

# ANNO NUOVO, VITA NUOVA (SI SPERA)

Si apre un anno nuovo, a noi davanti. Si chiude un anno ottimo sui mercati azionari, un lustro ottimo, un decennio ottimo ... (cfr. la prima figura e la sua didascalia). Ma non pensiamo al passato. Siamo alla prima lezione dell'anno e, coraggio, pensiamo al futuro. Quindi desidererei parlare ai consulenti di un problema che mi sembra non sia stato approfondito in passato, almeno non a sufficienza. A me pare, spero non sbagliarmi, che sia un problema importante, tant'è che ci sto dedicando un libro che uscirà l'anno prossimo, in primavera. Si tratta della facilità ad aggiungere rispetto alla difficoltà nel sottrarre. Sembra vago, detto così. Ma guardiamo ai risparmi e agli investimenti, che è poi il tema che qui ci interessa. In concreto quello che succede è che le persone tendono ad aggiungere via via che risparmiano, spesso secondo la sequenza: prima casa, seconda casa, assicurazioni, titoli ... E così via. Ma non tendono quasi mai a disfarsi degli investimenti precedenti.

Questa asimmetria conduce a una certa inerzia, ma non è pigrizia, è un comportamento, invece, dovuto alla difficoltà a ritornare sui propri passi. Succede così, alla fine di questa storia prevalentemente fatta di addizioni, che gli investitori non più giovani tendano a possedere un aggregato che è il risultato di molte addizioni. E tuttavia raramente è stato soggetto a sottrazioni, e cioè a sostituire porzioni significative degli investimenti del passato, per esempio l'immobiliare, sostituendole con forme nuove, per esempio la tecnologia. Questa è forse la spiegazione profonda, ancorata cioè nella mentalità degli individui, dell'assetto totale dei risparmi degli italiani, almeno di quello attuale:

molte case, che difendevano dall'inflazione di un tempo e che davano un servizio indispensabile, almeno la prima casa, molto reddito fisso e titoli di stato che portano con se le tracce di quando i rendimenti erano alti (e giudicati soddisfacenti, anche se c'era più inflazione, ma si sa: l'illusione monetaria), molte poche azioni perché temute in quanto rischiose dato che il riferimento principale per i più era il mercato italiano. Quelli della mia generazione (avevo giusto vent'anni) ricordano bene il film L'Eclisse di Antonioni dove la borsa viene presentata come il regno della confusione e dell'azzardo incomprensibile:

[https://movieplayer.it/foto/una-scena-de-l-eclisse-la-confusione-della-borsa-valori\\_16057/](https://movieplayer.it/foto/una-scena-de-l-eclisse-la-confusione-della-borsa-valori_16057/)

Ecco: il nostro presente è retaggio di questo passato, delle addizioni successive fatte dai risparmiatori/investitori che sono oggi si ritrovano anziani, in maggioranza, e che detengono gran parte dei diecimila risparmi che sono stati allocati nei modi che ho già detto.



Lo S&P 500 registra la corsa più lunga dal 1997. Nel decennio (al 11.12.21), le borse americane sono salite del 15,59% annuo in euro, quelle europee del 6,74% e quelle mondiali del 12,32%. Nell'ultimo lustro queste percentuali sono state molto più alte come si nota in figura. Ai giovani questo può dare la falsa impressione che le borse salgano sempre. Fonte: Bloomberg modificata.



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



La tecnologia viene spesso pensata come “americana”, ma il sovra-rendimento di questo settore riguarda anche l'Europa che presenta oggi rapporti P/E molto alti rispetto all'indice generale. Fonte: Bloomberg modificata.

Il primo ad accorgersi di questo meccanismo mentale che premia l'addizione quando si cerca di raggiungere una meta fu lo psicologo inglese Frederic Bartlett nel suo *Thinking* del 1958. Bartlett aveva ideato un modo curioso per capire se arriva un punto in cui noi preferiamo comunque andare avanti, anche se in realtà converrebbe tornare indietro, rivedere una scelta precedente, e trascurare quanto già fatto per imboccare una nuova via.

Il compito ingegnoso che Bartlett presentava ai partecipanti agli esperimenti consisteva nel trovare la strada più veloce su una mappa stradale per andare dal punto A al punto B. Non forniva però la mappa completa, contenente tutte le strade possibili e le posizioni di A e di B, proprio come in una consueta carta stradale. Aveva predisposto una mappa suddivisa in molti quadrati in cui la maggioranza dei quadrati era coperta. All'inizio si vedeva solo la posizione di A, quella di B, e una porzione della mappa per poter partire da A. Immaginate che A fosse in basso a sinistra e B in alto a destra della carta stradale e che quindi la direzione iniziale da prendere fosse Nord-Est. Dato che è disponibile soltanto la sezione della mappa per partire, le persone prendono le strade dirette verso B, quelle che portano a Nord-Est, cioè verso destra e in alto della mappa. Quando vengono rese visibili le porzioni successive, si cerca sempre di fare la strada che punta di più verso B. Poi, improvvisamente, viene mostrata una sezione della mappa in cui la strada percorsa cercando di andare verso B è bloccata. Converrebbe tornare indietro e prendere un'altra strada. Si sceglie di tornare indietro? Dipende da quanta strada è stata fatta in precedenza. Se il blocco arriva presto, all'inizio del viaggio, le persone ci ripensano, tornano indietro e imboccano una nuova via. Ma se hanno già fatto molta strada e se devono tornare all'indietro di più quadranti, allora proseguono sperando che le porzioni successive della mappa permettano di superare in qualche modo il blocco.

Con questi esperimenti Bartlett ha mostrato come funziona quello che lui, per primo, ha chiamato “il punto di non ritorno”. Da allora questa nozione è stata molto studiata (cfr. Logan, 2015). Si tratta di una nozione cruciale nelle scelte di investimento perché l'irrompere della pandemia ha segnato un punto di non ritorno nella superiorità degli indici tecnologici rispetto agli altri mercati azionari e, inoltre, dei mercati azionari rispetto a qualsiasi altra forma di investimento, almeno tra le principali e sicure (vedi figure sopra). Il cumularsi degli investimenti nel corso della vita e la tendenza a non “smontarli” quando si è vecchi dipende da un mindset più generale che per solito ci rende inclini a non eliminare quanto già fatto come ha dimostrato per primo Bartlett. La sottrazione nei compiti simili a quello di Bartlett è ancora più ostica se siamo osservati da altri perché tornare indietro equivale implicitamente ad ammettere apertamente di essersi sbagliati. E questo vale spesso nel campo degli investimenti, soprattutto con il pernicioso “fai da te”. Al contrario, se anche lavoriamo da soli, quando siamo concentrati e nessuno ci guarda, noi viviamo una tensione verso la meta che rende difficile sottrarre quanto abbiamo già fatto, tornare indietro e ricominciare. Di fronte a un blocco, tendiamo a continuare nella strada scelta in precedenza sperando che in futuro qualcosa vanifichi il blocco. Anche in questo caso, dunque, aggiungere è più spontaneo di sottrarre.

La concentrazione verso una meta gioca un ruolo importante nel nascondere ai nostri occhi (sia agli occhi con cui vediamo sia a quelli della mente con cui immaginiamo), le operazioni per una possibile sottrazione come, nel caso degli esperimenti di Bartlett, l'annullamento della strada già fatta.

Un semplice esercizio di apparente magia che ho eseguito più volte, quasi sempre con successo, lo dimostra e può essere un bel gioco da fare durante le Feste ai più piccoli.

Presentate a dei bambini sei carte da gioco, tutte e sei solo figure: fanti, regine e re dei diversi semi. Dite ai partecipanti al gioco che devono scegliere una carta tra le sei e imprimersele in memoria. I bambini scelgono una carta e pensano solo a quella per ricordarsela bene. Di conseguenza non prestano alcuna attenzione alle altre cinque carte. In seguito a giochi e attività varie, passato un po' di tempo, presentate cinque carte dicendo:

“Ecco solo cinque delle sei carte da lei osservate poco fa. Con i miei poteri magici ho eliminato proprio quella che Lei aveva scelto e tenuto a mente!”.

L'effetto è impressionante, se ben presentato: in realtà voi avete mostrato cinque carte del tutto nuove rispetto alle precedenti, ma sempre solo carte con figure e quindi facili da confondere con quelle presentate prima. Ovviamente non sapete affatto quale fosse la carta memorizzata dai bambini. Ma dato che sono tutte nuove, quella memorizzata necessariamente non è più presente. I partecipanti al gioco, però, non si accorgono che le cinque carte sono tutte cambiate rispetto a quelle di prima perché hanno badato solo a quella da loro scelta, dimenticando le altre a cui non avevano prestato attenzione essendosi concentrati solo sulla “loro” carta.

Tutti capiscono che c'è un trucco, ma non capiscono dove sia. Il trucco è nella loro testa ed è prodotto dal meccanismo di concentrazione sulla carta da ricordare e di eliminazione di tutto il resto. In questo ambito la sottrazione dell'attenzione è resa necessaria dal fatto che le nostre risorse cognitive sono limitate ragion per cui se le concentriamo su un punto dobbiamo sottrarle da tutto il resto. Per solito questa sottrazione è benefica ma, in alcuni casi, può condurci a non prestare attenzione ad aspetti importanti dell'ambiente circostante. Oggi il fenomeno è stato scandagliato in laboratorio e misurato in tutti i suoi aspetti. Eppure, in sostanza, la questione della sottrazione dell'attenzione - con il beneficio della concentrazione e l'eventuale maleficidio della disattenzione - era già stata posta da Francesco Bacone quando aveva osservato (1605/1974, p. 33) che: "... quando porti la luce in un angolo, si lascia al buio il resto..." ("... when you carry the light into one corner, you darken the rest..."), *The Advancement of Learning and New Atlantis*, Londra, Oxford University Press; trad. it. *La dignità e il progresso del sapere divino e umano in Scritti filosofici*, Torino Utet, 1975).

Le domande cruciali sono: siamo consapevoli di aver lasciato tutto il resto al buio? Sappiamo che cosa è temporaneamente celato dal buio? Sono domande necessarie per poter distinguere tra due tipi di sottrazioni. Nel nostro caso: siamo consapevoli di quello che abbiamo scartato quando teniamo fermi gli investimenti nelle forme e nelle sedi in cui lo abbiamo collocato in passato? Ci sono le sottrazioni che permettono una concentrazione benefica su un solo punto dello spazio di un problema, così da approfondire tale punto focalizzandoci su di esso e esplorandolo a fondo. Purtroppo nel campo degli investimenti è molto più frequente quel tipo di difficoltà che consiste nel non operare sottrazioni che ci rivelerebbero nuove possibilità, nuove strade che si sono "aperte" dopo il "punto di non ritorno" (cfr. quanto detto sulla pandemia anche nelle lezioni precedenti). La distinzione sembra banale, ma in concreto le cose sono più complesse. Se noi siamo concentrati su un punto dello spazio visivo che è indispensabile per risolvere un problema, possiamo non accorgerci che, nel frattempo, il resto del campo visivo è cambiato. Quindi, quando ci siamo concentrati su quel punto, abbiamo sottratto tutto ciò che in un dato momento pareva irrilevante e ininfluente. E tuttavia, in seguito, la sottrazione ci acceca a fronte di un cambiamento dello scenario che potrebbe giocare un ruolo cruciale nelle nostre scelte (e torna il discorso sui diversi tipi di investimenti).

Un famoso esperimento dimostra questo punto in modo chiaro. Daniel Simons e Christopher Chabris nel 1999 hanno presentato a dei volontari un video in cui veniva inquadrato un gruppo di persone, alcune vestite di bianco, altre di nero, che si passavano la palla. Era stato chiesto di contare i passaggi di palla fra le persone in tuta bianca non badando ai passaggi fra quelle in tuta nera.

Si scopre così che molti dei partecipanti alla prova, quasi la metà, impegnati a contare i passaggi fra i bianco-vestiti non si accorgono del fatto che durante l'azione una persona travestita da gorilla sta attraversando lo sfondo del campo visivo. Ho presentato anni fa questa prova simultaneamente a due gruppi di insegnanti: metà doveva concentrarsi sui passaggi della palla e metà no. Se raccogliete i dati in contemporanea in un'aula divisa in due, il risultato è impressionante: la sottrazione del campo visivo dovuta alla necessità del conteggio fa sì che solo due insegnanti su dieci in una metà dell'aula si accorgano della presenza gorilla. Al contrario nel gruppo che deve solo osservare la scena senza contare i passaggi se ne accorgono tutti e restano stupefatti della disattenzione dei colleghi.

Potremmo chiamare questa forma di cecità selettiva "sottrazione a nostra insaputa del campo", per distinguerla dai casi in cui ci concentriamo su un punto dopo aver consapevolmente preso in considerazione tutto il resto ed averlo escluso. Un analogo effetto si verifica anche nell'ambito dei processi di pensiero. Ed è proprio nel pensiero che accade quel che qui ci importa. Essenzialmente due effetti che si spiegano con il funzionamento abituale della nostra mente e che danneggiano i nostri investimenti:

1. Non si colgono i punti di non ritorno anche quando sono evidenti come all'inizio della pandemia.
2. Non si ristrutturano il portafoglio che tende a privilegiare le addizioni rispetto alle sottrazioni.

Un buon consulente deve tenere sempre presenti questi due punti nell'interagire con i suoi clienti e deve avere pazienza (oltre, ovviamente, a non essere in conflitto di interessi e quindi essere tentato dalla possibilità di sfruttare i due punti invece di proteggere il suo cliente). Ma il vantaggio per gli investimenti del cliente sarà considerevole perché il loro avversario principale non è l'andamento dei mercati ma l'andamento dei pensieri e delle emozioni nella testa del proprietario degli investimenti stessi.

#### 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.