

# LA PANDEMIA, I PUNTI DI NON RITORNO, LE PREVISIONI E IL PRESENTE ESTESO

Nell'Alpha e il Beta dell'8 marzo 2021 Carlo Benetti ci ricorda molti avvenimenti che, quando succedevano, sembravano cambiare il mondo per sempre. In certi casi, come la caduta del muro, è stato veramente un punto di non ritorno e le cose sono cambiate per sempre. Le crisi finanziarie da lui ricordate, invece, hanno fatto molta paura sul momento ma poi, col passare del tempo, sono state riassorbite.

Carlo Benetti ricorda tre punti che la pandemia ha reso ancora più evidenti:

1. Incertezza e quindi diversificazione: la complessità dei mercati e le molte incertezze suggeriscono agli investitori di assumere lo stesso atteggiamento del bravo tennista amatoriale, controllare il gioco, non assumere rischi eccessivi, non perdere punti.
2. Impossibilità di fare previsioni a breve termine sia per le Borse sia per l'inflazione: non sappiamo mai in anticipo come cambieranno le valutazioni, il "value" è ancora a buon prezzo ma non abbiamo idea di come le sue valutazioni si muoveranno in relazione al "growth", non sappiamo neppure se stiamo davvero entrando in un regime inflazionistico.
3. Necessità di una prospettiva a lungo termine: sappiamo che le turbolenze dei mercati e la violenta rotazione settoriale rischiano di distrarre dagli obiettivi di lungo termine.

In tutti questi casi entra in gioco la variabile tempo perché, per un curioso paradosso (spesso dimenticato) che rende le previsioni in campo finanziario diverse da tutte le altre, le previsioni a lungo termine sono più facili di quelle a breve termine dove è impossibile distinguere i segnali dai rumori.

La variabile tempo è cruciale. Quante volte ho parlato della necessità di vedere le cose e ragionare con un presente esteso?

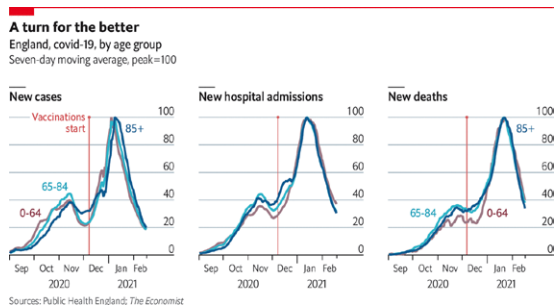
Questo vale anche per i vaccini e l'esperienza inglese lo dimostra. Ci vogliono due mesi dopo che è iniziata la campagna vaccinale per vederne gli effetti.

Nel grafico sottostante ci sono due nozioni molto interessanti in rapporto alla loro applicazione in finanza comportamentale:

- la media mobile, che costruisce statisticamente un presente esteso annullando le differenze del giorno dopo giorno e riconducendole a una finestra temporale più ampia;
- il presente esteso che è un intervallo di tempo necessario per vedere gli effetti della vaccinazione a partire dall'inizio della campagna, segnata da un segmento rosso;
- il concetto di correlazione in relazione agli andamenti dei diversi gruppi di età, 0-64/65-84/85+, che seguono lo stesso andamento: prima incremento e dopo le vaccinazioni decremento.



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



Sources: Public Health England; The Economist

The Economist

L'andamento è simile per le 3 categorie: nuovi casi, nuove ospedalizzazioni, nuove morti. Si notano gli effetti ritardati a partire dall'inizio della campagna di vaccinazioni e le correlazioni tra i vari gruppi di età. Fonte: The Economist modificata.

Un altro effetto interessante da rilevare nei rapporti tra pandemia e mercati finanziari è il fatto che i paesi ritardatari, maggioritari in Europa, paesi che quindi più hanno risentito della crisi, hanno Borse che trattano a sconto rispetto all'indice mondiale. E' prevedibile però che i rapporti prezzi/utigli (p/e) si allineeranno quando anche l'Europa avvierà una potente campagna vaccinale, come nei paesi nordici e anglosassoni. A quel punto le borse europee probabilmente saliranno e ritroveranno un punto di pareggio secondo la correlazione storica indicata in figura.



Il rapporto prezzi/utigli delle borse europee è stato nel corso del secolo correlato al rapporto prezzi/utigli delle borse mondiali. All'inizio della pandemia ha invece sofferto di più e ancora stenta a mettersi in linea: le azioni europee sono meno care delle altre. Quindi è plausibile che rincareranno per riportarsi in allineamento con il rapporto prezzi/utigli mondiale. Fonte: Bloomberg modificata.

Il dopo pandemia e i nuovi/vecchi principi - La pandemia arrivando, imperversando e incombendo su di noi per più di un anno, prima dei vaccini, ha accentuato delle tendenze latenti e reso evidenti dei principi talvolta contro-intuitivi che valevano anche prima ma che ora valgono più che mai. E' il caso di passarli in rassegna in questa e nelle prossime lezioni perché saranno rilevanti nel periodo prossimo a venire.

Primo principio: non fare solo le cose che conosci bene, non quelle che conosci per esperienza diretta. Come mai, è una battuta? No, non lo è. Fin da piccoli ci hanno insegnato che dovevamo fare solo le cose che sapevamo fare bene, quelle di cui avevamo fatto esperienza, ripetendole molte volte con successo. E, in effetti, è proprio così che abbiamo messo via il più delle volte i nostri risparmi. E allora: le case, che conosciamo bene, che abitiamo, che servono a noi, alla nostra famiglia, ai nostri cari, ai nostri partner. E che si possono sempre affittare, se non ci servono. Ma siamo sicuri che questa esperienza passata, che tante soddisfazioni ha dato nel secolo scorso funzioni ancora? No, non sembra funzionare più. Il mondo è cambiato per sempre e con la pandemia questo cambiamento si è accelerato. E allora l'esperienza passata non solo non ci serve più ma forse ci sarà di danno. Non dobbiamo imparare economia e finanza, dobbiamo prima disimparare quello che diamo per scontato.

Questa ultima affermazione può sembrare paradossale ma basarsi sulla propria esperienza implica di fatto affidarsi soltanto sulle sequenze di apprendimento per prove ed errori che hanno caratterizzato la nostra vita. Ma in finanza comportamentale sono altrettanto importanti, anzi decisivi, altri tipi di errori, quelli in cui sbagliando NON si impara.

Ricordo quando a Monza mio fratello, il primo giorno della quarta elementare, perse la strada del ritorno da scuola. Chiese a una signora di accompagnarlo a casa. Da allora gli mostrai preventivamente, in ogni nuova città, gli errori possibili sul percorso casa-scuola. Chi non ha imparato qualcosa per prove ed errori? Interessanti quindi i rari casi in cui sbagliando non si impara.

Negli anni Sessanta del secolo scorso, l'inglese Peter Wason e poi gli israeliani Daniel Kahneman e Amos Tversky scoprirono alcune situazioni in cui le persone sbagliano e poi ci ricascano. Perché non si accorgono d'aver sbagliato, o perché, dopo che è stato spiegato loro l'errore, tendono comunque a ripeterlo. Gli studiosi hanno cercato terapie efficaci e salvifiche. Non è facile. Sembra che le persone abbiano queste strategie fuorvianti già pronte e disponibili in testa. Si tratterebbe quindi di disimparare, non di imparare. La finanza comportamentale, nella sua essenza, è imparare a non fare quello che ci verrebbe naturale e che tante volte ha funzionato nella nostra vita passata al punto che non ci accorgiamo delle alternative. La finanza comportamentale è un derivato di questa tradizione di ricerca.

Ecco, esempio, un primo principio fondamentale nelle scelte di investimento. Se siamo lasciati soli e agiamo sulla base della nostra esperienza, vogliamo evitare ogni rischio. Questo è molto pericoloso. Perché vogliamo evitare i rischi? Perché il dolore per una perdita è superiore alla gioia per un guadagno dello stesso valore. Di conseguenza ci accontentiamo di poco pur di evitare il rischio di una perdita per noi grave, forse irrecuperabile. Un comportamento adattivo in mondi in cui si era costretti a decidere in fretta e in presenza di gravi pericoli. Dannoso invece quando andrebbero valutate le conseguenze delle scelte sui tempi lunghi. Abbiamo ereditato il cervello dei nostri lontani antenati che vivevano da cacciatori raccoglitori. Le condizioni di vita però sono mutate: le perdite momentanee possono venire, sui tempi lunghi, più che compensate da cospicui guadagni. Purtroppo la maggioranza delle persone giudica e decide in fretta, talvolta prendendo in considerazione solo l'azione che sembra più promettente invece di andare in cerca di altre possibilità. Nasciamo fatti così e dobbiamo cercare di bloccare questi stili decisionali spontanei.

Daniel Kahneman con *Pensieri lenti e veloci* (2011) ha inquadrato teoricamente questa ricca tradizione di ricerca sperimentale collegata agli studi di finanza comportamentale ipotizzando che il cervello umano sia dotato di due sistemi per decidere: uno veloce, basato su intuizioni, e uno più lento e riflessivo. Va a finire che troppo spesso nelle scelte di investimento ci accontentiamo del primo mentre sarebbe bene ricorrere al secondo per giudizi e scelte razionali.

Un altro caso interessante è quello degli immobili come allocazione degli investimenti per una rendita, scelta che ha continuato a essere privilegiata anche nell'ultimo decennio pre-pandemia. Da ormai molto tempo in Italia si fanno pochi figli. L'indice di natalità è il più basso tra i paesi occidentali ed è sceso durante la pandemia e, probabilmente, non si risolleverà nel dopo-pandemia. Insomma tutte queste case non ci serviranno più come un tempo. Probabilmente in Italia si continuerà in parte a lavorare a casa anche nel dopo-pandemia, e molti di questi uffici non serviranno più. Insomma abbiamo costruito più immobili di quelli che serviranno ai nostri figli e, e forse anche ai nipoti, ed è quindi difficile che gli immobili salgano di valore a prezzi reali. E scenderanno anche i rendimenti: una cosa che vale meno rende anche meno.

La pandemia è stata e sarà per certi aspetti, ma non per altri, un punto di non ritorno. Non è la prima volta che nella storia dell'economia ci sono dei punti di non ritorno. Un punto di non ritorno è stato il 1971, quando le monete si sono sganciate dall'oro. Da allora il dollaro statunitense si è sempre svalutato progressivamente rispetto al franco svizzero: le banche centrali hanno seguito politiche diverse. Ma i veri punti di non ritorno sono stati l'invenzione e la costruzione dei computer e della rete: sono loro ad aver reso possibile il lavoro e la vita da remoto durante la pandemia. Sono loro che hanno reso possibili i cambiamenti nel tempo libero: tutti chini sugli schermi.

Quanti italiani, che pur usano ogni giorno la rete e i computer, anche solo sotto forma di smartphone, sanno che chi produce quello che usano sempre più spesso sono le aziende quotate al Nasdaq, aziende lontano da noi? Questo acronimo esotico e misterioso che non è facile da spiegare e molti lo ignorano. Eppure l'irruzione di queste aziende e dei loro prodotti/servizi nel fluire continuo della nostra vita quotidiana è qualcosa che i più ignorano nelle sue implicazioni più generali perché si basano solo su quello di cui conoscono bene il funzionamento.

Questo è il caso più evidente che dimostrare non dobbiamo soltanto basarci su quello che capiamo bene, che abbiamo sempre fatto. Dobbiamo imparare nuove cose o, meglio, affidarsi ad esperti, a coloro che le cose nuove le sanno e che non sono in conflitto di interessi.

#### **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.