

9 agosto 2016

## **PERCHÉ L'INCERTEZZA PESA PIÙ DEL RISCHIO**

*Le valutazioni degli investitori internazionali sull'impatto del No al referendum e quei precedenti fino alla Brexit. Il precedente della campagna elettorale di Schröder*

di Francesco Giavazzi

Viviamo nel tempo dell'incertezza. Ma che cos'è con precisione l'incertezza, e che effetti ha sul comportamento delle persone, in particolare degli investitori finanziari? L'Italia sta entrando in un periodo di elevata incertezza politica: che effetti può avere sui mercati? Vi sono modi per attenuarli? Esporsi a situazioni che comportano dei rischi fa parte della nostra vita quotidiana, ma l'incertezza è diversa dal rischio. Come spiegò un economista americano, Frank H. Knight, nel 1921, affrontare un rischio significa esporsi ad un evento aleatorio essendo in grado di stimare la probabilità che esso si verifichi: gioco alla roulette e so che (se non è truccata) la probabilità che esca il rosso è esattamente 50 per cento. In situazioni di incertezza, invece, questa stima non è possibile.

Un esempio di questi giorni è la possibilità di trovarsi nel mezzo di un attentato terroristico: non c'è modo per stimare la probabilità che un terrorista si faccia saltare in aria nell'aeroporto dal quale partirò domani. Come reagiscono le persone in queste due situazioni? Spiegano i miei colleghi Pierpaolo Battigalli, Simone Cerreia, Fabio Maccheroni e Massimo Marinacci, grandi esperti di incertezza, che le persone di solito preferiscono fare scelte che comportino rischi conosciuti invece che sconosciuti, cioè preferiscono esporsi al rischio che all'incertezza. Per esempio, preferiscono investire in una tecnologia già adottata che in una nuova, anche se sanno che la prima risulta efficace solo nel 50 per cento dei casi. Questo atteggiamento è conosciuto come «avversione all'ambiguità».

L'avversione all'ambiguità ha due conseguenze. Innanzitutto, più le persone sono avverse all'ambiguità, più insistono nelle loro scelte, con la conseguenza che diventa difficile indurle a cambiare il loro comportamento. Per esempio, indurle a lavorare di più cambiando la tassazione sul lavoro. Un altro modo in cui le persone reagiscono all'ambiguità è rifugiandosi in «porti sicuri»: questo accade nei mercati finanziari con un fenomeno che viene chiamato flight to quality. Pensiamo a quanto accadde il 14 settembre 2008, il giorno del fallimento della banca statunitense Lehman Brothers. Ex post, è relativamente facile individuare ciò che fece esplodere quella banca, ma ex ante è questione diversa. Gli investitori sapevano che la realtà dei mercati finanziari è molto complessa, con milioni di potenziali punti deboli, ma non li avevano mai presi in considerazione perché li ritenevano irrilevanti in tempi normali. Quando Lehman fallì, e le interdipendenze fra quei punti deboli divennero essenziali, si trovarono catapultati da una situazione di rischio, in cui erano abituati a operare, a una di incertezza. E reagirono proprio come suggerisce la teoria dell'avversione all'ambiguità, abbandonando tutti gli strumenti finanziari (i cui prezzi crollarono) e rifugiandosi nei titoli garantiti dallo Stato. Qualcosa di simile è accaduto dopo la Brexit. Dalla sera alla mattina gli investitori si sono trovati di fronte ad una situazione difficile da valutare con gli strumenti usuali: che sarebbe accaduto alle relazioni commerciali fra Gran Bretagna e Unione Europea, come sarebbero stati riscritti i trattati con Stati Uniti,

Canada, India e gli altri grandi partner commerciali della Gran Bretagna? Ancora una volta la reazione è stata una fuga dalla sterlina per rifugiarsi in Paesi meno incerti.

Un'altra conseguenza dell'avversione all'ambiguità riguarda il modo in cui le persone reagiscono alle riforme. Pensiamo al dibattito attualmente in corso su una possibile modifica di alcune regole pensionistiche. Tommaso Nannicini, sottosegretario alla presidenza del Consiglio, ha detto (Il Sole24Ore del 7 agosto) che occorre trovare «misure di solidarietà interne al sistema previdenziale che aiutino le carriere discontinue a colmare alcuni vuoti contributivi». In altre parole, occorre ridurre le pensioni relativamente più elevate per compensare quelle che altrimenti sarebbero troppo basse. Ma senza specificare che cosa si intende per pensioni relativamente più elevate, si introduce un elemento di incertezza: alcuni pensionati non sanno né se saranno fra coloro che verranno colpiti, né di quanto. Di fronte a questa incertezza possono solo cercare di risparmiare di più, preparandosi al peggio. Lo stesso accadde in Germania nei mesi precedenti le elezioni del settembre del 1998. Durante la campagna elettorale Gerhard Schröder si era impegnato, qualora avesse vinto, a cancellare la riforma pensionistica appena varata dal suo avversario, il cancelliere Helmut Kohl. Ma non disse quali provvedimenti alternativi avrebbe adottato, poiché tutti sapevano che il sistema pensionistico tedesco non era sostenibile. Di fronte all'incertezza, nei mesi precedenti quell'elezione vi fu una caduta dei consumi e una forte crescita del risparmio privato. Evidentemente i cittadini tedeschi reagirono all'incertezza proteggendosi e risparmiando di più. Il risultato fu un forte rallentamento dell'economia anche perché Schröder, che vinse quelle elezioni, impiegò alcuni anni prima di varare la sua riforma pensionistica.

Il referendum costituzionale del prossimo autunno, e le conseguenze che provocherà, sono un'importante fonte di incertezza. Gli investitori esteri — che detengono più della metà del nostro debito pubblico — leggono che la vittoria del No potrebbe provocare la caduta del governo. Dopo essere stati esposti alla narrazione di una nuova era politica, si chiedono se sia stata solo un'illusione, non capiscono che cosa potrebbe accadere dopo. In altre parole non si trovano ad affrontare un rischio dal quale hanno gli strumenti per proteggersi, ma una situazione di incertezza. Nel motivare la sua decisione di cambiare opinione sull'Italia, da stabile a negativa, l'agenzia canadese Dbrs ha scritto venerdì scorso che il motivo principale è «l'incertezza politica riguardo all'esito del referendum costituzionale». Ciò che li preoccupa non è se la riforma della Costituzione verrà approvata, ma, nel caso non lo fosse, chi gestirà la trattativa con Bruxelles sulla legge di Stabilità i cui tempi si sovrappongono a quelli del referendum. Come nel caso della Brexit, la risposta degli investitori internazionali potrebbe essere l'abbandono dei nostri titoli pubblici, alla ricerca di porti rischiosi ma meno incerti. Che fare? Poco per influenzare il risultato del referendum, tranne informare con chiarezza i cittadini sui quesiti che verranno loro sottoposti. Questa incertezza non si può cancellare. Ma qualcosa si può fare per eliminare altre fonti di incertezza. Ad esempio varare e far approvare da Bruxelles e dal Parlamento la legge di Stabilità prima della data del referendum e smetterla di annunciare riforme del sistema previdenziale senza indicarne i dettagli.