

I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 230 – 6 luglio 2017

Gli scenari del futuro e il passaggio generazionale

La fine dell'illusione delle certezze: il decennio 2007-2017

Il risparmio degli italiani è cresciuto, in gran parte, grazie all'operosità delle stesse generazioni che detengono oggi il risparmio. In altre parole, pochi di questi beni sono stati ereditati, a differenza dei paesi che sono stati i pionieri della rivoluzione industriale, in primis la Gran Bretagna. Si tratta per lo più di persone divenute ormai anziane. Persone che hanno lavorato ai tempi in cui l'Italia non era ferma nella sua crescita economica, così com'è avvenuto in modo sempre più grave e prolungato nel corso di questo nuovo secolo. Molti di questi risparmiatori hanno attraversato, senza rendersene ben conto, quello che è stato un graduale punto di svolta e, nello stesso tempo, un punto di non ritorno nel senso che le cose sono definitivamente cambiate e non sono più tornate sul cammino precedente. Seppure un po' confusamente e gradualmente, queste due rotture, svolta e non ritorno, un po' alla volta, sono apparse evidenti, aprendo il campo a disorientamento, rassegnazione e sconcerto. Le paure del passato sono "fuori luogo" e dovrebbero venir gradualmente sostituite da nuove preoccupazioni come quella del passaggio generazionale. E tuttavia, come vedremo in una prossima lezione, non è facile "dis-imparare" le paure e i timori che si riferiscono a scenari del passato, ormai superati.

Uno scenario superato perché abbiamo attraversato un punto di svolta oggettivo, innescato dall'andamento complessivo delle variabili collegate al risparmio e agli investimenti. Ma anche un cambiamento soggettivo, lo sfaldarsi progressivo delle certezze del passato. Sono cominciate a mancare le basi per quella "illusione della certezza" di cui ci parla a lungo l'ex-governatore della banca d'Inghilterra Mervyn King nel suo libro uscito nel 2016 e tradotto in italiano nel 2017 con il titolo *La fine dell'alchimia*:

Affrontare un'incertezza non quantificabile, su cui non abbiamo alcun controllo, mette in crisi il nostro ordine mentale. E' qui che nasce la nostra tentazione di credere ciecamente agli esperti che spacciano certezze e di fidarsi delle estrapolazioni del passato. Se i prezzi delle case aumentano ogni anno da tanto

tempo, sembra naturale pensare che continueranno a farlo. Queste convinzioni spesso alimentano un ulteriore aumento dei prezzi, finché non sopraggiunge un evento esterno ...

Nonostante i ripetuti insuccessi dei modelli di previsione economica, l'idea che esista (e che si tratti solo di trovarlo) un "modello" dell'economia in grado di sfornare previsioni esatte è dura a morire. Quando sono stato chiamato a testimoniare alla Commissione Tesoro della Camera dei Comuni, ho dovuto rispondere più volte con un: "Non lo so, non ho una sfera di cristallo". Molti parlamentari hanno reagito con sdegno: si vede che nella loro mente il mio lavoro consisteva nello scrutare una palla di vetro e dire che cosa stava per accadere. Non c'è stato verso di far capire loro che il futuro non lo possiamo prevedere, né io né nessun altro. In tutte le epoche, i medici improvvisati che vendono farmaci miracolosi e gli astrologi che vendono profezie sono sempre stati richiestissimi. Oggi a queste categorie si sono aggiunti gli economisti che vendono previsioni: segno di un comprensibile quanto irrazionale desiderio di certezza. Perché si è così restii a capire che il futuro è fuori dal nostro controllo? ... Quando pensiamo alla nostra vita personale, accettiamo che la dea bendata abbia un peso, ma quando si parla di denaro siamo ancora aggrappati alla "illusione della certezza". (Mervyn King, *La fine dell'alchimia*, Il saggiaiore, pp. 120-129).

Oggi, grazie alle ricerche recenti di studiosi come Kahneman, Tversky, Gilbert e tanti altri, si sa che, in questo passo di King, sono mescolate varie cose. In effetti, a differenza di quello che afferma King, anche nella nostra vita personale, agisce spesso, e con forza, l'illusione della certezza.

Nel racconto autobiografico di King, c'è, in primo luogo, la sorpresa nei confronti di quegli economisti che pontificano e che fanno previsioni, magari in buona fede. D'altra parte la stessa regina di Inghilterra è stata un buon esempio di eccesso di fiducia malriposta. In visita alla London School of Economics, dove lo stesso King insegna, chiese nel 2009 al direttore, con un po' di stupore: "Ma se si trattava di una crisi così importante come mai non ci avete avvisato prima?!?".

C'è, nel racconto di King, anche un'altra cosa. Non sola la fiducia eccessiva (quella che in inglese si chiama trust) nella presunta capacità di previsione degli economisti da parte dei non addetti ai lavori, come nel caso della regina di Inghilterra. C'è anche l'eccesso di fiducia degli stessi economisti nelle loro conoscenze (eccesso di fiducia quella che in inglese si chiama over-confidence, la fiducia in se stessi, per distinguerla da trust: la fiducia da parte di - e per gli altri).

Infine, su un piano più generale, queste due forme di fiducia producono quella che è stata chiamata l' "illusione della fine della storia", il credere cioè che le cose continueranno ad andare così come sono andate fino ad oggi, proprio perché in tal modo sono andate fino ad oggi. Nel passo di King questo effetto si riferisce all'andamento del prezzo degli immobili, ma un ormai celebre articolo di Daniel Gilbert, pubblicato su Science nel 2013, ha mostrato che questa illusione si applica a molte nostre opinioni e credenze: le riteniamo immutabili per poi cambiare di gusti di fronte a una realtà mutata o a un nostro cambio di preferenze.

Questi tre meccanismi mentali sono stati isolati e misurati indipendentemente l'uno dall'altro, ma nella vita pratica si fondono creando un blocco che non si può frantumare, un blocco cementato dalle emozioni, un blocco che talvolta non è neppure bene frantumare perché, in dosi moderate, è il sale della vita, il motore della nostra esistenza, l'illusione che ci dà la forza di andare avanti.

Mervyn King è stato un operativo, avendo occupato la carica di governatore, e questi dettagli delle cause dei fenomeni studiati dalle scienze cognitive non li sa, ma nella sua esperienza pratica di governatore ne ha visti gli effetti, così ben descritti nel suo saggio.

L'illusione della certezza, nel caso del risparmiatore-tipo italiano, è consistita nel ritenere che i presupposti delle sue scelte personali di investimento avrebbero resistito per un futuro molto lungo e avrebbero permesso di costruire una solida "casa dei risparmi". Nel passato tale convinzione era stata, con il passare degli anni, "rafforzata" dalla sua "tranquilla" vita di risparmiatore, al punto che proprio questi pilastri avrebbero dovuto reggere indefinitamente l'incremento e la solidità di quanto cumulato.

I pilastri su cui poggiava tale convinzione si riducevano, in sintesi, alla certezza della bontà dell'investimento immobiliare e delle varie forme di reddito fisso, oltre che ai depositi bancari, che pur garantivano un tempo discreti rendimenti. L'incremento di valore degli immobili e i rendimenti delle varie forme di reddito fisso erano più che soddisfacenti, soprattutto se non si teneva conto dell'inflazione, che era stata anche molto alta. Dato che conosciamo bene la forza di quella che Keynes ha chiamato "illusione monetaria" (si trascura l'inflazione e ci si serve solo dei prezzi nominali come punto di riferimento per la stima dei valori), la soddisfazione e la tranquillità sono state garantite per decenni.

Intorno al 2007, tuttavia, per gli italiani cambiò tutto, più che per molti cittadini di altri paesi. Gli immobili hanno cominciato a scendere di valore e, alla fine del 2017, un decennio dopo, non si sono ancora ripresi, a differenza di quello che è successo in altri paesi. Ecco alcuni esempi tratti, a metà del 2017, dall'indicatore pubblicato dal settimanale economico Economist:

Italia: 2007 - 2017 = discesa media del 26% a prezzi reali

Spagna: 2007 - 2017 = discesa media del 35% a prezzi reali

Francia: 2007 -2017 = discesa media del 6% a prezzi reali

Germania: 2007 - 2017 = salita media del 32% a prezzi reali

Come si vede, in Europa, solo la Spagna, ha subito una discesa dei prezzi delle case più accentuata che in Italia, essendo stata la crisi analoga ma più profonda. Ovviamente, a livello globale, non si tratta di un fenomeno nuovo: in altri tempi e in altri luoghi gli immobili sono scesi per periodi più lunghi (per esempio in Giappone non hanno ancora raggiunto i prezzi dei primi anni novanta del secolo scorso). Ora però, alla fine del 2017, la Spagna sta crescendo molto più rapidamente dell'Italia, dove si prevede che ci vorranno molti e molti anni per tornare ai prezzi reali toccati dagli immobili nel 2007. Basti dire che nel 2017, caratterizzato da prestazioni borsistiche a doppia cifra da parte del listino azionario italiano, i fondi chiusi immobiliari quotati hanno perso nel complesso più del 10%. Al contrario, dove c'è stato sviluppo economico, come in Canada, Australia e Nuova Zelanda, la musica è stata diversa. L'incremento è stato superiore a quello della Germania (rispettivamente: 50% per il Canada, 36% per i due paesi australi).

Il punto di non ritorno, come si è detto, è iniziato un decennio fa. E tuttavia, come spesso succede, la maggioranza delle persone e dei media ne ha preso coscienza con molta lentezza. Come capita sempre in occasione dei grandi punti di svolta, all'inizio i più ritenevano che si trattasse di una variazione temporanea, ciclica, e che le cose sarebbero presto tornate come prima. E invece si trattava di un profondo cambio di tendenza nel senso che i punti di svolta si sono gradualmente rivelati come dei punti di non-ritorno.

A questa lentezza hanno concorso i cosiddetti paradossi del risparmio. Il primo paradosso è basato sulla dicotomia certezza/incertezza. Esso mette in evidenza il profondo contrasto psicologico tra la tranquillità del futuro che uno vuole assicurarsi con i risparmi e la convenienza a tradurre i risparmi in investimenti ben diversificati, cioè con una modalità che porta a perdite temporanee, anche se compensate dai guadagni:

accettare temporanea incertezza per avere solida certezza, ma senza cadere nell'illusione della certezza. Sappiamo però che le perdite fanno più male dei guadagni di ugual valore. Di conseguenza pochi hanno la saggezza e la forza d'animo per reggere i contraccolpi psicologici di decrementi di valore temporanei, e anche per loro quasi mai scompare del tutto l'asimmetria perdite-guadagni. Solo che imparano a sopportarla e a non badarci troppo. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, la delega a un consulente si rivela molto utile per attutire gli effetti psicologici di tale asimmetria senza che il nostro patrimonio ne abbia a soffrirne.

Dal punto di vista del primo paradosso, la strategia tradizionale, prima del 2007, aveva sempre dato soddisfazioni. Anzi era pressoché perfetta: le case non sembravano mai scendere di prezzo. Semplicemente perché per lungo tempo non se ne conosceva il prezzo. Il prezzo è certo solo al momento dell'acquisto e a quello della vendita, e tra questi due momenti intercorre, per il risparmiatore medio, un periodo per solito molto lungo. E, sui tempi lunghi le case erano sempre salite di prezzo, anche a prezzi reali, non solo nominali, e talvolta con forti incrementi che hanno caratterizzato brevi ma incoraggianti periodi continuando così ad alimentare speranze. Non più dal 2007.

Per quanto riguarda l'altro pilastro, gli investimenti a reddito fisso, obbligazioni e titolo del tesoro, entrava in campo il secondo paradosso del risparmio. Il secondo paradosso si fonda proprio sul fatto che l'andamento dei nostri risparmi ci sta a cuore. La conseguente continua attenzione al loro andamento ne danneggia l'incremento. In altre parole, se controlliamo spesso il loro valore complessivo (immobili esclusi), noteremo le piccole oscillazioni temporanee e ci preoccuperemo di cali temporanei, sebbene piccoli sui tempi lunghi. Immaginate di guardare una montagna da molto lontano: vedete solo le cime più alte e le valli più profonde tra le cime. Poi, via via che vi avvicinate, vedete il profilo sempre più frastagliato, tutto un andare su e giù, salite, interruzioni picchi e discese.

Il monte non cambia, siete voi che lo guardate da più vicino o da più lontano. Di conseguenza, con tutto il loro saliscendi, gli investimenti nelle borse mondiali non sono fatti per noi, e ci rifugiamo nel reddito fisso che ci tranquillizza per due aspetti: conosciamo per certo il rendimento anno per anno, e sappiamo che torneremo in possesso con certezza del nostro capitale. Questa metafora della montagna è quella utile per capire la necessità di impostare per tempo il passaggio generazionale. Questo implica vedere le cose da un punto più alto per un futuro più lungo. Il passaggio generazionale è, come vedremo, molto di più di una trasmigrazione di patrimoni.



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.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.