

IL TEMPI DEL CERVELLO UMANO E I TEMPI DEGLI INVESTIMENTI DOPO LA PANDEMIA

Lo svolgersi della pandemia nel corso del 2020 è stato segnato dai tempi.

I tempi che scandivano i bollettini giornalieri con i dati dei contagiati, il susseguirsi dei numeri dei decessi, dei guariti, dei ricoveri negli ospedali e nei vari tipi di reparti. E poi: i tempi con cui questi dati giornalieri si traducevano in sequenze che potevano salire o scendere. In parallelo a questi flussi temporali, con i loro alti e bassi che ci fanno parlare di ondate che arrivano e di ondate che rifluiscono, ci sono stati i tempi dei mercati. Sono stati tempi duri, o almeno temporaneamente percepiti come tali, perché molti degli investitori si erano quasi dimenticati, almeno i meno anziani, dei saliscendi dei mercati.

Molti osservatori inesperti si stupiscono dei tempi diversi, cioè sfasati, dell'economia e dei mercati finanziari, cioè le borse. Ma si tratta di due variabili che non necessariamente devono andare di pari passo perché le borse e l'economia corrispondono a fenomeni diversi. Le borse misurano il valore **oggi** di quelli che ci si aspetta siano i profitti nel **futuro** delle aziende. L'economia, al contrario, misura le condizioni **presenti**, per esempio gli attuali livelli dei consumi, delle situazioni delle aziende produttrici di beni e servizi, del mercato del lavoro e di tutte le altre variabili economiche.

Anche le emozioni variano nel tempo. Ci eravamo forse dimenticati dopo più di un decennio che le discese fanno molta paura e, soprattutto, fanno molto male, quasi il doppio della gioia generata da equivalenti guadagni. Quindi il tempo delle salite non è il tempo delle discese, almeno dal punto di vista delle emozioni che le accompagnano.

Questa ultima osservazione ci porta a un terzo tipo di tempi, e cioè i tempi della nostra mente governati dal funzionamento dell'architettura del cervello. Parlo di architettura per distinguere i contenuti specifici dei cervelli cumulatisi nelle biografie delle singole persone, tutte diverse perché diverse sono state le esperienze di vita degli individui, dall'assetto del cervello che caratterizza oggi la nostra specie ed è condiviso da tutti. Qui si annida la grande questione della percezione del tempo che è alla base dei principali errori umani negli investimenti, molto più temibili nel post-pandemia perché sono saltati gli argini che tradizionalmente avevamo costruito per contenere e frenare questi errori. Quando, prima del periodo iniziato nel marzo 2009, i mercati avevano oscillato con maggiore frequenza tra tori e orsi, il freno era costituito dal tradizionale e collaudato mix 60% azioni/40% reddito fisso. Ma poi, nel corso del decennio, via via che il 40% rendeva sempre meno, molti investitori hanno incrementato la quota in azioni esponendosi di più al pericolo del possibile dolore, via via dimenticato a partire da marzo 2009, il dolore cioè provocato da potenziali perdite. Inoltre il freno della coppia 60/40 ha funzionato sempre meno bene perché il 40% di reddito fisso non riusciva ad ammortizzare e assorbire a sufficienza le temporanee discese delle borse, rivelatesi irrilevanti sui tempi medio-lunghi.



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

Mentre i tempi dei fenomeni naturali sono governati da variabili fisiche, indipendenti dall'osservatore e facilmente misurabili, i tempi della mente umana possono variare da persona a persona e dipendono dai punti di vista. Questi ultimi, a loro volta, sono influenzati dagli stati di cose del mondo che ci circondano, dagli ambienti in cui ci troviamo a vivere e da come il nostro cervello filtra tutto ciò.

Alle nostre spalle, prima della nascita dell'era moderna, la specie umana ha attraversato due lunghissimi periodi storici che hanno selezionato il cervello che ci ritroviamo oggi.

In passato, per centinaia di migliaia di anni, abbiamo condotto la vita dei cacciatori-raccoglitori. Poi, dai circa novemila ai duemila anni fa, nella maggior parte del globo è nata l'agricoltura.

Durante l'esistenza da cacciatori raccoglitori il tempo era fatto da un susseguirsi di intervalli molto corti, tutti determinati da circostanze esterne. Mentre cacciavamo dovevamo prendere decisioni quasi immediate per poter impadronirci delle prede e per giudicare se qualcosa che ci capitava improvvisamente, spesso l'incontro con un forestiero sconosciuto e forse ostile, fosse pericoloso oppure no. Una decisione lenta era quasi sempre una decisione comunque sbagliata e poteva costarci la vita, un po' come oggi si vede nei molti film dedicati alla vita pericolosa, circa un secolo fa, dei pionieri alla frontiera ovest degli Stati Uniti. Poi è nata l'agricoltura. I tempi erano ancora collegati ai cicli naturali, al susseguirsi delle stagioni e dell'alternarsi giorno-notte. Ma gradualmente abbiamo incominciato a cumulare beni e quindi gli intervalli temporali coperti da giudizi, decisioni e scelte si sono via via allungati. Con la modernità infine, ma lo vedremo meglio in seguito, i tempi lunghi sono diventati i tempi cruciali.

Nell'ottobre 2017 è stato assegnato a tre genetisti americani, Jeff Hall, Michael Rosbach e Michel Young il premio Nobel per la medicina. Sono stati premiati per aver studiato le basi genetiche dei meccanismi circadiani, i meccanismi cioè che permettono agli organismi di adattarsi alle variazioni ambientali cicliche. Nel caso dell'uomo la sincronizzazione dell'orologio biologico permette di allineare il tempo dell'organismo e il ciclo sonno-veglia con il tempo solare.

In linea del tutto teorica il tempo sociale, e cioè il tempo con cui funzionano gli altri cicli di vita degli uomini, quelli non legati alle mutazioni dell'ambiente naturale, potrebbe non essere condizionato dal tempo biologico ed avere una esistenza indipendente: scadenze convenzionali e quindi cicli autonomi. Di fatto però l'inerzia di centinaia di migliaia di anni ha piegato il tempo sociale al tempo biologico condizionandolo nel senso che per quasi tutto il tempo di vita della nostra specie il tempo sociale ha dovuto venire a patti e adattarsi a quello biologico. Per esempio, ancor oggi, in tempi di globalizzazione, il flusso delle notizie avviene prevalentemente su cicli giornalieri e funziona così anche per i mercati finanziari. E' vero, da un lato, che questi mercati sono disallineati a causa dei vari fusi orari.

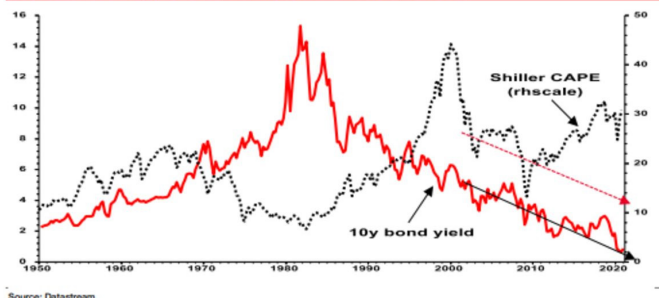
E tuttavia il ritmo con cui i mercati aprono e chiudono in tutto il mondo è basato sul ciclo sonno-veglia di un paese, pur avendo i paesi fusi orari diversi. Questo ciclo corto, di 24 ore, ha condizionato il ritmo con cui sono state date le notizie ai tempi della pandemia e, da sempre, vincola le informazioni sull'andamento dei mercati. Sono entrambi cicli troppo corti per aiutarci nelle decisioni perché tendono a "nascondere" le tendenze, lasciandole sullo sfondo. Avere presente i cambiamenti con sequenze giornaliere ci induce a frammentare gli andamenti di ciò che è sotto osservazione in tanti cambiamenti erratici che creano un senso di incertezza, e spesso di paura, una emozione collegata strettamente all'incertezza.

Gli esperti di economia e finanza, per esempio il premio Nobel Robert Shiller, hanno cercato di correggere questa tendenza innata ai giudizi e alle decisioni innescati dai cicli corti introducendo in finanza dei cicli più lunghi.

Il CAPE di Shiller è una misura che indica il rapporto della quotazione azionaria, corretta per l'inflazione, calcolato rispetto alla media decennale sull'utile reale per azione. Questo indicatore ci mostra i rendimenti reali del mercato azionario sul lungo termine. Quando il rapporto CAPE è elevato, i rendimenti di lungo termine tendono a essere bassi nel corso del decennio successivo, e viceversa. A partire dallo shock del Covid-19, il CAPE tendenzialmente è tornato ai livelli precedenti la pandemia. Per esempio, il CAPE degli Stati Uniti a novembre 2020 era pari a 33 ed era quindi superiore ai livelli registrati all'inizio della pandemia, ma uguale al livello registrato nel gennaio 2018. Ci sono stati solo altri due periodi in cui il CAPE ha raggiunto un valore superiore a 30, ovvero alla fine degli anni venti del secolo scorso e all'inizio del 2000 (ne ha trattato anche Carlo Benetti ne L'Alpha e il Beta del 30 novembre 2020). Anche il CAPE della Cina è superiore ai livelli registrati prima della pandemia. I mercati azionari in entrambe le regioni si sono riversati verso la tecnologia. Tutti questi settori hanno tratto vantaggio dal cambiamento dei modi di vita accelerati dalla pandemia e dalla conseguente enfasi sul predominio futuro dell'immateriale.

L'indicatore CAPE di Shiller, cioè la misura dei rendimenti dei mercati azionari sui tempi lunghi, eliminando le variazioni di breve termine, viene spesso messo a confronto con il rendimento del reddito fisso con scadenza a dieci anni. Infatti entrambi gli indicatori hanno questo stesso intervallo temporale preso come sistema di riferimento. Molti esperti parlano di una futura "era glaciale" in cui entrambi questi indici si raffredderanno. La borsa avrà rendimenti inferiori, come sempre è accaduto quando il CAPE ha raggiunto livelli molto alti, come è attualmente. I tassi, dal loro canto, resteranno bassi a lungo perché le banche centrali continueranno la loro politica di acquisto dei titoli sul mercato allo scopo di aiutare l'economia tenendo, appunto, basso il costo del denaro. Quel che conta, per gli investitori, è comunque il rapporto tra rendimenti delle borse e rendimenti del reddito fisso. Se quest'ultimo è nullo, se non negativo, le borse continuano a essere considerate più convenienti anche con la previsione di rendimenti calanti basata sui cicli lunghi indicati dal CAPE.

I expected the Ice Age to drive the Shiller CAPE down towards 10x



Molti esperti parlano di una futura Ice Age (“era glaciale”) in cui il rapporto CAPE di Shiller e il rendimento del reddito fisso si raffredderanno. La borsa avrà rendimenti inferiori. Sempre così è accaduto quando il CAPE raggiunge livelli molto alti, come è attualmente. I tassi, dal loro canto, resteranno bassi a lungo perché le banche centrali continueranno la loro politica di acquisto dei titoli sul mercato allo scopo di aiutare l’economia. Fonte: Bloomberg modificata.

Stocks Making Sense

Shiller gauge shows U.S. shares' yield gap with bonds is less than extreme



Malgrado il livello attualmente alto del CAPE, i rendimenti nulli o negativi del reddito fisso di qualità indicano che le borse non sono troppe care se si prende come riferimento il rendimento del reddito fisso. Questo fa spostare il tradizionale rapporto 60% azionario - 40% reddito fisso verso equilibri più sbilanciati, come l'80%/20%, o persino il 90%/10%, oggi per lo più prevalente nell'assetto a lungo termine degli investimenti di istituzioni come università o fondi sovrani. Fonte: Bloomberg modificata.

Per approfondire: Shiller, Robert J. and Black, Laurence and Jivraj, Farouk, CAPE and the COVID-19 Pandemic Effect (October 19, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3714737> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3714737>

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



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.