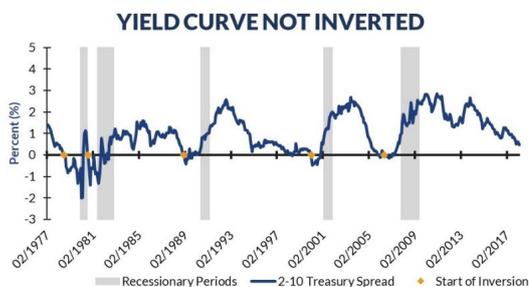


# UN ANNO: TANTO O POCO?

Le prime settimane dell'anno sono l'occasione per augurare Buon Anno, ricordando però che un anno è spesso un periodo troppo corto per valutare l'andamento dei nostri investimenti. I periodi corti tendono a farci agire impulsivamente e possono indurre a sopravvalutare i segnali.



Source: PMFA, Federal Reserve Economic Data (FRED)

Alla fine del 2019 per poco tempo la curva degli spread 2-10 anni si è invertita ma i mercati non ne hanno ancora risentito. Fonte: Bloomberg modificata.

E' vero però che il ciclo economico sta rallentando sulla base delle interviste agli operatori mondiali sia nel campo delle manifatture sia in quello dei servizi.



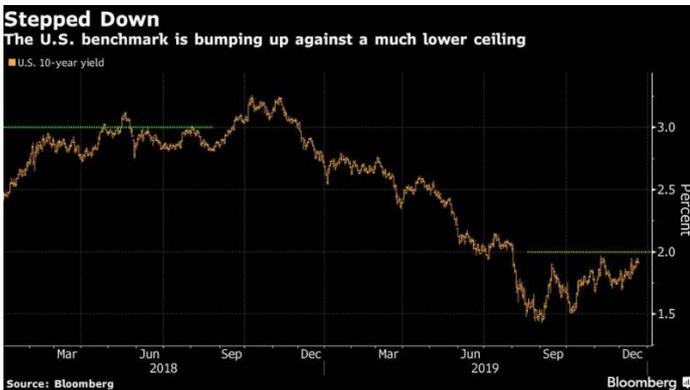
## The Economist

Il ciclo economico sta rallentando sulla base delle interviste agli operatori mondiali sia nel campo delle manifatture sia in quello dei servizi. Fonte: Economist modificata.

In effetti sembra che i tassi USA si siano ripresi dopo aver toccato un minimo a settembre 2019. E tuttavia sembra anche che il tetto verso cui si rimbalza si sia abbassato dal 3% al 2%, come mostra la figura sotto riportata. Forse questa è veramente la "nuova normalità".



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



I tassi USA si sono ripresi dopo aver toccato un minimo a settembre 2019. Fonte: Bloomberg modificata.

Il 2019 è stato un anno fortunato per le borse mondiali, soprattutto quelle statunitensi. Si è aggiunto ai due anni migliori del passato formando così una tripletta stupefacente: 1999-2009-2019. Forse che alla fine di ogni decennio regna l'ottimismo?



Guadagni favolosi alla fine del 2019 perché durante l'anno sono salite quasi tutte le asset class, anche se la crescita viene misurata con una valuta che è stata forte come il dollaro statunitense. Fonte: Bloomberg modificata.

Dovremo aspettare ancora che passino dieci anni, fino al 2029? Questa sorta di pensiero magico dipende dal fatto che la mente umana vede schemi, combinazioni e coincidenze anche dove in realtà queste sono del tutto fortuite. Come abbiamo detto più volte, il nostro pensiero aborre il caso. E questo danneggia spesso chi non ha un consulente e non è un esperto (cioè quasi tutti). Si finisce a gestire con il superbo "fai-da-te" i risparmi che spesso sono stati così faticosi e difficili da cumulare. A una fatica tenace e frugale nella raccolta oculata e paziente seguono purtroppo, almeno nella maggioranza dei casi, molti errori nelle scelte d'investimento.

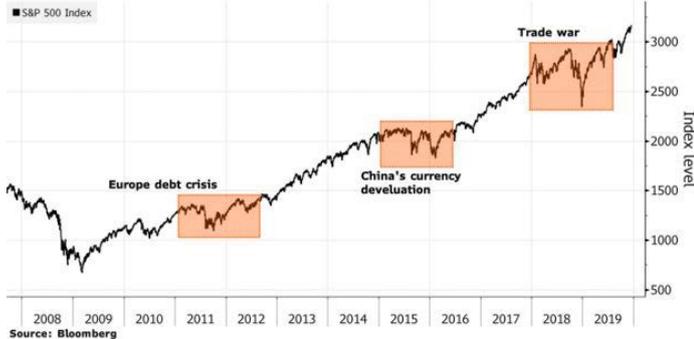


Così splendente il 2019, ma non così favoloso se la finestra temporale si allarga un po' e risale al settembre 2018. Fonte: Bloomberg modificata.

Che si tratti di pensiero magico è facile mostrarlo. Basta allungare l'orizzonte temporale di pochi mesi. Invece di esaminare l'anno che ci siamo lasciati alle spalle, proviamo a risalire all'indietro di pochi mesi. Guardiamo come sono andati i mercati dal settembre 2018 invece che dal gennaio 2019. Il quadro è completamente diverso. E non si tratta di un semplice gioco statistico. Il confronto tra queste due figure si spiega con la forte discesa dei mercati alla fine del 2018. E così una quantità enorme di risparmi, spaventata dal forte calo, è uscita dai mercati per rientrarvi solo alla fine del 2019 perdendosi un'occasione favolosa. Ecco come la mente umana ci gioca brutti scherzi. Ancora una volta agisce con la consueta regolarità l'architettura del cervello che regola il funzionamento dell'uomo come decisore. E' un funzionamento che viene rinforzato da effetti di contagio se le menti comunicano le une con le altre creando quei timori diffusi che hanno prodotto conseguenze nocive amplificando i timori delle menti dei singoli individui. Eppure possiamo ridurre la nostra vulnerabilità con uno stratagemma facile. Semplice: basta allargare gli spazi degli investimenti, diversificando la prospettiva a livello mondiale e ampliando la finestra temporale con cui esaminiamo gli andamenti dei nostri investimenti. Semplice? Semplice e al contempo difficilissimo. Arduo perché vogliamo sempre controllare il nostro patrimonio (e magari tralasciamo il capitale umano). Non solo vogliamo controllare, ma cerchiamo anche di padroneggiare e muoverci entrando e uscendo dai mercati. Ci illudiamo grazie a una fiducia eccessiva nelle nostre capacità, di cavalcare i mercati. Eppure la stragrande maggioranza degli esperti, alla fine del 2018, non aveva previsto la favolosa crescita dei mercati nel 2019. Le regolarità della mente spiegano di più e prevedono meglio che non gli esperti della finanza. Sembra un paradosso, ma è così.

### Mini-Cycle

JPMorgan notes bull market has endured crisis every three years



Bastava aspettare. Dal marzo del 2009 abbiamo avuto tre mini-cicli correttivi. Se aveste ampliato la finestra temporale a due anni, questi mini-cicli si sarebbero rivelati semplicemente dei transitori periodi di “mancati guadagni” all’interno di un decennio favoloso di crescita. Se la vostra finestra temporale era di mesi, allora sareste probabilmente usciti dai mercati perdendo delle buone occasioni. Purtroppo l’asimmetria tra dolore delle perdite e gioia dei guadagni ha colpito ancora. Tale asimmetria è incorporata profondamente nel cervello umano e implacabilmente inquina le nostre scelte. Fonte: Bloomberg modificata.

Le leggi con cui funziona la mente umana permettono previsioni sistematiche, quelle degli esperti di economia e finanza emergono solo su tempi lunghissimi. E questi tempi lunghissimi non ci sono neppure essi utili se vogliamo ricavarne scelte di timing per l’entrata e l’uscita dai mercati. Nel corso del 2019, in effetti, se esaminiamo una serie storica secolare, i mercati statunitensi erano sempre super-cari. Ora se esaminiamo il rapporto tra

prezzi delle azioni e utili delle aziende quotate questo è in media, su più di un secolo, di circa 16 (si può computare in modi diversi ma ai nostri scopi non conta che consideriate medie o mediane corrette per il ciclo). Potreste allora decidere di vendere quando il valore è sopra 16 e acquistare quando è sotto 16? Non sarebbe saggio perché la media è assai poco indicativa come guida per l’azione. Per la maggior parte del tempo i mercati sono sopravvalutati o sottovalutati nel senso che i loro valori si collocano al di fuori di una banda di oscillazione che è del 15% superiore o inferiore alla media storica. Ragion per cui questa media storica poco ci dice. Al punto che se la prendiamo come riferimento per la scelta dei tempi abbiamo un curioso paradosso. Gli investitori sono contenti, quasi euforici, quando i mercati sono molto sopra la media storica, come alla fine del 2019, e preoccupati e tristi quando si collocano molto al di sotto della media storica, come all’inizio del 2009.

Speriamo che il 2020 porti saggezza. Speriamo che spazzi via impulsività e scelte fuori-tempo dettate proprio dall’impazienza. I mercati oscillano, hanno oscillato e oscilleranno sempre, ma i guai non stanno nelle oscillazioni dei mercati ma nelle impazienze e intemperatività delle teste di molti investitori.

#### 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.