

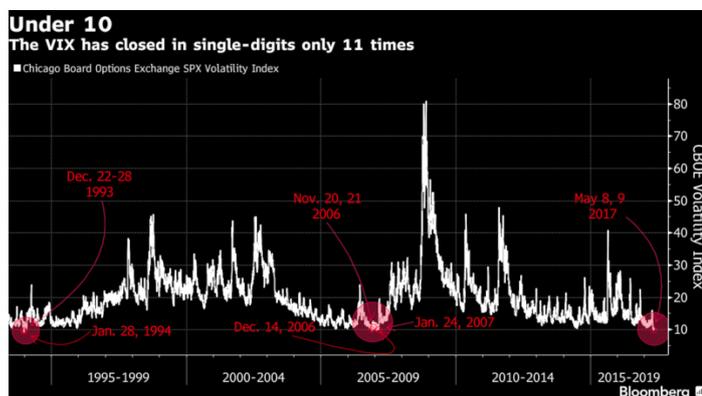
# I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 282 – 30 agosto 2018

## Finanza e esperienza passata

Se, come vuole la vulgata, il VIX va considerato l'indice della paura, mai dovremmo essere sicuri dei mercati come da qualche anno a questa parte e non dovremmo provare paura alcuna (vedi grafico). Dovrebbe, in teoria, essere un Agosto (e le eventuali vacanze) da trascorrere al segno di una grande tranquillità, una serenità d'animo che abbiamo provato in precedenza (forse soltanto nel 2006 e nel 1993?).

Ma siamo sicuri che le cose stiano proprio così? La lettura dell'Economist, di Bloomberg e delle altre gazzette finanziarie non sembra dare questa impressione.



Le vacanze di questi ultimi anni avrebbero dovuto essere caratterizzate da una serenità d'animo e mancanza di paure molto tranquillizzanti. Ma solo se il Vix fosse un indicatore delle paure presenti sui mercati. Raramente la misura del Vix la si è potuta indicare con una sola cifra! Fonte: Bloomberg modificata.

Le persone continuano a avere paura perché dubitano del fatto che l'esperienza passata sia una buona consigliera. Le cose possono cambiare. E cambiare per sempre.

Ci sono dei punti che segnano l'inizio di un nuovo paradigma. Per esempio, questa crisi è stata affrontata dalle banche centrali in modo nuovo, pompando masse un tempo incredibili di liquidità. E così le consuete correlazioni tra il credito, le azioni e i prezzi delle case, nelle 17 economie avanzate, è scomparsa. Dissolta, fino a quando?

Mentre in passato la correlazione consigliava una diversificazione tra real estate, obbligazioni e azioni, nell'ultimo decennio un portafoglio fortemente sbilanciato sulle azioni ha fatto meglio del resto. E lo ha fatto per lungo tempo, decorrelandosi dal resto (cfr. Grafico).



Il grafico mostra gli ultimi 130 anni sui mercati delle principali 17 economie. Case e credito sono correlati, cioè si sono mossi insieme. Anche le azioni, ma non in questo secolo. Un nuovo paradigma? Fonte: Economist modificata.

Le cose non erano andate esattamente così nella precedente crisi, quella degli anni 30, da molti paragonata all'ultima crisi.

Come mostra l'Economist di fine luglio (riprendendo un'analisi di Andrew Ang), durante il decennio dal 1926 al 1936, un portafoglio per il 60% fatto di azioni e per il 40% di obbligazioni, ritoccato continuamente per tenere ferma questa proporzione, ha fatto meglio di un portafoglio composto al 100% di azioni.

Non solo. Se si estende l'esame dal 1926 al 1940 vediamo che le obbligazioni hanno fatto meglio delle azioni: finora il più lungo periodo della storia finanziaria. Se avessimo ripetuto questa strategia del 2008 a oggi le cose non sarebbero andate così.

## Weight watchers

United States, cumulative returns, \$  
January 1926=1



### The Economist

Confronto tra un portafoglio fatto per il 60% di azioni e 40% di reddito fisso con un portafoglio di reddito fisso puro e di azioni pure negli USA, dal 1926 al 1940. Fonte: Economist modificata.

Il fatto è che l'esperienza passata, se basata su pochi casi, non è spesso una buona consigliera. Le cose cambiano. E, più in generale, la nostra esperienza passata può illuderci profondamente. Soprattutto quando siamo convinti che le cose vadano così perché personalmente le abbiamo viste andare così.

A questo proposito, avendo appena compiuto i 76 anni, vi voglio raccontare un episodio della mia formazione universitaria:

Autunno 1964, università di Padova. Paolo Bozzi è l'unico docente di psicologia per gli studenti di filosofia. Entra in aula e fa scivolare un'automobilina rossa su un piano leggermente inclinato. Tutti vedono che l'automobilina scompare dietro una scatola di cartone e poi riappare. Domanda di Bozzi:

"Perché avete visto l'auto passare dietro la scatola?". Risposte varie: "Perché la scatola l'ha nascosta", "Perché le auto non cambiano passando dietro un ostacolo", "Perché le cose non si dematerializzano quando non le vediamo". Bozzi: "Com'è che sapete queste cose?". "L'abbiamo imparato: chi non ha visto auto celate alla vista ricomparire subito dopo?".

Paolo Bozzi sostituisce rapidamente l'auto rossa, mentre sta passando dietro la scatola, con un'automobilina verde. Pochi notano: "L'auto ha cambiato colore!". Domanda: "E' la stessa auto?", "Sì, certo, ma di colore diverso". Commento di Bozzi:

"Beh, questo non l'avevate mai visto, forse l'esperienza passata non c'entra". Ulteriore prova: il professore mostra un filmato primitivo (allora non c'erano i computer). Si vede riapparire un triangolo dopo che è passato dietro un quadrato più grande.

Sono solo ombre in movimento, piatte su un muro. Mai viste prima cose del genere. Conclusione: il sistema visivo funziona per conto suo, anche se non ce ne rendiamo conto.

Ai tempi di Bozzi, più di mezzo secolo fa, si sapeva che percezione e attenzione sono meccanismi spesso automatici (ma non sempre), al di fuori del controllo cosciente. Nell'ultimo mezzo secolo si è scoperto che lo stesso vale per i processi di pensiero, considerati il pinnacolo della Razionalità, quello che ci differenzia da tutte le altre specie animali.

L'esperienza passata quindi non conta? Come mai? Il fatto è che, via via che il mondo cambia, noi modifichiamo anche i criteri di classificazione degli eventi. Questo fa sì che non sempre l'esperienza passata sia una buona guida perché classifichiamo gli eventi del mondo con categorie nuove, senza rendercene conto. Nella prossima lezione vedremo come funziona questo meccanismo.



Talvolta le cose che non possiamo cambiare finiscono per cambiare noi.

Nella prossima lezione vedremo l'applicazione di queste nozioni al mondo economico e finanziario.



**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](http://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. 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.