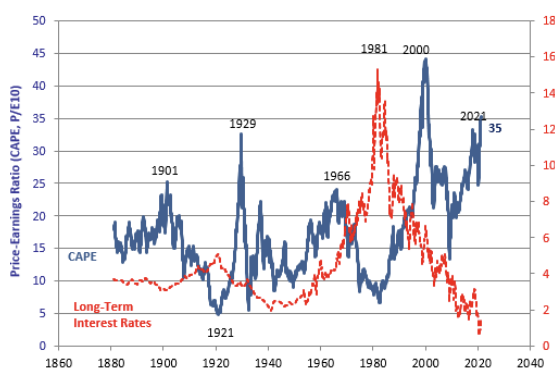


L'ILLUSIONE DELLA PREVISIONE, CAUSE, CORRELAZIONI E CONSULENZA

Alla fine della lezione 403 ho accennato brevemente a quella che ho chiamato la “illusione della previsione” in campo finanziario. Si tratta dell'estensione in questo campo dell'idea che una persona che sa come stanno le cose possa prevedere più facilmente gli sviluppi di questi fenomeni nell'immediato che non a lungo termine. Questa è un'idea che, al di fuori dei fenomeni legati all'andamento dei mercati, è molto plausibile. In effetti capita così in molte situazioni. Fate una gita in un posto nuovo e incontrate una persona del luogo che vi dice: “Vedo come sono fatte le nubi e da dove vengono: ora sembrano minacciose ma si dissolveranno e verrà il sole”. Se quella persona se ne intende, la previsione è affidabile e potete forse credergli, ma non gli credereste per certo se le sue parole, mentre guarda le nubi, si riferissero al tempo che farà tra una settimana o addirittura tra un mese. Lo stesso vale per le previsioni sportive: se una squadra è in forma, e un appassionato è un intenditore, è facile prevedere l'esito della prossima partita con una squadra in crisi, ma non è detto che le cose tra un anno o due stiano così. Col passare del tempo aumenta anche l'incertezza. Quasi sempre le previsioni funzionano in questo modo, non solo quelle relative allo sport o al meteo ma anche quelle in molti altri ambiti. Ma non in finanza.

L'illusione della previsione è collegata all'illusione della bravura, trattata nella lezione 403, nel senso che in molti ambiti, se una persona è più preparata di altre, saprà prevedere meglio le cose almeno nel breve termine. In finanza le cose non funzionano così perché nel breve periodo agisce quello che la finanza classica chiamava “rumore” per distinguerlo dai segnali a lungo termine presenti sui mercati. A loro volta questi segnali che emergono dal rumore corrispondono a trend di lungo periodo.



Ecco due trend di lunghissimo periodo che hanno reso facili le previsioni nel lungo termine al di là delle oscillazioni a breve termine: le Borse dal 2003 sono diventate sempre più care (P/E) e i tassi di interesse scendono dal 1981. Per un'analisi cfr. “Bolle di Sapone, bolle di mercato di Carlo Benetti su Academy del 29 marzo. Fonte: Carlo Benetti, Academy del 29 marzo.



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

Per gli studiosi di finanza comportamentale il rumore altro non è che le perturbazioni indotte dalle deviazioni sistematiche rilevate dalla finanza comportamentale:

- La tendenza a iper-reagire, sia in chiave ottimistica che pessimistica, alle notizie percepite come sorprendenti nel breve periodo, per esempio il blocco del canale di Suez o nuovi farmaci contro la pandemia;
- il dolore che chiama altro dolore nelle fasi di perdita che inducono a vendite massicce, come è avvenuto fino a marzo 2020;
- l'eccesso di fiducia quando le cose vanno bene e il formarsi temporaneo di bolle: la scoperta dei vaccini durante la pandemia;
- la focalizzazione su alcuni fenomeni a scapito di altri indotta dai media: gli improvvisi cali delle Borse;

- la tendenza a non vedere subito tutte le possibilità e a concentrarsi solo su alcune: trascurare per esempio il Nasdaq mentre tutti utilizzavano gli strumenti forniti dalle aziende tecnologiche sia nel lavoro che nel tempo libero;
- - l'incapacità di vedere subito i punti di non ritorno che innescano le tendenze di lungo periodo: cfr. figura precedente commentata da Carlo Benetti il 29-3-21 su Academy di GAM;
- la paura di perdere occasioni quando, finalmente, i più si sono accorti che è stato valicato un punto di non ritorno: cfr. sopra il fenomeno delle bolle temporanee;
- l'asimmetria tra le previsioni a breve termine rispetto a quella a lungo termine.

Mi soffermerò ora su quest'ultimo punto perché in passato ho già trattato i punti precedenti.



Le previsioni dei membri della Fed sui livelli futuri dei tassi hanno sempre mostrato una convergenza a lungo termine e una divergenza a breve termine: un chiaro esempio dell'illusione delle previsioni. Fonte: Bloomberg modificata.

L'illusione delle previsioni è intrecciata con quella della bravura di cui ho già parlato nella lezione 403. Essa è basata su credere che ci sia un esperto più bravo degli altri a risolvere un dato problema e che sia meglio affidarsi a lui. L'illusione della previsione è una variante nel senso che si crede che ci siano persone che, nel breve termine, siano più brave di altre a fare previsioni. Se ce ne fossero, non avremmo più l'illusione della bravura perché quest'ultima non sarebbe affatto una illusione. In realtà, come ho detto più volte i trend di lungo periodo, come il rapporto inverso tra livello dei tassi e p/e delle borse (vedi sopra), creano le condizioni per previsioni a lungo termine. Nel caso della recente pandemia i cambiamenti dei modi di vita hanno reso facile la previsione sulla accelerazione della superiorità delle aziende tecnologiche sul resto dello S&P500.

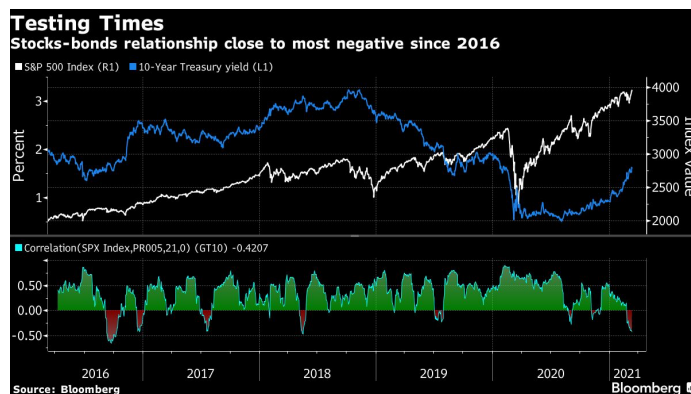
Queste due illusioni, quella della bravura e quella delle previsioni, sono interessanti perché sono collegate al tema della confusione o meno tra correlazione e causalità.

Verso metà marzo le autorità sanitarie dell'Italia e di altri paesi europei hanno sospeso la somministrazione di un vaccino perché alcuni vaccinati proprio con quel vaccino erano stati ricoverati per trombosi venosa profonda. Altri paesi, come la

Gran Bretagna, in occasioni di morti seguite a vaccino non hanno mai sospeso le somministrazioni ma indagato a fondo sulle cause. Il quesito è semplice. C'era stato un rapporto di causa-effetto oppure le morti erano soltanto correlate al vaccino, erano cioè capitate nello stesso spazio-tempo, pur non essendone la causa, visto che i numeri mostrano che sarebbero successe comunque anche senza vaccino, come era successo negli anni precedenti? Quante volte nella vita quotidiana ci accorgiamo di eventi analoghi e li cataloghiamo come "coincidenze", cioè cose che coincidono nello spazio tempo in assenza di relazione causa-effetto?

La coincidenza fa sempre colpo perché, durante la nostra vita, si tratta di coincidenze tra eventi singoli. Se invece proviamo a prendere in considerazione non il singolo evento ma la popolazione a cui appartiene quell'evento, allora le cose si chiariscono. Come ha spiegato Lucia Bisceglia, Vicepresidente dell'Associazione italiana di epidemiologia (Sole24Ore, 17-3-21, p. 8), basta guardare i dati complessivi che conosciamo e ci accorgiamo che quelle morti erano dovute al caso. Il caso è qualcosa che la psicologia popolare e ingenua considera una "non spiegazione". I dati ricordati da Bisceglia, tuttavia, mostrano che i casi di ricoveri ospedalieri sono ogni anno circa 80 ogni 100mila persone considerando la popolazione tra i 35 e i 70 anni. Quindi siamo nella media dei periodi pre-vaccino.

Questa differenza cruciale in campo sanitario tra correlazione e causalità non è poi così rilevante nel determinare l'andamento dei mercati dato che le correlazioni, se interpretate dai più come casualità, agiscono come se fossero causali nel determinare le scelte e le azioni, agiscono cioè "come se" ci fosse un rapporto di causa-effetto. Questo può distorcere le categorie interpretative di chi opera in questo campo perché può indurre a trasferire questa equivalenza anche in settori dove non vale, come per esempio nella scienza e, in particolare, nell'ambito sanitario.



In questo grafico l'andamento stocks/bonds è presentato come correlato ma se le persone credono a questa correlazione lunga e solida agiscono "come se" avessimo a che fare con rapporti di causa-effetto: i tassi bassi permettono la crescita delle azioni perché il premio al rischio, circa 4, non è così alto essendo i tassi a zero. Fonte: Bloomberg modificata.

In poche parole il mondo degli investimenti funziona sulla base di decisioni di investitori semplici, non di accademici e grandi esperti dei rapporti cause/effetti. Sono i più, gli inesperti, che muovono il mondo e questi se vedono a lungo una correlazione tra fenomeni agiscono come se ci fosse causalità. Non la scelta in astratto migliore prevarrà, quella che si potrebbe prevedere in base a una teoria della razionalità, ma quella che sarà adottata da più persone. Di qui il celebre meccanismo della “saggezza delle folle”.

Quando oramai più di un secolo fa un grande statistico e scienziato, che aveva innovato le scienze umane e sociali, Francis Galton, andò a una fiera in un paesino della Cornovaglia, allora lui, che era un nobile, si accorse della inarrivabile saggezza delle folle. E come se ne accorse? Andò a una fiera di campagna. Il vincitore sarebbe stato quello che sarebbe andato più vicino al peso di un bue dopo che questo era stato squartato da esperti macellai nei pezzi classici con cui si vende un bue. E chi vinse? Gli allevatori, i macellai, i grossisti, le massaie che compravano i singoli pezzi, i ristoratori? No, nessuno di costoro. Erano gli esperti tra la folla numerosa che aveva partecipato alla gara. Quella che vinse fu la stima media dei partecipanti. Se voi cioè calcolate, come fece per la prima volta Galton, la media delle risposte, la media si avvicinerà alla realtà più della singola risposta di uno specifico esperto, a qualsiasi categoria appartenga. La spiegazione è semplice: gli errori dei singoli, in eccesso o in difetto, si compensano con gli errori degli altri. Quindi sui mercati nulla è nascosto. Si impone la saggezza delle folle: non ci sono scelte singole miracolose, ricette nascoste, ci sono le grandi tendenze che abbiamo elencato. E queste grandi tendenze durano nel tempo: dietro ci sono miriadi di persone sconosciute, per sempre a voi sconosciute, lontane, in ogni paese del mondo industriale. Quindi non c'è nulla da tenere sotto controllo, il vostro portafoglio si terrà sotto controllo da se stesso, e non proverà emozioni né se scende né se sale.

Più avanti mi dedicherò meglio al fenomeno delle correlazioni che diventano causali in relazione ai tassi e ai punti di non ritorno. Carlo Benetti, in una bellissima lezione, ha ricordato che, mentre gli autori del film “Una poltrona per due” scrivevano la sceneggiatura del film, l’inflazione negli Stati Uniti era inferiore al 4%. Al contrario il titolo di stato governativo decennale, investimento super-sicuro, rendeva più del 13% (tassi reali del 9%, fantastico!). La protagonista è una donna ancora giovane (attrice: Jamie Lee Curtis, fantastica) che pensa di abbandonare la vita allegra che l’aveva arricchita e di ritirarsi. Oggi questo non sarebbe possibile: il governativo decennale rende circa l’1,5% e l’inflazione è quasi identica. Impossibile oggi realizzare quello che era il progetto di vita di Jamie Lee Curtis nel 1983. Da quei tempi i rendimenti dei Treasury e, più in generale, il reddito fisso è sempre sceso. Ora questo periodo lunghissimo è giunto al punto di non-ritorno. Non torneremo con rendimenti così bassi come quelli visti durante l’estate 2020. Tornerà una Jamie Lee Curtis? Non ancora, per molto, molto tempo. I consulenti faranno bene a spiegare tutto ciò ai clienti, anche se non è intuitivo, dato che sono abituati ai mondi del passato.



I tassi del decennale e del quinquennale Usa governativo stanno risalendo leggermente dopo una discesa lunghissima. A metà del 2020, in piena pandemia, abbiamo avuto il picco più basso. Ma i rendimenti del quinquennale e del decennale Usa restano comunque molto bassi su base storica. Fonte: Economist modificata.

Probabilmente ci vorrà dunque molto tempo perché si rialzino. Perché tanto tempo? Ci vorrà tanto tempo dato che sarà necessario, proprio in ordine di tempo, che:

- La pandemia finisca
- L'economia Usa si riprenda
- Ci sia meno bisogno di stimoli governativi e della Fed
- Cresca un po' l'inflazione da domanda
- La Fed tolleri dei Treasury bond decennali che rendono più del 3% annuo (ora sfiorano l'1,8%).

A quel punto le Borse Usa ne risentiranno negativamente? Non è detto. Storicamente l'inflazione non ha danneggiato le Borse: quello che conterà saranno gli utili delle imprese in questi scenari futuri e, purtroppo, forse ancora lontani.

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.