

A cura di
Marco Navone



1

SDA Bocconi

Area Intermediazione
Finanziaria e Assicurazioni

Risparmio gestito

La finanza comportamentale

La motivazione con cui l'Accademia Reale delle Scienze svedese ha conferito a Daniel Kahneman, professore di psicologia a Princeton, il premio Nobel per l'economia nel 2002 è: "...per aver integrato i risultati della ricerca psicologica nella scienza economica, specialmente nel campo delle scelte in condizioni di incertezza.". Il Nobel a un professore di psicologia? E che cosa centra con l'economia? Per quanto i vincitori dei premi nobel risultino spesso sconosciuti all'uomo della strada in questo caso la provenienza da un campo disciplinare "anomalo" non mancò di suscitare qualche sorpresa tra il grande pubblico. Nessuna sorpresa invece per gli addetti ai lavori, per i quali invece il conferimento del premio Nobel a Kahneman ha rappresentato il punto di arrivo di un processo trentennale che ha visto un sempre maggior "inserimento" dei risultati della psicologia cognitiva all'interno delle analisi economiche e finanziarie. Ma facciamo un passo indietro: cosa ha a che fare la psicologia con l'economia (e in particolare con la finanza)? In realtà i punti di contatto sono molti, a partire dal fatto che l'oggetto materiale di studio delle due scienze è molto simile: entrambe infatti studiano il comportamento umano. L'economia studia come i soggetti organizzano le relazioni economi-

che, ovvero come compiono in modo coordinato atti di produzione e di consumo, la finanza si occupa di studiare i comportamenti umani nel campo del trasferimento nel tempo dei consumi (ovvero del risparmio e degli investimenti), la psicologia invece si occupa di studiare il comportamento umano a partire dagli elementi psicologici che ne formano la base. Questa convergenza di oggetti, pur nella differenza degli approcci, dovrebbe piuttosto portare a stupirsi del fatto che queste scienze non si siano incontrate prima! La ragione di questo mancato incontro, fino agli anni '70, è in realtà piuttosto semplice: da sempre l'economia, alla ricerca della massima semplicità, ha

psicologia che si presenta come assolutamente semplice, ai limiti del banale.

L'ipotesi di razionalità perfetta dell'operatore economico ha permesso alla scienza economica, e alla finanza in particolare, di raggiungere risultati molto brillanti in modo relativamente semplice: l'ipotesi di razionalità perfetta aiutava a spiegare una gran parte dei comportamenti umani e del comportamento dei mercati. Nel corso del tempo, tuttavia, qualcosa ha cominciato a scricchiolare: sempre più di fronte agli occhi degli operatori hanno cominciato ad apparire evidenze empiriche difficilmente giustificabili sotto l'ipotesi di razionalità perfetta, comportamenti degli operatori che, visti sotto

Gli investitori tendono a compiere scelte di investimento irrazionali

risolto in modo brillante il problema della psicologia dell'operatore economico inventando il cosiddetto *homo oeconomicus*, ovvero l'operatore economico perfettamente razionale e massimizzante. Questo soggetto per definizione utilizza in modo corretto tutte le informazioni disponibili per prendere le decisioni che massimizzano una sua determinata funzione obiettivo. Non resta quindi molto spazio per l'analisi della sua

quella particolare prospettiva, risultavano semplicemente incomprensibili, in quanto privi di ogni razionalità.

Di seguito proporrò alcune di queste evidenze e vedremo come la psicologia può aiutare a spiegarle rimuovendo l'assunto della razionalità perfetta e inserendo nel discorso gli errori di ragionamento che la mente umana tende a compiere quando si trova ad affrontare condizioni di particolare incertezza.

Comportamenti devianti

La letteratura recente ha messo in luce un numero cospicuo di comportamenti d'investimento che non sembrano avere alcuna giustificazione razionale. Tra i tanti mi concentrerò sui seguenti tre: l'eccesso di concentrazione del portafoglio, l'eccesso di gestione attiva e il cosiddetto *disposition effect*, ovvero la tendenza a non liquidare posizioni in perdita.

L'eccesso di concentrazione

Si osserva nel comportamento degli investitori una marcata tendenza alla concentrazione del portafoglio: da un'indagine condotta su un vasto campione di investitori americani nella metà degli anni '80 emerge che il 34% degli investitori osservati ha un solo titolo in portafoglio, il 50% non ha più di due titoli, solo il 10.7% ha più di 10 titoli. Analogamente da un'indagine condotta dalla Federal Reserve nella metà degli anni '90 emerge che la famiglia americana media detiene un portafoglio azionario composto, in media, da 3,41 titoli.

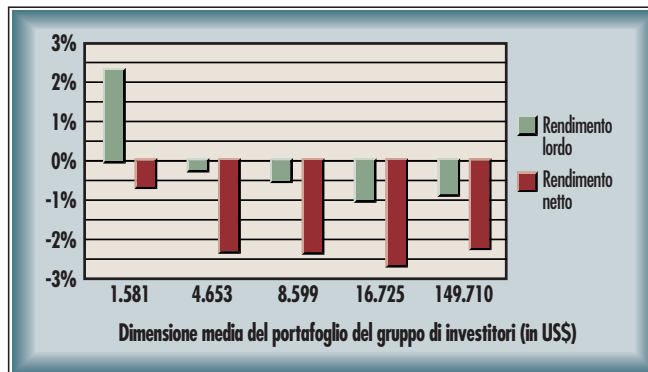
La volatilità di un titolo azionario (il rischio) può essere ascritta a tre tipologie di fattori: quelli specifici del singolo titolo (come ad esempio l'emergere di uno scandalo finanziario), quelli di settore (come, ad esempio, la bolla speculativa sul comparto tecnologico) e quelli relativi all'intero sistema (come ad esempio i movimenti dei tassi

Risparmio gestito

di interesse, dei tassi di cambio e il rischio politico). Inoltre l'evidenza empirica ha dimostrato che circa il 50% del rischio di un titolo azionario deriva da fattori specifici, mentre il rimanente 50% si distribuisce tra fenomeni di settore e di sistema in proporzioni più o meno uguali. Appare quindi evidente che detenere un portafoglio azionario concentrato in uno o pochi titoli comporta un rischio da 2 a 3 volte superiore rispetto al detenere un portafoglio rappresentativo del mercato. Questo comportamento appare razionale solo se, a fronte di questo maggiore rischio, è ragionevole aspettarsi un aumento di rendimento atteso, ovvero, se l'investitore intende scommettere proprio sulla componente specifica di rischio in quanto è in possesso di informazioni che fanno ragionevolmente sperare in una performance molto positiva del titolo in questione.

Purtroppo non sembra essere questa la ragione che spinge la maggior parte degli investitori a concentrare il portafoglio: molto spesso si tratta di scelte di lungo periodo da cassettista, in cui il portafoglio rimane concentrato su titoli per i quali non si hanno particolari previsioni di rendimento se non alcune generiche considerazioni del tipo «...è un titolo solido». Questo comportamento, non giustificabile sulla base dell'ipotesi di razionalità dell'investitore, il quale non dovrebbe accettare un rischio senza una compensazione in termini di rendimento atteso, ha avuto nel nostro Paese manifestazioni molto «clamorose» fronte della concentrazione del portafoglio su uno o pochi titoli obbligazionari corporate, con la conseguente assunzione di un forte rischio di default.

1 RENDIMENTO MEDIO PER CLASSE DIMENSIONALE



L'eccesso di trading. Un secondo fenomeno difficile da giustificare sotto l'ipotesi di razionalità dell'investitore è l'eccesso di gestione attiva del portafoglio. Barber e Odean hanno analizzato i portafogli detenuti da 66.465 famiglie americane presso un broker di grandi dimensioni tra il 1991 e il 1996, e hanno valutato i risultati dell'attività di trading. I risultati possono essere così riassunti:

in media i soggetti analizzati hanno realizzato profitti superiori rispetto alla detenzione di un portafoglio passivo replicante il mercato solo se considerati al lordo dei costi di transazione. L'extra-rendimento lordo dello 0,94% annuo scende infatti a -1,075% se si includono nel calcolo i costi di transazione generati dall'attività di trading.

L'extra-rendimento lordo rispetto al mercato appare positivo solo se non si considera il rischio effettivo. Se infatti si corregge il rendimento del portafoglio per la sua rischiosità l'extra-rendimento al lordo dei costi di transazione scende a -1.83%. Il maggiore rendimento registrato in precedenza deriva quindi solo da una maggiore assunzione di rischio rispetto alla detenzione del portafoglio di mercato.

Se si dividono gli investitori in cinque gruppi omogenei

per dimensione media del portafoglio si osserva che, all'aumentare della dimensione media, il risultato della gestione peggiora (Figura 1). I risultati dei punti precedenti non possono quindi essere attribuiti alla cattiva performance di piccoli investitori sprovveduti (a fronte di investitori grandi che otterrebbero invece risultati positivi).

Se si dividono gli investitori in cinque gruppi omogenei per turnover medio del portafoglio si osserva che, all'aumentare della movimentazione media, il risultato della gestione peggiora anche se misurato al lordo dei costi di transazione (Figura 2). I risultati dei punti precedenti non possono quindi essere attribuiti alla cattiva performance di investitori "dilettanti" che monitorano solo saltuariamente il portafoglio (a fronte di investitori che invece seguono e gestiscono con continuità il proprio portafoglio e che quindi dovrebbero ottenere invece risultati positivi).

Ciò che appare irrazionale in questo comportamento non è tanto il fatto che la gestione attiva abbia distrutto valore, l'ipotesi di razionalità dell'investitore non implica infatti che l'investitore sia infallibile, quanto piuttosto che questo comportamento

si prolunghi nel tempo. L'investitore razionale, infatti, se pur fallibile impara dai propri errori: osservando il risultato fallimentare della propria gestione attiva l'investitore dovrebbe mutare il proprio stile di gestione riducendo la movimentazione del portafoglio e spostandosi su una politica "passiva". Dai dati invece si osserva che gli investitori perseverano nella propria attività di trading del tutto incuranti del fatto che questa in media generi risultati negativi.

La psicologia dell'investitore. Come abbiamo visto i comportamenti devianti dell'investitore possono essere spiegati alla luce di alcune evidenze empiriche della psicologia circa il modo proprio di ragionare degli individui in condizioni di incertezza.

Kahneman, assieme ad Amos Tversky, mette in luce due ordini di fattori: i cosiddetti bias euristici, ovvero gli algoritmi approssimativi con cui il nostro cervello stima delle probabilità sconosciute, e l'instabilità dell'avversione al rischio dei soggetti al mutare di determinate condizioni al contorno.

I bias euristici. Le scelte di investimento sono per la maggior parte guidate da stime soggettive di probabilità sconosciute: quanto è probabile che quel titolo crolli? Qual è la probabilità che quel mercato ricominci a salire?

Si tratta ovviamente di stime molto difficili, di fronte alle quali la mente umana tende a prendere delle «scorciatoie» per giungere alla formulazione di una risposta verosimile con uno sforzo limitato. È opportuno chiarire che questo fenomeno non si verifica solo in ambito finanziario, ma in ogni contesto di

Risparmio gestito

incertezza: si pensi alla scelta mattutina di prendere o meno l'ombrello uscendo di casa in base alla stima soggettiva della probabilità dell'evento pioggia. Le scorciatoie che il nostro cervello prende sono quindi strumenti fisiologici e utili, senza i quali ogni scelta richiederebbe ore di ponderazione, tuttavia essi possono portare a compiere errori sistematici.

Il primo bias euristico che Kahneman e Tversky analizzano è la cosiddetta rappresentatività. Solitamente le stime di probabilità hanno la seguente formulazione: qual è la probabilità che A appartenga alla classe B? Oppure qual è la probabilità che l'effetto A discenda dall'azione B? La ri-

ordine e certezze, con una vera passione per i dettagli. Steve è un agricoltore, un venditore, un pilota, un bibliotecario oppure un medico? Posta di fronte a questo quesito la stragrande maggioranza degli intervistati risponde sistematicamente che Steve è un bibliotecario in quanto la descrizione data traccia effettivamente lo stereotipo del topo da biblioteca. Si tratta ovviamente di un modo di ragionare lecito, che tuttavia può favorire a errori in quanto:

- porta a non tenere in considerazione la frequenza soggettiva degli eventi: esistono molti più agricoltori di bibliotecari, e quindi dovrei tenere conto di questo nella mia risposta.

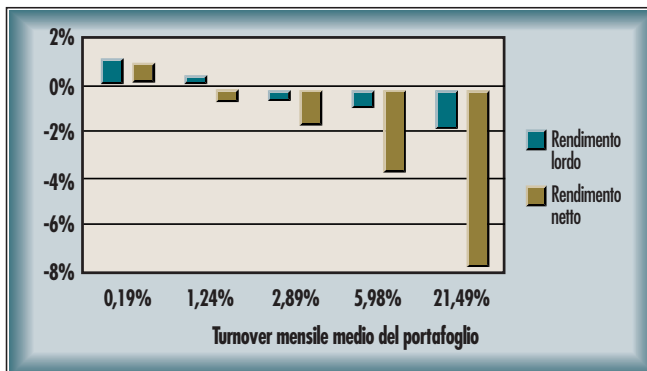
dell'ampiezza del campione osservato. Molti intervistati ai quali è stato chiesto di stimare la probabilità che alla roulette esca un numero nero dopo che sono usciti 10 rossi consecutivi hanno fornito una probabilità superiore al 50%. Questo è dovuto al fatto che lo stereotipo secondo cui i due colori hanno la stessa probabilità e quindi quando vi è un eccesso in un senso questo deve essere in un qualche modo compensato guida la stima della probabilità senza considerare che la frequenza tende ad approssimare la probabilità teorica solo dopo un numero elevato di lanci, ovvero osservando un campione di dimensioni molto elevate, mentre osservando un campione piccolo nulla si può dire.

La rappresentatività spinge quindi a stimare le probabilità sulla base di elementi che spesso non hanno un contenuto informativo sufficientemente forte per permettere una stima precisa. Lo stesso avviene con il secondo bias euristico denominato «disponibilità». Questo meccanismo porta a giudicare la probabilità di un evento sulla base della facilità con cui si riescono a ricordare eventi simili accaduti in passato. Anche in questo caso l'inferenza è lecita, tuttavia può portare ad errori in quanto la frequenza con cui un evento è ricordato non dipende solo da quante volte esso si è verificato nel passato, ma anche da altri fattori come ad esempio quanto sia accaduto di recente oppure se è un evento più o meno memorabile. A un gruppo di soggetti americani è stato ad esempio chiesto se nell'anno passato in America fossero stati di più i decessi causati da infarto o per omicidio. La maggioranza ha risposto omicidio nonostante il fat-

to che i delitti accaduti siano circa un decimo degli infarti. Se si chiede a un gruppo di investitori qual è la probabilità che il mercato abbia un crollo la risposta che si ottiene varia molto a seconda che nell'anno precedente ci sia stato un crollo oppure no. Ovviamente l'evento singolo non ha di per sé grande rilevanza se devo valutare la probabilità, ma ha molta importanza sulla mia possibilità di ricordare quel fatto e quindi di giudicarlo frequente.

L'ultimo bias euristico analizzato da Kahneman e Tversky è l'ancoraggio. Quando la mente umana è chiamata a stimare la probabilità di un evento spesso si parte da un riferimento fisso al quale si apportano le modifiche del caso. L'ancoraggio fa sì che le modifiche apportate siano spesso insufficienti. Un esempio potrà contribuire a chiarire il fenomeno: a un gruppo di intervistati è stata posta la seguente domanda: *la percentuale di Stati rappresentati nell'assemblea dell'Onu situati nel continente africano è più o meno del 65%? Indicate anche una stima della percentuale esatta.* La percentuale media stimata dagli intervistati è stata pari al 45%. A un secondo gruppo di soggetti è stata posta una domanda leggermente diversa: *la percentuale di Stati rappresentati nell'assemblea dell'Onu situati nel continente africano è più o meno del 10%? Indicate anche una stima della percentuale esatta.* In questo caso la risposta media è stata 25%. Come si nota l'unica variazione tra i due esperimenti è il parametro di riferimento fornito al termine della domanda, 65% nel primo caso e 10% nel secondo. Questo dato non dovrebbe avere alcun effetto sulla risposta, tuttavia esso viene preso come

2 RENDIMENTO MEDIO PER CLASSE DI TURN OVER



sposta è solitamente influenzata dalla somiglianza tra A e B, ovvero quanto A è rappresentativo di B. La rappresentatività è fonte di errori oggettivi in quanto gli stereotipi solitamente sono scarsamente informativi. L'esperimento originario consisteva nel chiedere di indovinare la professione di un soggetto sulla base di una descrizione sommaria. Ad esempio si consideri il seguente soggetto: *Steve è molto timido e riservato, estremamente gentile ma poco sociale. Un'anima semplice, una persona che necessita di*

- porta a non tenere conto della prevedibilità oggettiva dell'evento: gli intervistati hanno manifestato lo stesso grado di certezza sia rispondendo alla domanda «cosa fa Steve» che alla domanda «Quale mestiere farà Steve fra 5 anni», evidentemente il secondo evento è molto meno prevedibile del primo e quindi le risposte dovrebbero manifestare un grado maggiore di disomogeneità. Questo fatto non avviene perché l'elemento che guida la risposta è sempre lo stereotipo.

- porta a non tenere conto

Il disposition effect

Uno dei fenomeni più studiati in ambito di analisi del comportamento dell'investitore è la tendenza a non liquidare posizioni che si trovano in perdita. Barber e Odean, utilizzando lo stesso campione descritto sopra, osservano quanto segue:

- ogni mese (a esclusione di dicembre dove il trading è spesso guidato da considerazioni di carattere fiscale) gli investitori realizzano in media il 15,2% delle posizioni in utile (ovvero quelle per cui il prezzo corrente è superiore al prezzo di acquisto) e solo il 9,4% delle posizioni in perdita;
- questo effetto non è generato da un bisogno di ribilanciamento del portafoglio (per cui sarei spinto a vendere i titoli che sono saliti e ad aumentare le posizioni nei titoli che sono scesi), infatti la differenza permane anche se analizzo solo le vendite che non sono seguite, nell'arco di tre settimane, da nessun acquisto (per queste vendite non si può quindi parlare di ribilanciamento perché generano una riduzione netta del portafoglio).

Il fenomeno ha un effetto negativo sul rendimento del portafoglio: se considero infatti l'extra-rendimento rispetto al mercato dei titoli in perdita che non ho venduto osservo che dopo tre mesi esso è pari a -0,56%, mentre dopo un anno è pari a -1,06%. Se li avessi venduti e avessi com-

prato un altro titolo avrei quindi, in media, ottenuto una performance migliore. Lo stesso vale per le posizioni liquidate in utile: se considero l'extra-rendimento dopo tre mesi ho una performance positiva pari allo 0,47% che sale al 2,35% dopo un anno. Anche in questo caso, quindi, se avessi mantenuto la posizione avrei, in media, ottenuto una performance di portafoglio migliore.

Tra tutti quelli analizzati il *disposition effect* è, forse, il comportamento per il quale appare più evidente l'irrazionalità dell'investitore. Le scelte di investimento dovrebbero essere motivate da considerazioni circa l'andamento futuro dei titoli, e non quello passato: non si può guidare una macchina guardando solo nello specchietto retrovisore. A volte una performance particolarmente negativa può essere ritenuta eccessiva, e quindi indice di possibile sottovalutazione del titolo. In questo caso quindi la scelta di non liquidare la posizione in perdita può essere razionale, ma non in virtù di quello che il titolo ha fatto nel recente passato, ma in virtù delle sue prospettive future di rendimento. Come si osserva dai risultati riportati sopra questo in media non accade: le posizioni in perdita tendono ad avere un rendimento in eccesso rispetto al mercato negativo. Ancora una volta: perché l'investitore medio non impara dai propri errori?

riferimento dal cervello che poi effettua un aggiustamento, al ribasso nel primo caso e al rialzo nel secondo. L'aggiustamento appare tuttavia insufficiente, e questo dà origine al fenomeno dell'ancoraggio.

Bias euristici e overconfidence. Come queste «scorciatoie» che la mente umana prende quando si trova a dover stimare delle probabilità sconosciute possono giustificare i comportamenti irrazionali visti in precedenza? Una caratteristica comune dei bias euristici è il fornire all'individuo un certo senso di «confidenza» nella propria capacità di stimare le suddette probabilità, e quindi nella relativa sicurezza delle azioni prese sulla base di queste sti-

me. Questo senso di sicurezza viene spesso definito «overconfidence» e si può definire come un eccesso di considerazione delle proprie capacità. Ancora una volta non si tratta di un fenomeno legato al mondo dell'economia o della finanza ma lo si riscontra in ogni campo dell'agire umano: nel 1988 a un gruppo di 2.994 imprenditori fu chiesto di stimare la probabilità di successo (su un orizzonte di 5 anni) della loro impresa: il 33% si attribuiva una probabilità di successo del 100% (evento certo), il 48% si attribuiva una probabilità di successo compresa fra il 70% e il 99%, solo il 19% si attribuiva una probabilità di successo inferiore al 70%. Nel 1993 solo il 25% delle imprese oggetto di intervista era ancora

operativo. Si tratta di un evidente effetto di overconfidence da parte di questi imprenditori nelle proprie capacità gestionali. La letteratura abbonda di esempi di overconfidence nei campi più disparati: nel 1981 a un gruppo di 161 studenti universitari di 22 anni (81 americani e 80 svedesi) fu chiesto di valutare la propria abilità di guidatori rispetto a quella dei loro colleghi intervistati. Il 46% degli studenti americani si considerava tra il miglior 20% dei guidatori, l'82% degli americani e il 52% degli svedesi si considerava tra il miglior 33% dei guidatori, il 93% degli americani e il 69% degli svedesi si considerava migliore della media dei guidatori. Nel 1973 a un gruppo di 72 studenti universitari americani (della facoltà

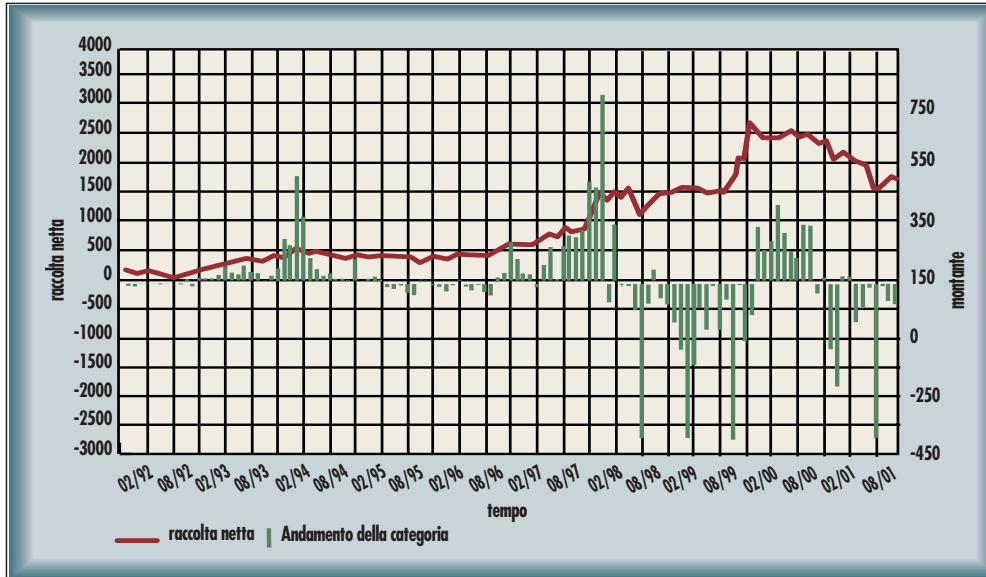
di economia) furono fatte alcune domande circa la propria intelligenza. Solo il 2% riteneva di avere un quoziente intellettivo inferiore alla media dei propri colleghi, il 10% riteneva di avere un quoziente intellettivo nella media e l'82% riteneva di essere più intelligente della media dei propri colleghi.

Si tratta ovviamente solo di letteratura aneddotica, tuttavia è assai utile per capire come il meccanismo dell'overconfidence può generare scelte di investimento non razionali. È infatti dimostrabile che l'investitore medio non può battere con continuità il mercato (in quanto il portafoglio complessivo di tutti gli investitori attivi non può avere una composizione troppo difforme da quella del mercato stesso), e quindi per avere qualche speranza di poter condurre con successo una politica di gestione attiva del portafoglio è necessario possedere capacità eccezionali. Come emerge dagli esempi precedenti l'overconfidence può spingere la gran maggioranza dei soggetti a ritenere di avere capacità superiori alla media e quindi generare quell'eccesso di gestione attiva che traspare dall'analisi di Barber e Odean. Lo stesso comportamento traspare anche dall'osservazione dei flussi aggregati di conferimento o di riscatto dai fondi comuni azionari. Se prendiamo ad esempio la categoria degli azionari Italia (Figura 3) si nota come la raccolta netta tenda a muoversi inseguendo, con un certo ritardo, la performance a breve del mercato e quindi della categoria. Da questa analisi non si possono trarre considerazioni circa l'abilità di gestione degli investitori in quanto non si considera il rendimento dell'intero portafoglio, tuttavia appare

Risparmio gestito

3

RACCOLTA NETTA E RENDIMENTO FONDI AZIONARI ITALIA



chiaramente come le scelte di allocazione siano determinate dal rendimento passato di breve periodo del mercato e come gli investitori da questo traggano, in modo indebito, aspettative circa il rendimento futuro. Evidentemente il rendimento a breve è il dato con maggiore "disponibilità" nella memoria dell'investitore e un eccesso di fiducia nelle proprie capacità di analisi può facilmente portare a trarre indicazioni troppo precise circa il rendimento futuro (vedere Figura 3).

A questo punto una domanda potrebbe sorgere spontanea: come può l'overconfidence sopravvivere? Ovvero, perché i soggetti non imparano dalla propria esperienza a correggere l'eccesso di fiducia nelle proprie capacità? Possiamo infatti immaginare un soggetto che, vittima dell'overconfidence si lancia in un tour de force di gestione attiva ricavandone, a fine anno, pesanti perdite. Perché questo soggetto non trae da questa esperienza una salutare lezione di umiltà? La motivazione è

semplice e passa attraverso un'altra evidenza della psicologia che va sotto il nome di avversione al rammarico: le perdite finanziarie hanno sui soggetti un duplice effetto negativo, il primo, di natura monetaria, è costituito dalla diminuzione della ricchezza, mentre il secondo ha a che fare con il senso di malessere generato dal rammarico di aver sbagliato. Questa seconda componente tende a essere molto forte e i soggetti tentano di limitare questo rammarico attraverso una serie di espedienti più o meno consapevoli. Un primo espediente è costituito dalla cosiddetta attribuzione distorta della causalità. Secondo questo espediente i soggetti si attribuiscono i meriti per i deal chiusi in utile mentre tendono ad attribuire a fattori esterni la causa delle perdite (ad esempio una decisione inattesa della banca centrale, una forte svalutazione del cambio, un default di un Paese emergente). Attribuendosi il merito dei successi ma non il biasimo per le perdite quello che succede è che l'o-

verconfidence nel tempo non diminuisce ma può, al limite, aumentare. Questo contribuirebbe a spiegare perché gli investitori maggiormente attivi del campione di Barber e Odean abbiano ottenuto i rendimenti peggiori. Un secondo espediente utilizzato dagli investitori per diminuire il rammarico derivante dai propri insuccessi finanziari è costituito dalla variazione ad hoc del frame temporale di valutazione dei risultati: gli investitori tendono a valutare la performance del proprio portafoglio sull'orizzonte temporale che permette di mostrare il risultato migliore (vedere Figura 4). Anche questo tipo di comportamento, riducendo l'esposizione ai

risultati negativi delle proprie azioni preserva l'overconfidence dei soggetti.

Ovviamente non tutti i soggetti sono affetti in modo patologico da questo tipo di comportamenti, tuttavia è importante tenere presente che si tratta di modi naturali di ragionare che possono influire sulle percezioni di ogni investitore.

La funzione di utilità dell'investitore. Gli studi sulla behavioral finance hanno messo in luce altri elementi molto interessanti del comportamento dell'investitore oltre ai bias euristici e agli errori di ragionamento conseguenti. Un fecondo campo di studi riguarda, ad esempio, la determinazione della funzione di utilità dell'investitore. La teoria standard prevede infatti che l'investitore operi le proprie scelte di investimento in vista della massimizzazione di una funzione di utilità con le seguenti caratteristiche:

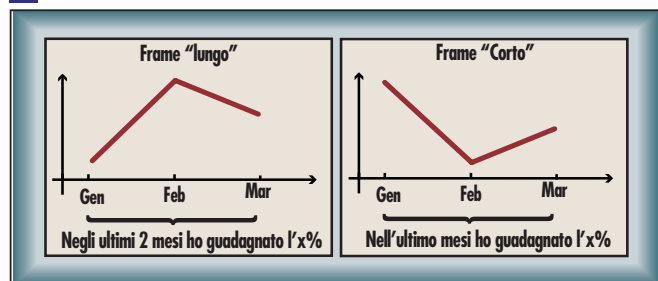
la funzione è definita sul livello finale della ricchezza ottenuta.

L'investitore non è mai sazio, ovvero più ricchezza è sempre meglio di meno ricchezza.

L'investitore è avverso al rischio, ovvero è disponibile a effettuare un investimento più rischioso solo se ottiene una compensazione in termini di un maggiore rendimento atteso.

4

ORIZZONTE TEMPORALE VARIABILE



Numerosi esperimenti hanno invece mostrato un comportamento assai diverso: si consideri ad esempio il quesito riportato in Figura 5: alla domanda 1 l'84% degli intervistati ha risposto A, mentre solo il 16% ha scelto l'opzione B. Le preferenze appaiono invece rovesciate per il quesito 2 dove il 69% degli intervistati ha preferito B mentre solo il 31% ha scelto il titolo A (vedere Figura 5).

A prima vista queste scelte appaiono coerenti, tuttavia se le valutiamo dal punto di vista della ricchezza finale prodotta non lo sono in quanto facendo i calcoli ci si accorge che sia per la domanda 1 che per la 2 il portafoglio A produce, a termine, una ricchezza di 11.500 con probabilità 100% mentre il portafoglio B produce una ricchezza di 12.000 con il 50% di probabilità e di 11.000 con il rimanente 50%. Dal punto di vista della ricchezza attesa i due quesiti sono quindi identici. Ma allora perché i soggetti hanno dato risposte difformi? In pratica il comportamento degli investitori sembra presupporre una funzione di utilità con le seguenti caratteristiche:

definita sulle perdite e sui

guadagni e non sul livello della ricchezza finale. Gli investitori non sembrano essere interessati a raggiungere un certo livello di ricchezza ma a conseguire un guadagno rispetto a un certo livello preso come riferimento. Come dimostra l'esempio precedente la differenza può essere gravida di conseguenze sulle scelte dell'investitore, e in particolare sembra comportare un'attenzione eccessiva ai risultati di breve dell'investimento. Si pensi ad esempio a un investitore che inizia un certo investimento con un obiettivo di ricchezza a medio termine (ad esempio il conseguimento delle risorse necessarie per una spesa di carattere immobiliare). Per questo tipo di investitore le perdite di breve dovrebbero essere valutate nell'ottica dell'obiettivo finale e non a sé stanti: le scelte di ribilanciamento del portafoglio dovrebbero essere effettuate confrontando il valore del portafoglio con la ricchezza finale obiettivo e non sulla base dei risultati di breve.

L'investitore sembra essere avverso al rischio quando si considerano i guadagni: è disposto ad accettare un guadagno sicuro

5

SCELTE DI INVESTIMENTO

Domanda 1: Scegli te tra due possibili titoli in cui investire 5.000 euro.

Il titolo prescelto andrà ad aggiungersi a un portafoglio formato da 5.000 euro di titoli obbligazionari privi di rischio che garantiranno a scadenza un profitto di 1.000 euro:

A: profitto di 500 euro con pr. 100%

B: profitto di 1.000 euro con pr. 50% e 0 euro con pr. 50%

Domanda 2: Scegli te tra due possibili titoli in cui investire 5.000 euro.

Il titolo prescelto andrà ad aggiungersi a un portafoglio formato da 5.000 euro di titoli obbligazionari privi di rischio che garantiranno a scadenza un profitto di 2.000 euro:

A: perdita di 500 euro con pr. 100%

B: perdita di 1.000 euro con pr. 50% e 0 euro con pr. 50%

inferiore rispetto a uno incerto superiore. L'investitore sembra invece essere propenso al rischio quando affronta delle perdite: sembra cioè disposto a subire una probabilità di perdita superiore pur di evitare una perdita certa attuale. Questa dicotomia sembra spiegare il disposition effect: l'investitore è disposto a tenere in portafoglio le posizioni in perdita anche senza specifiche previsioni di performance, correndo quindi il rischio di una perdita superiore pur di non monetizzare una perdita attuale. Viceversa le posizioni in utile vengono frequente-

mente liquidate perché l'investitore è disposto a rinunciare ai guadagni potenziali pur di mettere al sicuro quelli maturati.

Conclusioni. In conclusione abbiamo visto come assunti diversi circa il modo di ragionare dell'investitore possano aiutare a spiegare dei comportamenti concreti di investimento osservati sul mercato e non facilmente giustificabili alla luce dei dettami standard della teoria finanziaria. Queste considerazioni aprono un fronte molto ampio di riflessioni sia in ambito accademico che in ambito operativo: da un lato infatti le peculiarità viste sopra sono modi di essere della persona umana con i quali dobbiamo imparare a convivere, dall'altro essi possono a volte degenerare in comportamenti irrazionali tout court gravidi di conseguenze economiche negative. Compito del soggetto che svolge il ruolo di consulente nelle scelte finanziarie sarà sempre più quello di aiutare il cliente a superare indenne queste trappole di ragionamento e compiere scelte di investimento razionali e coerenti con le proprie condizioni ed esigenze.