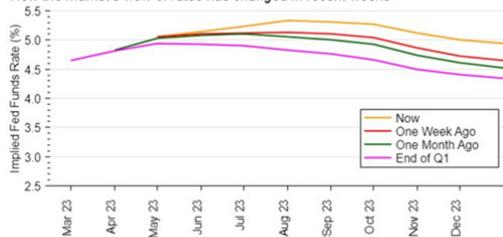


NON I COME MA I PERCHÉ? PERCHÉ IL CONSULENTE C'È

Anche recentemente un consulente mi ha scritto dicendomi che i suoi clienti, in occasione delle crisi, gli fanno molte pressioni perché esca dai mercati azionari. Ed è difficile resistere anche se in passato si sono mostrati così soddisfatti dei risultati raggiunti proprio grazie ai mercati azionari. Proprio come se non avessero memoria. Oppure come se non avessero abbastanza fiducia nei consigli dei consulenti, dimentichi del passato. Alcuni resistono, ma grazie e in forza di una maggiore fiducia nel loro consulente, non di una migliore comprensione. Facile è mostrare come stanno le cose, dimostrare la maggiore convenienza di determinate asset allocation. Ma è difficile convincerli dei perché. I perché non li capiscono mai. Arrivano ai come, quelli li vedono, ma non capiscono i perché.

Higher for Longer

How the market's view of rates has changed in recent weeks



Source: Refinitiv Datastream

A maggio 2024 ci si è convinti che i tassi non scenderanno così presto. Fonte: Bloomberg modificata.

No Return

Goldman strategists see no room for more S&P 500 upside in 2024



Source: Bloomberg

La borsa è salita malgrado ci sia resi conto che i tassi staranno più alti più a lungo di quanto non fosse stato previsto a suo tempo. A metà maggio 2024 i mercati Usa hanno battuto le aspettative di molti esperti con lo S&P500 che ha superato il livello di 5.300.

No Return

Goldman strategists see no room for more S&P 500 upside in 2024



Source: Bloomberg

La spinta data dall'intelligenza artificiale non sta creando una bolla analoga all'ultima bolla delle tecnologie dell'artificiale, quella causata dall'affermarsi di internet. Dietro ci sono utili veri, è più solida, almeno secondo i parametri consueti. Solo l'esame dei trend a lungo termine ci restituisce un quadro affidabile e ci fa intravedere i "perché" dietro i "come". Fonte: Bloomberg modificata.



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

Ma per convincere i clienti di come stanno le cose non basta mostrare loro le evidenze che danno ragione agli esperti. Bisogna anche spiegar loro perché gli esperti hanno ragione, spiegar loro le radici delle loro paure, dei loro tentennamenti e fraintendimenti. Passare dai come ai perché è sempre stato il compito di ogni scienza. Nel caso della psicologia, per farlo bisogna partire da lontano perché è una storia “vecchia”, una storia vecchia ma sempre attuale. Una storia che si intreccia con le origini e le vicende della mia disciplina. Non c'è modo di farlo per una via più breve e semplice.

La psicologia si interessa della vita delle persone. Come funziona la vita? La ricerca di una risposta a questa domanda risale ad Aristotele che si serviva dell'osservazione degli esseri viventi per classificarli in base a somiglianze di aspetto o di comportamento. Aristotele suddivideva gli animali in gruppi sulla base di attributi come la deposizione di uova o la gestazione. Tra i vari tipi di classificazione degli antichi testi indiani vi era, analogamente, la modalità di origine: “quelli nati da un uovo, quelli nati da un sacco di vitellino, quelli nati dall'umidità e quelli nati da un germoglio”¹.

La classificazione, per uno scienziato attuale, non è soddisfacente, come osserva Raghuvver Parthasarathy nella prima pagina del suo “Un inizio così semplice”. Quello che vogliamo scoprire è il perché dei caratteri degli esseri viventi. Oggi sappiamo che i perché li abbiamo trovati attraverso la lente della fisica. Questa lente è il motivo per cui, benché il titolo del libro di Parthasarathy parli di semplicità, già a partire dalla seconda pagina la lettura del suo libro non sia affatto semplice. Soprattutto non ha nulla a che fare, nemmeno lontanamente, con quello che Aristotele, e oggi ancor noi come persone comuni, osserviamo del mondo vivente².

Più in particolare, come funziona quella piccola parte della vita sulla terra che sono gli esseri umani? Come funzionano i loro processi mentali e i loro stati d'animo? Anche in questo caso Aristotele aveva a disposizione l'osservazione dei comportamenti dei suoi simili. Infatti ci offre una descrizione dettagliata delle nostre capacità: vedere, ricordare, dimenticare, stare insieme, la gamma delle emozioni umane e i comportamenti individuali e di gruppo.



Uno schema medioevale del funzionamento e dei contenuti della mente che corrisponde alla odierna psicologia del senso comune. Osservazione tramite i sensi, introspezione tramite l'intelletto, il mondo esterno e quello mentale interno (cfr. Legrenzi, 1975, il Mulino). Questa psicologia ancor oggi alimenta la finanza comportamentale e il consulente deve conoscerla e capirla per superarla e, soprattutto, far fare questo passo ai suoi clienti.

E tuttavia, nel caso degli esseri umani, Aristotele disponeva di un altro strumento oltre all'osservare quello che capitava intorno a lui. Era infatti in grado di osservare quello che succedeva dentro di lui. Poteva cioè servirsi di quello strumento che gli psicologi chiamano introspezione: guardare gli stati mentali di cui siamo consapevoli mentre si svolgono. Ma anche quando entra in azione il ricordo, l'immaginazione, la fantasia, il sogno.

Quindi:

osservazione ⇒ per descrivere quello che accade nel mondo intorno ad Aristotele,

introspezione ⇒ per descrivere quello che capita dentro l'animo di Aristotele.

L'osservazione e l'introspezione sono due strumenti molto potenti. Erano gli unici a disposizione per capire come funziona la mente della specie umana fino a circa due secoli e mezzo fa. E, per la maggior parte delle persone, ancor oggi, sono i due strumenti con cui si fanno opinioni sul mondo. Questo vale anche per la maggioranza dei clienti dei nostri consulenti. Ragionano e si emozionano in base a una sorta di psicologia ingenua da cui trae origine la finanza comportamentale.

Soltanto servendosi di questi strumenti le persone nel corso della vita costruiscono quel tanto di psicologia che serve per capire pensieri, emozioni, sentimenti: i propri e quelli altrui. Quello cioè che succede fuori di noi, quando stiamo con gli altri e quando cerchiamo di farci un'idea dei loro stati d'animo. E, quindi, anche quello che succede interagendo con il consulente e osservando l'andamento dei loro risparmi: un grosso limite, un para-occhi.

Con questi due soli strumenti, gli artisti – letterati, pittori, poeti, registi, e così via – hanno costruito e raccontato storie avvincenti. Descrizioni anche molto dettagliate, raffinate e profonde degli animi di donne e uomini alle prese con la gamma inesauribile e cangiante degli eventi della vita: il caos delle possibilità.

Inoltre i teorici - filosofi, critici letterari, storici, politologi, e tanti altri - con questi stessi strumenti hanno cercato di spiegare, non solo descrivere, le vicende umane. In alcuni casi sono stati in grado di offrire delle sistemazioni concettuali molto sofisticate e articolate.

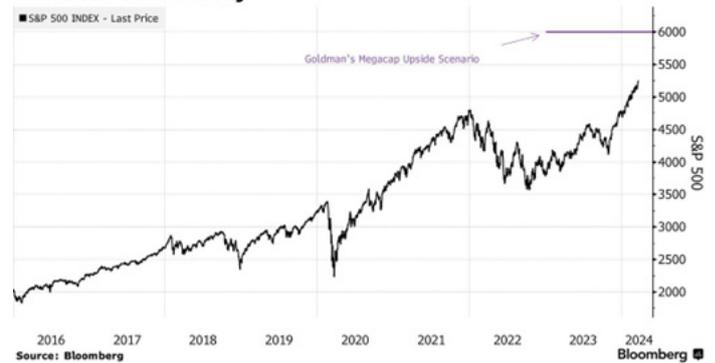
Questo quadro è mutato, arricchendosi, circa due secoli e mezzo fa. Da allora il cambiamento è diventato sempre più vorticoso e sorprendente. Il motore che ha avviato, e poi alimentato, tale cambiamento è stata l'introduzione di due nuovi paradigmi e metodi di ricerca. Di qui due rivoluzioni scientifiche, proprio nel senso che lo storico della scienza Thomas Kuhn³ ha coniato per questo termine:

- La rivoluzione darwiniana, che colloca l'uomo dentro il grande albero della vita. In tal modo la specie umana scende dal piedestallo su cui lo aveva eretto il presunto privilegio della coscienza che rende possibile l'esercizio dell'introspezione.
- La possibilità di estendere l'uso del metodo sperimentale allo studio di quella componente della di natura che è la specie umana. Questa non sarà più in posizione apicale ma verrà vista come uno dei tanti rami del complesso albero della vita.

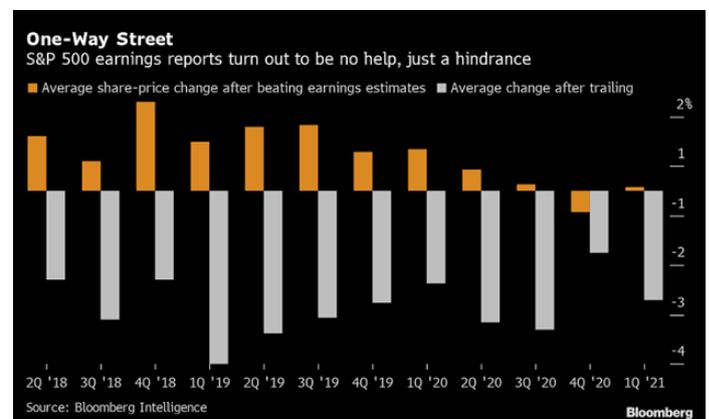
Sinteticamente, anzi un po' semplicisticamente, possiamo dire che il metodo sperimentale, così come nelle altre scienze della natura, permette di identificare e misurare i "perché" di un fenomeno. A questo scopo bisogna trasformarlo in un esperimento che, se ripetuto, deve dare sempre gli stessi risultati a parità di condizioni. La riproducibilità dei risultati è più facile a dirsi che non a farsi, ma questa è un'altra storia⁴. Kahneman ha posto le basi teoriche e empiriche della finanza comportamentale proprio con alcuni esperimenti che sono diventati dei "classici" e sono stati ripetuti miriadi di volte. Su questo risultati si deve basare il rapporto-consulente cliente.

In analogia con quanto successo con le altre scienze naturali, avremmo forse potuto aspettarci che la psicologia scientifica, quella condotta facendo esperimenti su soggetti naturali o artificiali (cioè simulati tramite computer), si sarebbe affermata e diffusa. E affermandosi avrebbe gradualmente ridimensionato, se non eliminato, i saperi ingenui e il senso comune quando questo si fosse rivelato in contrasto i risultati degli esperimenti, e le psicologie di derivazione aristotelica. Così era successo con le scienze della vita, con la biologia, ma anche con la chimica, con la fisica alla cui lente è riconducibile la spiegazione della vita. La fisica odierna e le più recenti scienze della natura non hanno alcun riferimento nella quotidianità semplicemente perché si occupano di fenomeni di cui non abbiamo mai e mai avremo esperienza, anzi neppure la minima idea della loro esistenza. Questo non è avvenuto per la finanza comportamentale: la finanza degli studiosi non ha eliminato le concezioni e le opinioni (errate) degli ingenui. Perché queste si appoggiano, a loro volta, nella psicologia ingenua, la psicologia "popolare".

The S&P 500's Rally



Alcuni esperti che erano pessimisti (vedi sopra) ora sono diventati ottimisti. In realtà solo i tempi lunghi e la regressione verso la media ci restituiscono previsioni affidabili e, purtroppo, per i più inutili. Fonte: Bloomberg modificata.



Neppure il fatto che le stime degli utili vengano di fatto battute è, sul breve termine, un indizio che permetta di fare previsioni affidabili. La correlazione è scarsa perché spesso le aspettative dei mercati anticipano gli utili. Fonte: Bloomberg modificata.

Questo è l'inizio della storia che è alla radice del fatto che sia così difficile trasmettere i risultati che derivano dagli esperimenti e, quindi, anche quelli della psicologia applicata ai fatti economici e finanziari. Questi fenomeni sono spesso contro-intuitivi per la psicologia del senso comune. Vedremo nella prossima lezione come continua la storia, una storia fondamentale per il divario tra quello che i nostri portafogli vorrebbero si facesse per farli prosperare e quello che le persone pensano sia bene fare.

Note

¹B.K. Smith, *Classifying Animals and Humans in Ancient India*, "Man", 26,1991, pp. 527-548. <https://www.jstor.org/stable/2803881>

²R. Parthasarathy, *Un inizio così semplice*, Roma, Carocci, 2024.

³T. Kuhn, *Le rivoluzioni scientifiche*, Bologna, il Mulino, 2008.

⁴Per la riproducibilità degli esperimenti, cfr. P. Legrenzi, C. Umiltà, 2023, *Il mestiere di sapere*, Bologna, il Mulino.

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.