

FINANZA COMPORTAMENTALE PARLA MATTEO MOTTERLINI

## Nella testa dell'investitore

Sempre più spesso vengono studiate le reazioni dei trader. Si tratta di elementi che incidono sui mercati insieme ai fondamentali delle aziende e all'analisi tecnica. Ormai anche nelle università l'argomento ha grande importanza ed è stato riconosciuto anche con il premio Nobel a Daniel Kahneman. «L'unico modo per cercare di comportarsi razionalmente è prendere atto dei limiti della nostra razionalità»

di Rocki Gialanella (Fondi online)

Da qualche tempo è stata posta molta attenzione al nesso esistente tra fattori sociologici, psicologici e culturali del mercato, inteso come complessa realtà umana e sociale, e le performance degli indici finanziari di borsa. L'analisi dell'aspetto psicologico sta rivestendo sempre più importanza, perché può essere sfruttato dall'investitore per trarre vantaggio dalle reazioni degli altri investitori alle notizie che vengono diffuse.

E questo tipo di analisi fa riferimento a una scuola di pensiero chiamata finanza comportamentale (**behavioral finance**) che ha compiuto i primi passi negli Stati Uniti negli anni '70 e ha avuto un importante riconoscimento ufficiale con l'attribuzione del Nobel per l'economia a Daniel Kahneman nel 2002. Con l'espressione fi-

nella nostra mente, portata comunque a generalizzare, anche quando il campione statistico sia insufficiente e non lo consenta. È il caso di quando si inferisce l'andamento di un indice o un titolo dagli ultimi 12 mesi: una sorta di miopia all'indietro che può portarci a non renderci conto che stiamo perdendo di vista la imprescindibile relazione tra rischio e investimento. Magari solo per il fatto che un mercato è andato bene nell'ultimo periodo sottovalutiamo il rischio connesso all'investimento proiettando ingenuamente lo stesso tipo di tendenza per i mesi successivi».

**Quali sono i vantaggi che un piccolo investitore può trarre dallo studio della behavioral finance?**

«Quanto ai vantaggi per i piccoli investitori, non credo commetteremo meno errori cercando di adeguarci all'astratta (iper-)razionalità assunta dagli agenti economici che popolano i modelli matematici. La mia impressione è che l'unico modo per cercare di comportarsi razionalmente è prendere atto dei limiti della nostra razionalità e tentare di prevedere e quindi evitare gli errori sistematici in cui ci getta quotidianamente la nostra strana economia emotiva. E per farlo non resta che affidarsi con coerenza a un metodo di investimento. Un po' come Ulisse che si incatena all'albero della nave per non cedere al canto delle sirene. Solo che non possiamo vivere incatenati. Quindi occorre fare due cose: primo cercare di conoscere in anticipo i contesti in cui cadremo in tentazione; secondo essere consapevoli che il canto delle sirene, quando si presenterà, sarà effettivamente irresistibile. Fuor di metafora, si tratta di

conoscere tanto i mercati quanto noi stessi, il modo in cui funzioniamo, cioè i meccanismi cognitivi che presiedono alle nostre decisioni in condizioni di incertezza, e i trabocchetti nei quali cadiamo più facilmente. Vero è che non tutti sono disposti a prendere atto della propria fallibilità. Molti non sono consapevoli dei propri errori, e quando lo sono, credono comunque che non ci ricadranno in futuro».

**SI VENDE TROPPO PRESTO**

**Consideriamo in modo asimmetrico guadagni e perdite, cioè perdere una certa somma ci dà molto più dolore di quanto non ci dia piacere vincere la stessa somma. Per quale motivo si fa fatica a vendere in perdita?**

«Fin dagli studi sperimentali degli anni '70 del premio Nobel Daniel Kahneman si è visto che le persone sono avverse al rischio per quanto riguarda le vincite e amanti del rischio per le perdite. Preferiscono cioè mettere le mani su una vincita sicura piuttosto che rischiare di vincere un po' di più o

non vincere nulla. Mentre preferiscono rischiare di perdere di più piuttosto che incassare una perdita certa ma di entità minore. A ciò occorre aggiungere che gli investitori confrontano generalmente il prezzo di un titolo in portafoglio con il prezzo di acquisto. Questo ultimo diventa il

prezzo è caduto così tanto che non può non risalire...»; «... il prezzo è sceso al punto che non può scendere di più...»; ... eccetera eccetera. Il fenomeno dell'avversione alle perdite è connesso ma distinto. Esso comporta che quasi nessuno accetta di prendere parte a una scommessa in cui ha il 50% di probabilità di vincere o perdere 1.000 euro. E neppure quando potrebbe vincerne 150 e perderne solo 100. La gente entra nella scommessa solo quando può vincerne 215 circa e perderne 100. In altre parole, perdere una certa somma X è più del doppio doloroso di quanto piacere ci provoca vincere X: per recuperare del dolore che ci infligge una perdita X dobbiamo guadagnare più di due volte X».

**TANTI ERRORI**

**Gli studi più importanti nel campo finanziario sono quelli che misurano ciò che pensano gli esperti. Ma, come è facile notare seguendo**

riterranno più probabile morire a causa di un incidente aereo piuttosto che di diabete (anche se il diabete causa molti più decessi rispetto agli incidenti aerei) verosimilmente perché i primi sono più spesso sulle pagine dei giornali e più facilmente richiamabili alla mente di quanto accada ai dati statistici. Altri errori sistematici del giudizio che possono spiegare perché spesso ci troviamo a essere iper-reattivi di fronte a nuova informazione sono la cosiddetta «legge dei piccoli numeri» e la sottovalutazione della «regressione ai valori medi». In breve: la «legge dei piccoli numeri» si riferisce alla tendenza a credere statisticamente vero per le piccole serie ciò che è solo approssimativamente vero per serie molto lunghe (e rigorosamente vero solo per serie che si approssimano all'infinito). Se compro dieci «gratta e vinci» e due di questi sono vincen-

**Si tende a credere vero per le piccole serie ciò che è vero per le serie molto lunghe**

**Occorre prevedere ed evitare gli errori in cui ci getta la nostra strana economia emotiva**

nanza comportamentale si intende lo studio del comportamento degli operatori sui mercati finanziari abbracciando una prospettiva che privilegia l'analisi e la descrizione dei fattori psicologici individuali e interpersonali implicati nei vari processi decisionali. Sui temi della behavioral finance *Il Valore* ha raccolto la testimonianza di Matteo Motterlini, professore di economia cognitiva e filosofia della scienza all'università Vita-salute San Raffaele di Milano, direttore scientifico di Anima FinLab, centro studi e ricerche, e autore del libro *Economia emotiva* in libreria dal 18 ottobre.

**PECULIARE TALENTO**

**L'analisi dell'aspetto psicologico sta rivestendo sempre più importanza, perché può essere sfruttato dall'investitore per trarre vantaggio dalle reazioni degli altri investitori alle notizie che vengono diffuse. Ci spiega quali sono i fondamenti della finanza comportamentale?**

«Gli studi di finanza comportamentale hanno mostrato che gli errori che commettiamo sono sistematici e quindi prevedibili perché connaturati al modo in cui, per quanto ne sappiamo, funziona la nostra mente. Per esempio, ciascuno di noi ha un peculiare talento nell'identificare un ordine dove ordine non c'è e nell'inferire troppo da troppo poco. Le persone comuni (ma anche gli esperti) sono portate a credere che le fluttuazioni delle azioni siano più prevedibili di quanto non siano nella realtà. Una serie del tutto casuale di fluttuazioni, semplicemente non ci apparirà tale, ma sarà prontamente interpretata secondo qualche modello coerente che attribuirà a quelle fluttuazioni un particolare significato o un particolare valore predittivo, magari che il titolo salirà o scenderà. Ma questo significato non risiede certo nei pochi dati a disposizione, bensì



punto di riferimento rispetto al quale calcolare vincite e perdite. Se il prezzo del titolo è superiore al prezzo di acquisto, l'investitore si confronta con quella che codifica come una vincita sicura. E, come detto, di fronte a una vincita tendiamo a evitare il rischio: siamo pertanto spinti a vendere il titolo per realizzare il guadagno. **Ecco che vendiamo troppo presto!**

Se invece il valore del titolo è sceso rispetto al prezzo d'acquisto, siamo di fronte a una perdita (sicura, vendendo ora). E nell'ambito delle perdite la nostra attitudine nei confronti del rischio muta: **qui non ci dispiace correre rischi per scongiurare una sconfitta certa.** Ecco che vendiamo troppo tardi! Un'altra ragione per cui manteniamo troppo a lungo le nostre posizioni in perdita è che tentiamo (troppo spesso in modo vano) di minimizzare il rimpianto. Dopotutto fino a che non ho incassato la sconfitta non ho ancora perso: «... chissà che il titolo non possa rimontare...»; «... se solo il titolo tornasse vicino al prezzo al quale l'ho pagato lo venderei subito...»; «...

**i mercati finanziari, i fondamentali cambiano con una certa frequenza. Come è possibile che questo avvenga?**

«Siamo sicuri che cambino frequentemente i fondamentali? Non è che cambiare frequentemente sia soprattutto la nostra percezione di essi? Forse diamo troppa importanza alle notizie immediatamente disponibili alla nostra mente finendo (erroneamente) per considerare significativi cambiamenti che in realtà avranno un impatto modesto. Anche per questo c'è un nome: è il noto effetto della disponibilità: vale a dire che le persone giudicano le probabilità di un dato evento in funzione della facilità con cui quell'evento è disponibile alla mente; il che, spesso, dipende dalla diffusione che un particolare evento ottiene sui media o sulla stampa specializzata. In particolare, le persone tendono a sovrastimare le probabilità di eventi salienti o familiari. Se per esempio durante le prossime festività si schiantano un paio di charter diretti ai Caraibi o in altri luoghi di vacanza, le persone

ti, non posso dedurre che il 20 per cento di tutti i «gratta e vinci» siano vincenti: il campione da me analizzato è infatti statisticamente insufficiente. L'incapacità di renderci conto della «regressione ai valori medi» è un altro classico modo in cui ci inganniamo riguardo al manifestarsi del caso. Se la performance di una squadra è statisticamente peggiore dopo una partita vinta sei a zero, e migliore dopo una partita persa quattro a zero, è semplicemente perché i risultati raggiunti in prima battuta erano estremi, dunque improbabili. La presunta efficacia delle celebri strigliate dell'allenatore o dei ritiri punitivi è spesso confusa con questo banale fenomeno statistico, per cui quando due variabili sono in relazione imperfetta, i valori estremi dell'una tendono a essere legati ai valori meno estremi dell'altra. Semplicemente, è un fatto statistico che quando un risultato o un valore è estremo, la sua controparte tenderà a essere più vicina alla media. Per quanto questa sia una verità statistica, anche facile da cogliere, noi spesso non riusciamo a essere sufficientemente regressivi, non scontiamo a sufficienza gli estremi, ci aspettiamo che una squadra che ha giocato in modo eccezionale lo faccia anche nella partita successiva. O che un mercato o un titolo azionario che è andato molto bene, sopra le aspettative, continui a farlo. Invece di usare correttamente la regola della «regressione ai valori medi» sembra che ci serviamo di una intuizione molto meno affidabile per cui la nostra predizione debba assomigliare al predittore, e quindi come quest'ultimo debba deviare dalla media nella stessa misura. Non c'è da sorprendersi se, in questo modo, finiremo sistematicamente per credere qualcosa che in realtà non è. Finendo ancora una volta per inferire troppo significato da eventi che sono solo casuali».