincolate da un'eredità innata. In effetti, spostando le api da un alveare all'altro, si scopre che le progettualità si possono trasmettere e modificare all'interno di una singola generazione. Il parallelo con l'andamento dei mercati finanziari è in questo caso perfetto: contagio delle opinioni e delle scelte.

Quasi impossibile è ricostruire la storia della progettazione a ritroso quando, come nel caso della specie umana, abbiamo a che fare con l'esito di un processo darwiniano le cui origini risalgono molto indietro nel tempo, a centinaia di migliaia di anni fa.

La psicologia scientifica deve quasi sempre affrontare problemi di progettazione a ritroso perché l'evoluzione naturale è conosciuta nei suoi risultati finali ma è difficile da ripercorrere nelle sue fasi precedenti che risalgono a un remoto passato che non ha lasciato tracce. Di conseguenza uno scienziato cognitivo si muove su terreni difficili, impervi e ricchi di nascondigli.

Quando si passa alle prestazioni della nostra intelligenza, anche in relazione alle scelte economiche e finanziarie, le cose si fanno più complesse e assai più rilevanti per il nostro benessere. Nel nostro lontano passato siamo vissuti in ambienti ostili dove qualsiasi movimento poteva essere l'indizio della presenza di un amico ma anche della possibile comparsa minacciosa di un nemico. Di qui la convenienza di accorgersi subito della possibile presenza di persone con intenzioni ostili e la necessità di individuare rapidamente chi è invece un nostro collega o amico. Meglio sbagliare per eccesso di prudenza che per eccesso di audacia.

Meglio la paura preventiva, magari inutile, che la necessità di un tardivo coraggio. Questa eredità del passato è all'origine di tutte le paure infondate, quelle che fanno sembrare "temerario" ciò che temerario non è (cfr. nella lezione precedente, la 551, la nozione applicata ai portafogli e ai profili degli investitori).

Se usiamo la progettazione a ritroso possiamo ipotizzare, ma non ne avremo mai prove definitive, che un tempo fosse conveniente, e quindi adattivo, sospettare di ogni movimento interpretabile come un indizio di potenziale pericolo.

Di qui la tendenza a vedere tutto il mondo che ci circonda come animato e a prendere come metro di paragone gli uomini. Quello che si dice "antropomorfizzare il mondo".

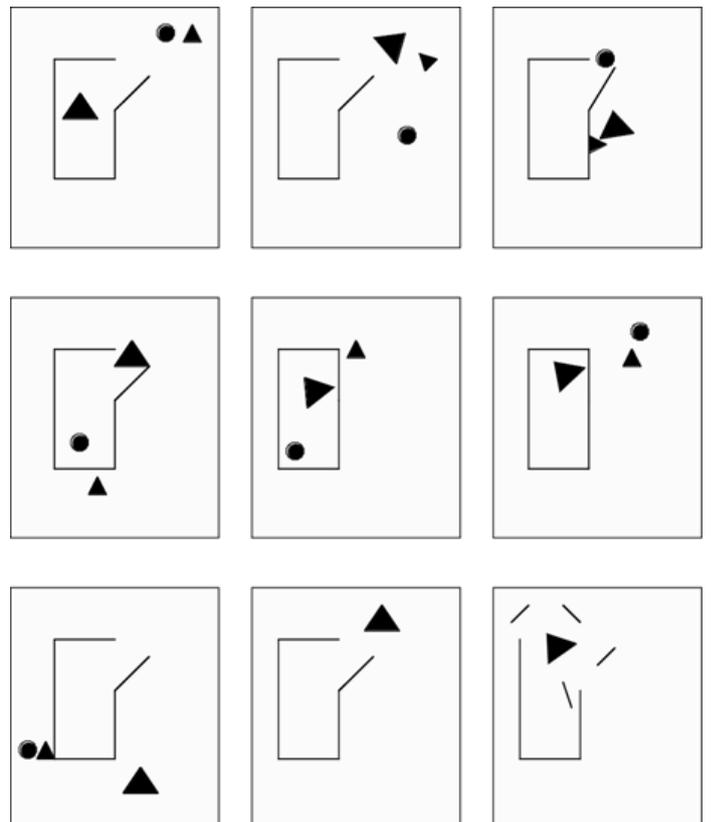
Per mostrare la forza dell'antropomorfismo desidero citare l'inizio di un libro sull'empatia di Anna Donise:

Matteo ha quattro anni, adora il mare e non vuole mai uscire dall'acqua. Sua madre lo assilla un po' chiedendogli di asciugarsi ... Un giorno Matteo è in barca con i genitori. Da lontano vede una boa e chiede: "Cos'è?". Risposta: "Una boa ... alla sera attaccano le barche e resta sempre in acqua". Gli occhi di Matteo si riempiono di stupore, di meraviglia e soprattutto d'invidia, e chiede: "E la sua mamma non gli dice niente?".

Se letta con gli occhi del senso comune e della psicologia popolare degli adulti questa è la storia di un bambino che, a differenza dei grandi, non conosce le boe e pensa che abbiano una mamma. Basta dirgli come stanno le cose e, da adulto, non si stupirà più.

Questa spiegazione intuitiva è però sbagliata.

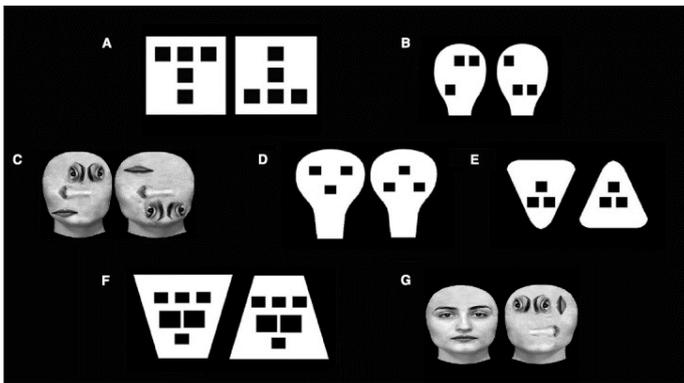
Anche gli adulti attribuiscono spontaneamente emozioni e un'anima a oggetti, persino a oggetti geometrici sconosciuti.



Immagini degli oggetti geometrici in movimento del filmato di Heider e Simmel (1944).

Nel 1944 Fritz Heider e Marianne Simmel lo dimostrano chiedendo di descrivere quel che succede quando figure geometriche - come triangoli e cerchietti - si spostano su uno schermo (l'esperimento si trova in rete con i loro nomi). Le persone dicono che un triangolo piccolo scappa inseguito da un triangolo grande e cattivo mentre il cerchietto lo aiuta e lo protegge cercando di rinchiudere il triangolo grande in una gabbia. Gli adulti mai avevano visto quella scena così come Matteo nulla sapeva della boa. Questo non impedisce loro di vedere intenzioni ed emozioni a patto che i movimenti degli oggetti geometrici siano tali da suscitargli. Matteo, forse, non avrebbe fatto la domanda se si fosse trattato di un palo. Le barche si attaccano ai pali ma questi non evocano la forma di un corpo umano come invece capita con una boa galleggiante e in movimento.

Noi nasciamo con un bagaglio ereditato di cui è quasi impossibile rintracciare a ritroso la progettazione che affonda nella memoria lunga della specie. Eppure è possibile dimostrare gli effetti di tale memoria già nei neonati.



F. Simion, E. Di Giorgio, Face perception and processing in early infancy: inborn predispositions.

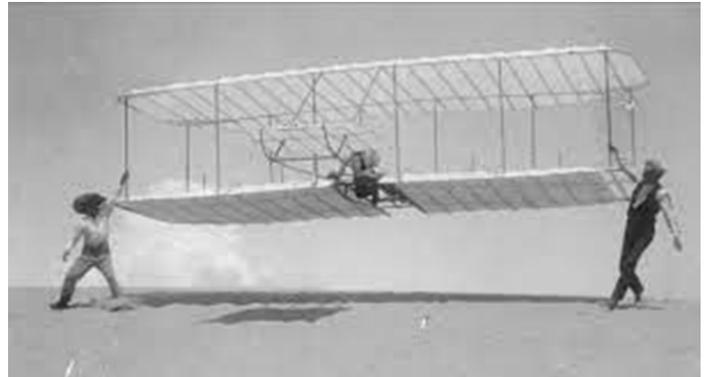
Per esempio Simion e Di Giorgio hanno provato che basta una stimolazione molto ridotta, tre rettangolini ben disposti, perché un infante riconosca un viso e lo sappia distinguere dai non visi.

Un altro scarto tra la psicologia scientifica ed il senso comune emerge indirettamente dalle difficoltà che incontriamo nella progettazione corretta dell'innovazione. L'analisi di un processo storico di progettazione a ritroso mostra che, nelle fasi iniziali alla ricerca di un'invenzione, le idee ingenue e spontanee ci frenano.

Consideriamo per esempio il volo.

Nasce come aspirazione e sogno. Il modello iniziale è quello degli esseri viventi che si librano nell'aria: gli uccelli. Il mito di Icaro mostra tuttavia che le cose finiscono male se ci si limita a fare la prima cosa che viene in mente: appiccicare delle ali al corpo umano. La cera si scioglie se andiamo troppo in alto, vicino al sole; le ali si staccano, ed ecco la caduta e la morte: l'uomo deve restare al proprio posto sulla terra. Le cose funzionano solo se si passa dall'uomo a esseri divini: gli angeli. Nel loro caso le ali funzionano bene.

Poi si provò con un'altra possibilità di cui abbiamo esperienza diretta. Non più esseri viventi come gli uccelli ma oggetti leggeri che volano nell'aria: dalle foglie che salgono in cielo spinte dal vento ai palloni aerostatici.



I fratelli Wright tengono fermo e contro vento il prototipo del loro aereo.

Ma il vero e rivoluzionario cambio di paradigma fu intuito e perfezionato dai fratelli Wright che riuscirono per primi a costruire un mezzo più pesante dell'aria capace di staccarsi da terra. I Wright colsero che il problema non era tanto la spinta del motore, ma la distribuzione dei pesi e la messa a punto della foggia di un aeroplano con il relativo posizionamento delle parti in movimento comandate dal pilota. Ci riuscirono perché, invece di cercare di far volare un prototipo, lo perfezionarono tenendolo fermo contro il vento che soffiava costante sulle sponde dell'Atlantico. Non la potenza, ma il controllo era il fattore cruciale per un mezzo più pesante dell'aria. Un autentico atto di creatività, un esempio di progettazione a rovescio: partire dal risultato finale, il controllo, per scoprire come realizzarlo.

Oggi purtroppo l'eredità del passato della "razza umana" non è talvolta più adattiva. L'esempio più tipico è dato dai bias che inquinano e distorcono le nostre scelte di investimento.

Abbiamo cambiato il mondo, ma non abbiamo cambiato la testa delle persone affinché funzionasse bene nel nuovo mondo. In sintesi la psicologia quotidiana e ingenua incorpora eredità controproducenti come lo spreco delle emozioni e l'incapacità di pensare in condizioni di incertezza e sui tempi lunghi in assenza di ragionamenti corretti sulla probabilità degli eventi. Per questo per imparare a investire i risparmi prima dobbiamo liberarci di questa eredità: dis-imparare per poi imparare.

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.