

# LA RIPRESA DOPO IL VIRUS

Siamo a fine giugno, cioè a metà anno 2020. Il panel classico di esperti, interrogato da Bloomberg, ha espresso le previsioni per il fine anno. Mai, da tempi immemori, le previsioni delle persone interpellate si sono mosse in una forcella così ampia. Si va dai più ottimisti, che attendono per fine anno un rialzo del 20%, fino ai più pessimisti che prevedono un indice S&P500 in ribasso per la stessa percentuale. Questa grande variabilità tra i singoli esperti si spiega con l'incertezza sui tempi e sui modi della ripresa in seguito all'affievolirsi della pandemia.

Se esaminiamo la storia dell'umanità negli ultimi duemila anni, vediamo che epidemie e pandemie sono sempre apparse e scomparse. Almeno in termini statistici, non è un avvenimento del tutto imprevedibile. L'imprevedibilità riguarda piuttosto il quando e il come. Le conseguenze delle pandemie, per quanto concerne gli specifici effetti economici e finanziari (e non quelli biologici), dipendono dai modi con cui l'opinione pubblica è indotta a reagire sia in termini di comportamenti sia per quanto riguarda gli stati d'animo indotti.

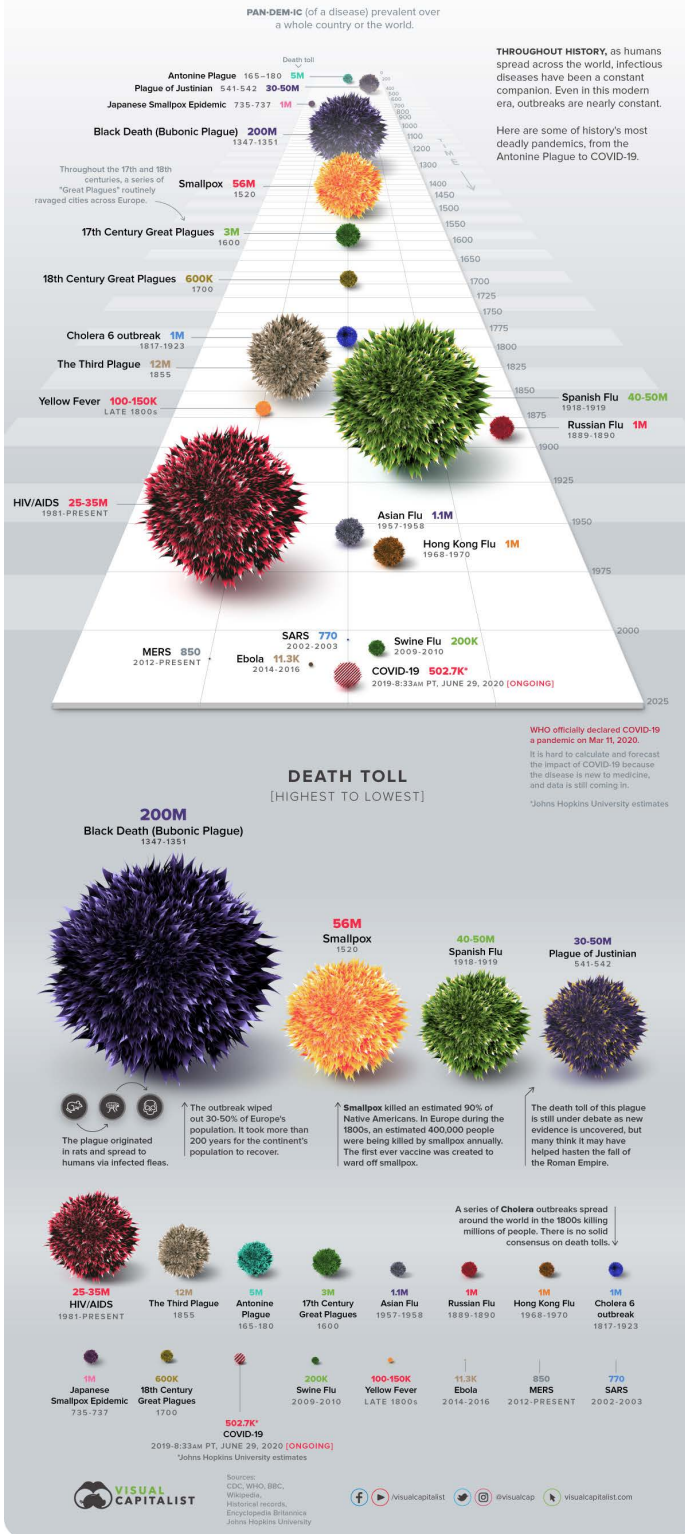
Se guardate il disegno con le pandemie degli ultimi duemila anni, potete avere un sistema di riferimento sintetico sull'entità dei fenomeni perniciosi che si sono succeduti nei secoli. Per esempio, ricordo molto bene la cosiddetta "asiatica" del 1957-1958 perché me la presi e stetti un mese a letto, con febbre molto alta nelle prime due settimane: avevo quindici anni. Eppure la vita della famiglia andò avanti come prima. Mio padre

si recava regolarmente al lavoro nello stabilimento che dirigeva e così ci andarono anche migliaia di operai, anche se molti si ammalarono e rimasero a casa. Allora non c'era, di fatto, una TV popolare, perché la TV era nata da poco. I giornali cartacei erano più letti di oggi ma non diedero troppo peso alla notizia. A casa ero considerato uno dei tre figli con un'influenza, la "asiatica", più forte del solito (ero malaticcio da giovane), non una vittima di una pandemia eccezionale. E' curioso che l'attrice Stefania Sandrelli, anche lei ammalatasi, abbia un ricordo della sua famiglia e della "asiatica" simile al mio. Ovviamente la situazione del 1957-8 e quella di adesso non sono confrontabili. Troppe cose sono cambiate. Non solo un sistema delle informazioni più martellante, pervasivo e invasivo, ma abbiamo oggi anche la diffusa consapevolezza della natura globale della pandemia in un mondo più interconnesso e quindi più vulnerabile. Tale stato di cose ha creato un contagio delle paure e, di qui, l'effetto molla nella reazione dei mercati finanziari. Questi ultimi sono molto più correlati di un tempo e tendono a muoversi in modi che rendono difficile attutire gli effetti tramite la diversificazione sulle principali borse mondiali. Di queste cose si è già parlato. Occupiamoci invece di come potrebbe essere la ripresa. Prevedere tempi e modi della ripresa economica non è facile perché dipende dall'affievolirsi del virus e dalla rapidità dell'estinzione. Questa a sua volta non è facile da prevedere perché non si sa quando potranno entrare in azione farmaci e vaccini efficaci.

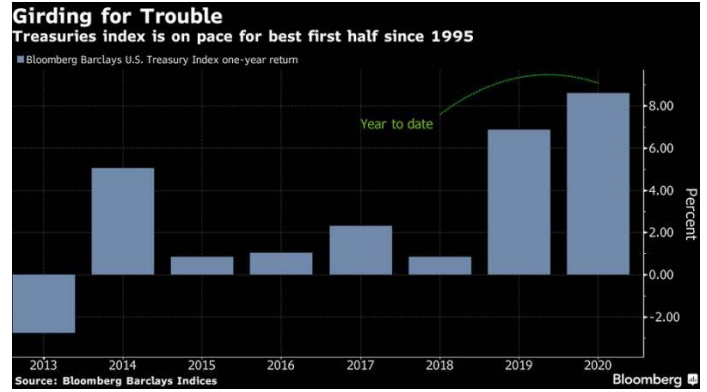


**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di  
psicologia cognitiva  
presso l'Università Ca'  
Foscari di Venezia

# HISTORY OF PANDEMICS



La figura mostra la storia delle pandemie negli ultimi duemila anni e l'entità del loro tragico impatto. Fonte: Visual Capitalist.



Balzo, probabilmente non ripetibile in questi termini, dei Treasury statunitensi da un anno a questa parte e conseguente previsione di tassi molto bassi a lungo. Fonte: Bloomberg modificato.

Le previsioni corrette si devono fare estendendo il presente e allargandolo non solo al futuro ma anche al passato creando così quel "presente esteso" di cui si è già parlato. Se usiamo questa tecnica prospettica, assistiamo al forte rialzo dei Treasury statunitensi e i più prevedono rendimenti molto bassi per molto tempo. I gestori di alcuni importanti fondi obbligazionari si sono visti costretti a ricorrere a titoli non quotati per ottenere rendimenti discreti. E tuttavia questa scelta si è rivelata in alcuni casi azzardata, anche se razionale in astratto, portando a effetti collaterali negativi in termini di reputazione, effetti con un riverbero purtroppo ben superiore al danno oggettivo. Tutti i titoli sicuri hanno rendimenti nulli o pressoché nulli e questo induce molti risparmiatori a considerare le azioni come l'unica possibilità profittevole, "the only game in town" secondo il titolo di una famosa canzone. Le azioni, invece, hanno tratto beneficio dall'enorme massa di liquidità immessa dalle principali banche centrali e si può prevedere che questo trend, tra alti e bassi, continuerà.

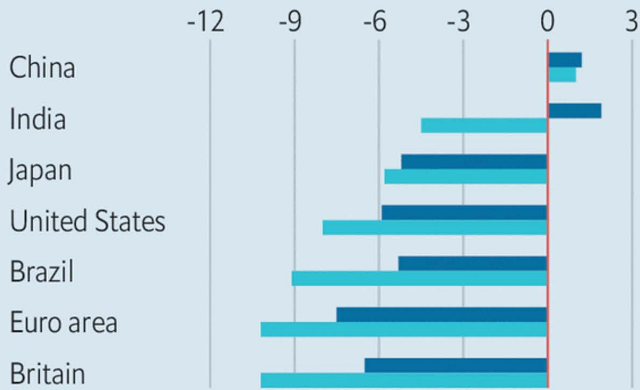
Il vero oggetto di discussione è oggi, dopo il rimbalzo, l'andamento futuro dei mercati azionari. Le previsioni, come si è detto, sono molto variabili in funzione degli esperti interpellati e dei modelli previsionali utilizzati. Si tocca qui con mano il paradosso delle previsioni in campo finanziario. In tale ambito le previsioni funzionano in modo diverso da quello con cui sono utilizzabili in rapporto a molti altri fenomeni, per esempio il clima, l'inquinamento, la meteorologia, i risultati delle competizioni sportive, e così via. Pur trattandosi spesso di fenomeni causati dai comportamenti umani, le previsioni a breve termine sono in tutti questi ultimi casi in genere più facili da fare in modo accurato rispetto alle previsioni sul medio termine, e cioè su un futuro più esteso. E queste ultime, a loro volta, sono più facili da fare di quelle a lungo termine, su un futuro cioè ancora più esteso. Di qui quello che possiamo chiamare "il paradosso delle previsioni" in campo finanziario, in particolare sull'andamento delle borse. Le persone vorrebbero sapere quello che succederà di qui a un mese, se non nella prossima settimana. Le previsioni su cui si trovano accordo e coerenza nei giudizi sono invece quelle a più lungo termine. E tuttavia molti, poco accorti, non sanno che farsene di queste previsioni a lungo termine. Vorrebbero sapere che cosa succederà in ambiti temporali più ristretti perché purtroppo non sono stati capaci di costruire un "presente esteso".

### From bad to worse

#### GDP forecast, 2020

% change on a year earlier

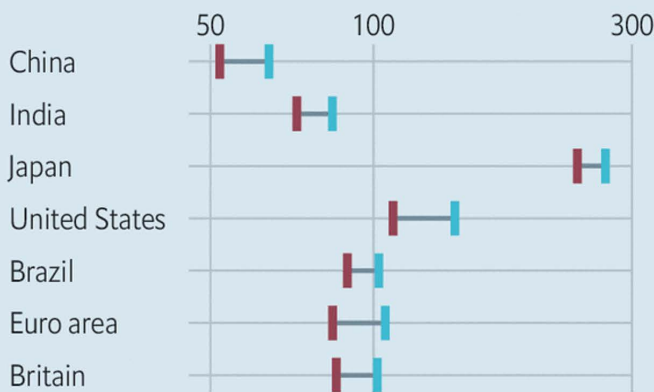
IMF forecast made in: ■ April 2020 ■ June 2020



#### Gross government debt

% of GDP, log scale

■ 2019 ■ 2020 (IMF forecast\*)



Source: IMF

\*Made in June 2020

Previsioni su crescita e debito governativi in diversi paesi e in date diverse: l'ultima previsione qui indicata è quella di giugno 2020. Fonte: Economist modificata.

Potremmo dire che riguardo alle previsioni che c'è un paradosso nel paradosso che concerne i mercati finanziari.

Se dovessimo scegliere tra la possibilità di avere previsioni molto accurate di giorno in giorno, di settimana in settimana e di mese in mese rispetto alla possibilità di avere previsioni accurate di anno in anno o di biennio in biennio, o, addirittura, di quinquennio in quinquennio, sono queste ultime, quelle "lunghe" che dovremmo preferire. Esse ci permettono di fare scelte efficienti sui tempi lunghi non badando alle oscillazioni giornaliere, settimanali o mensili. Queste ultime troppo spesso ci inducono a credere di poter controllare l'andamento erratico sul breve termine. Questa è un'illusione.

### Hazards of Ill-Timing

Investors sitting out S&P 500's best five days would have suffered a 30% loss



Source: Bloomberg

Consideriamo il quadrimestre da marzo a giugno 2020. Se togliamo soltanto i cinque giorni migliori, lo S&P500 avrebbe avuto una perdita del 30%: si confrontino la linea rossa, la realtà, e la linea nera che mostra la simulazione in cui sono stati tolti i 5 giorni migliori. Fonte: Bloomberg modificato.

Consideriamo, per esempio, il ventennio dal 1993 al 2013 di cui ci ha parlato Carlo Benetti nel bellissimo pezzo sull'illusione di abilità uscito a fine giugno. Anni generosi per gli investimenti piazzati a lungo termine in USA: diecimila dollari investiti nell'indice sarebbero diventati quasi sessantamila. E tuttavia: toglie da quei vent'anni i dieci giorni migliori, ecco che il risultato si dimezza. Togli poi gli altri migliori quaranta giorni e il guadagno si trasforma nella perdita di quasi mille dollari.

Lo stesso ragionamento funziona anche sul breve termine: consideriamo il quadrimestre da marzo a giugno 2020. Se eliminiamo i cinque giorni migliori, lo S&P500 avrebbe avuto una perdita del 30%. "Si tratta di simulazioni - osserva giustamente Carlo Benetti - che danno sostanza ai concetti di lungo termine e di capitali pazienti". E tuttavia, soprattutto, dimostrano l'importanza della consulenza. Anche qui il mondo degli investimenti funziona in modo diverso da quello di altri mondi. Spontaneamente viene da pensare che un consulente "consigli" sul percorso migliore da seguire quando dobbiamo prendere una decisione. Il grafico del periodo marzo-giugno 2020 mostra invece che la funzione principale del consulente sarebbe stata quella di indurre il cliente a non fare nulla, ad avere pazienza, a utilizzare un "presente esteso". Non è facile perché una persona, quando è preoccupata, è indotta ad agire. Quando le cose vanno male, sente che deve fare qualcosa per evitare che le cose vadano peggio. E importante in questi scenari turbolenti avere un consulente che funga da angelo custode e che, come si è detto, "dia sostanza ai concetti di lungo termine e di capitali pazienti".

**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.