



Capitolo 5 – Finanza comportamentale

Obiettivi del capitolo:

Studiare modelli alternativi a quelli basati sulla pura razionalità capaci di descrivere il comportamento degli investitori

- Analisi teoriche e studi empirici consentono di evidenziare alcuni tra i più frequenti errori nella gestione di un portafoglio:
 - ❖ Eccesso di trading
 - ❖ Ricorso a informazioni sbagliate
 - ❖ Insufficiente diversificazione del portafoglio

La finanza comportamentale

Mutuando molti concetti dalla psicologia, la finanza comportamentale cerca di superare il paradigma secondo il quale gli investitori sono agenti che agiscono in modo razionale massimizzando le proprie funzioni di utilità

Prende in considerazione:

- Processi di formazione delle credenze (*beliefs*) basati sulla limitata capacità di calcolo delle probabilità da parte degli investitori
- Preferenze che deviano dal concetto di utilità attesa, p.e. attribuiscono pesi differenti a guadagni e perdite
- Esistenza di limiti cognitivi

Le analisi teoriche hanno cercato di interpretare il «momentum effect» come il risultato di una insufficiente reazione a notizie positive

- ❖ Tendenza dei titoli azionari che hanno avuto rendimenti storici elevati nell'ultimo anno di continuare a crescere più dell'indice

Le analisi empiriche hanno evidenziato un utilizzo non ottimale dei mercati finanziari e un costo-opportunità determinato da minori rendimenti attesi e/o maggiore rischio rispetto al caso in cui gli investitori si comportino in modo da evitare i principali errori

- Il rischio però è che modelli più aderenti alla realtà finiscano per rappresentare comportamenti sub-ottimali e possano quindi rendere più difficile l'instaurarsi di comportamenti migliori (educazione finanziaria)

Esempi di teoria – Pensiero lento e pensiero veloce

Il comportamento degli individui risponde a due sistemi

- 1) Veloce: opera velocemente, in modo quasi involontario
 - 2) Lento: alloca le risorse mentali allo svolgimento di compiti in un determinato momento, con attenzione e concentrazione
- Il sistema (2) interviene solo quando necessario, perché è faticoso da usare e viene usato con parsimonia
 - Il sistema (1) lavora su associazione di ricordi ed immagini e predilige spiegazioni semplici e rassicuranti, inducendo gli individui a credere che la prima impressione sia sufficiente per affrontare una data situazione
 - Il sistema (2) controlla il sistema (1) intervenendo quando le scelte appaiono sbagliate, ma il sistema (1) può ingannare con illusioni il sistema (2)

Esempi di teoria – Pensiero lento e pensiero veloce / 2

Un esempio di tale interazione è l'esperimento «effetto Florida»

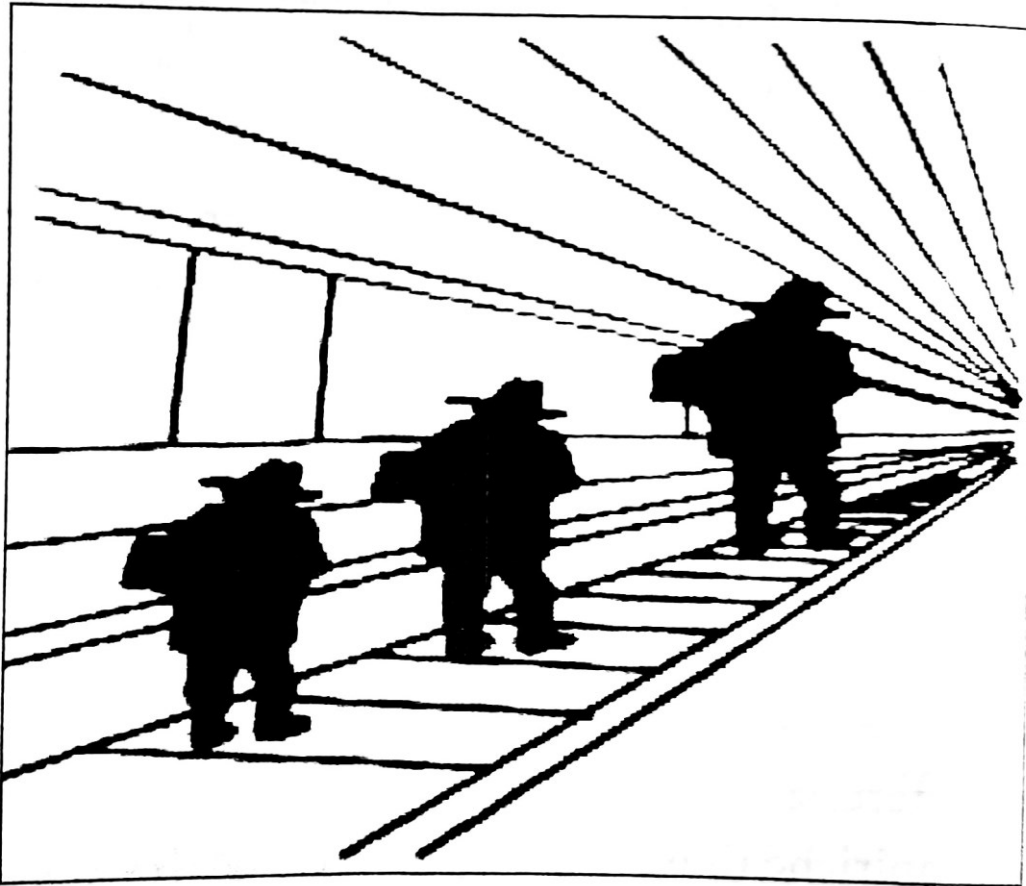
Gli individui sono influenzati nel proprio comportamento semplicemente dall'aver sentito certe parole

- Gruppi di giovani attraversano un corridoio dopo aver ascoltato parole che ricordano la giovinezza o la vecchiaia
 - Si impiega più tempo a camminare nel corridoio se si sono ascoltate parole che ricordano la vecchiaia
 - ❖ È l'influsso del sistema (1) quando il sistema (2) non interviene perché non si è penalizzati per la scelta effettuata

In campo finanziario, il sistema (1) si basa sulla causalità mentre il sistema (2) si fonda sulle conoscenze statistiche e del calcolo delle probabilità

Esempi di teoria – Le euristiche

Figura 5.2 L'altezza delle figure



Nella figura le tre persone appaiono diverse anche se una volta misurate sono esattamente uguali

- Le immagini sono a due dimensioni, ma ragioniamo in base ad immagini a tre dimensioni

Euristica: ragionamento che si basa su associazione e percezione immediata (persone → 3 dimensioni)

- Si attiva il sistema (1) e il sistema (2) non corregge (il costo di sbagliare è basso)

Esempi di teoria – Le euristiche / 2

Altri esempi di euristica:

1) Rappresentatività

Calcolare la probabilità di un evento sulla base di una superficiale somiglianza con un fenomeno, invece che in base a probabilità oggettive

❖ Esempio: persona timida e quieta → topo di biblioteca e non rampante avvocato

➤ Aspettative estrapolative

Finanza: pensiamo che un asset avrà rendimenti elevati perché nel passato ha avuto rendimenti elevati

Esempi di teoria – Le euristiche / 3

Altri esempi di euristica:

2) Ancoraggio

Calcolare la probabilità di un evento partendo da un «prior» che funge da ancora di riferimento, senza usare le informazioni disponibili per aggiornare la probabilità in modo razionale

❖ Per esempio il prezzo di un asset è un'ancora plausibile e razionale per il valore di un titolo?

3) Disponibilità

Calcolare la probabilità di un evento sulla base della facilità con la quale tali eventi possono essere ricordati

Alcuni errori sistematici

L'uso di ragionamenti euristici, e l'interazione tra sistema 1) e sistema 2), può produrre comportamenti sub-ottimali che possono essere forse migliorati con incentivi corretti e giuste conoscenze

☐ Ottimismo

- Ci protegge dal percepire dolore e difficoltà
- Riduce stress e ansia, migliora le condizioni di salute e aumenta le motivazioni

Il nostro cervello influenza il modo con il quale percepiamo la realtà

- Disallineamenti con quello che si pensa sono più facilmente identificabili quando le nuove informazioni sono positive

Correlazione tra ottimismo moderato e decisioni sensate e tra ottimismo eccessivo e decisioni irrazionali

Alcuni errori sistematici / 2

Fiducia eccessiva (overconfidence)

Eccessiva fiducia nelle proprie possibilità, spesso dovuta a errori nella stima della probabilità degli eventi

- Una certa dose di fiducia può essere utile per farci affrontare le sfide alle quali siamo posti di fronte, ma se è eccessiva può essere dannosa perché può produrre comportamenti irrazionali

Hindsight bias (il pregiudizio del «senno-di-poi»)

Tendenza a pensare di aver previsto ex-ante ciò che poi effettivamente si è realizzato

Il pregiudizio del senno di poi è una tendenza a vedere gli eventi passati benefici come prevedibili e gli eventi negativi come non prevedibili.

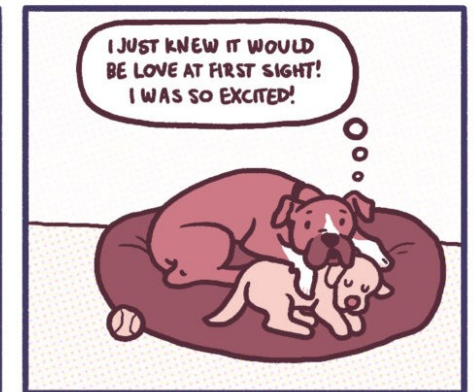
Alcuni errori sistematici / 3

□ Hindsight bias (il pregiudizio del «senno-di-poi») / 2

Il senno di poi è uno stato mentale pericoloso poiché offusca la ns. obiettività nel valutare le decisioni di investimento passate e inibisce la ns. capacità di imparare dagli errori del passato.

Causato dal sistema 1) che interpreta gli eventi in modo semplice, assegnando spiegazioni ex-post anche in presenza di pochi elementi che possano supportare le convinzioni che si formano

B.E. FOR DOGS:
**HINDSIGHT
BIAS**



BERMAN, FOEHL, TROWER 2018

Duke  CENTER FOR
ADVANCED
HINDSIGHT

Alcuni errori sistematici / 4

❑ Pregiudizio della conferma

Tendenza a porre più attenzione all'informazione coerente con le nostre ipotesi iniziali e a ignorare l'evidenza incoerente

- Causato dal sistema 1) che tende ad esagerare la probabilità di eventi rari

La ricchezza di informazioni ci rende meno sensibili ai dati perché ci abituiamo a trovare sostegno a qualunque cosa vogliamo credere

- Diamo più peso alle informazioni che sostengono i ns. investimenti precedenti e meno alle informazioni che possano metterli in dubbio
- ❖ Dissonanza cognitiva: tendiamo a ricercare informazioni note e riconosciute che supportino il nostro comportamento e a confutare quelle che non lo supportano

Alcuni errori sistematici / 5

☐ Effetto aureola («halo effect»)

Tendenza a farci influenzare dalla prima impressione ricevuta

Collegato al pregiudizio della conferma («confirmation bias») perché in entrambi i casi si usa descrizione molto semplificata e rassicurante della realtà non dando il giusto peso agli elementi nuovi che compaiono

☐ Framing bias («distorsione nell'inquadratura»)

Tendenza a rispondere in modo diverso alle varie situazioni in base al contesto in cui viene presentata (o inquadrata) una scelta.

- Comprende anche un fenomeno noto come *narrow framing*, che si verifica quando le persone si concentrano in modo troppo restrittivo su uno o due aspetti di una situazione, escludendo altri aspetti cruciali e compromettendo così il loro processo decisionale

Alcuni errori sistematici / 6

❑ Framing bias («distorsione nell'inquadratura») / 2

Un classico esempio di questo pregiudizio è la partecipazione a piani di risparmio pensionistico.

- Negli USA, ai dipendenti veniva data la possibilità di partecipare al piano pensionistico di un'azienda, scegliendo di esercitare l'opzione di adesione
- Oggi, tuttavia, alcuni datori di lavoro prevedono l'iscrizione automatica ai loro piani pensionistici, il che comporta l'iscrizione del dipendente direttamente dal datore di lavoro a un'aliquota contributiva specifica. In questi casi, il dipendente deve rinunciare attivamente al piano se non vuole partecipare.
- Dal punto di vista macroeconomico, modificando lo scenario da "vuoi partecipare?" a "parteciperai a meno che tu non scelga di non farlo", i tassi di risparmio sono saliti alle stelle

Alcuni errori sistematici / 7

❑ Incapacità di ragionare in termini statistici

Il nostro cervello preferisce ricorrere a semplici ragionamenti deterministici di causa ed effetto, anziché ricorrere al calcolo delle probabilità

- Fare inferenza statistica a partire da pochi dati, pensando che pochi dati possano individuare relazioni causali di validità generale
- Sostituire «probabilità» con «plausibilità»: la probabilità di un evento viene valutata sulla base della plausibilità dello scenario descritto e non sulla base di regole probabilistiche

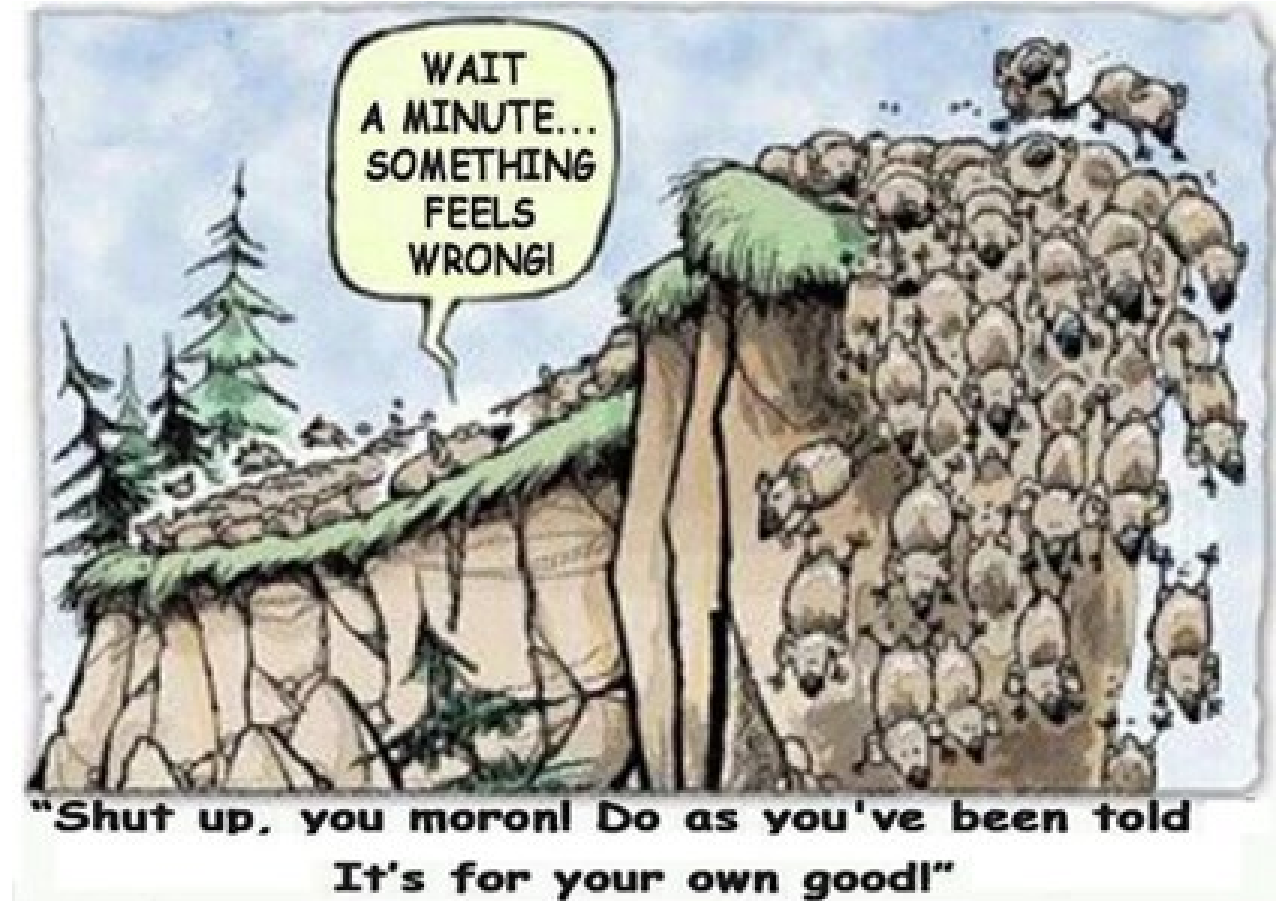
❑ Herding

Tendenza a imitare il comportamento della maggioranza senza valutare se tale scelta è corretta o meno

Alcuni errori sistematici / 8

□ Herding / 2

Il comportamento del gregge contribuisce alle impennate e ai crolli del mercato azionario perché induce gli agenti di cambio ad agire in base alle emozioni piuttosto che alla ragione, impedendo alle persone di usare la logica e la ragione.



❑ Mental Accounting

Tendenza a ragionare per compartimenti stagni

- Nella gestione di un portafoglio non teniamo in considerazione che spesso questo è solo una parte di tutta la nostra ricchezza complessiva (e.g. immobili)
 - Proprietari immobili hanno portafogli che hanno una esposizione azionaria più limitata di quella che dovrebbero avere
- Valutiamo ogni titolo in portafoglio in modo avulso dal comportamento complessivo del portafoglio

❑ Regret avoidance

Siccome le persone provano più rimorso se fanno scelte originali, tendenza a fare scelte più convenzionali

Principali errori nella gestione dei portafogli

❑ Eccessiva intensità di «trading»

In genere, maggiore è la rotazione dei portafogli e minore è il rendimento netto

- Gli investitori tendono a cambiare troppo frequentemente il proprio portafoglio, specie la componente azionaria
 - Il costo-opportunità di un trading troppo attivo può essere anche pari al 30% dei rendimenti ottenuti

Overconfidence Bias in Trading

People tend to think that they are smarter and make better decisions than they actually do in reality.



Reasons for Overconfidence

1. People think that they are smarter than they actually are.
2. People think that they have better information than they actually do.



How does this Affect Traders?

- Taking bad trades which they think are good, and holding on to them.
- Trading excessively because every trade looks like a great opportunity.
- Underestimating downside risk and not doing proper risk management.



How to Prevent Overconfidence?

- Have enough confidence to trust your analysis and not get swayed by the crowd, but do not get carried away and think that your analysis is 100% correct.
- No matter how good your analysis and research is, assume there is still a 30-40% chance you will be wrong.
- Do proper risk and money management, have a contingency plan, and place your stoploss to limit your risk.

2 Types of Overconfidence Bias

1. Prediction Overconfidence	2. Certainty Overconfidence
Leads you to think you are more accurate when predicting the future.	Leads you to think you have a higher chance of being correct.
E.g. Quite often, we see in the news that certain celebrities or analysts or banks give some ridiculous price projections or price targets.	E.g. Professionals are usually only 60-70% certain about a good trade, but when amateurs see that same trade, they are 90-100% certain that it's a winning trade.



Principali errori nella gestione dei portafogli / 2

❑ Incapacità sistematica selezione

Gli investitori si fanno influenzare dalle notizie riguardanti un titolo, spesso coincidenti con fasi in cui il titolo è sopravvalutato

- Gli investitori acquistano titoli azionari che attirano l'attenzione

❑ Diversificazione insufficiente

- Scarsa percentuale nei portafogli di fondi comuni / ETF
- Spesso elevata concentrazione di investimento in pochi titoli
- Home bias

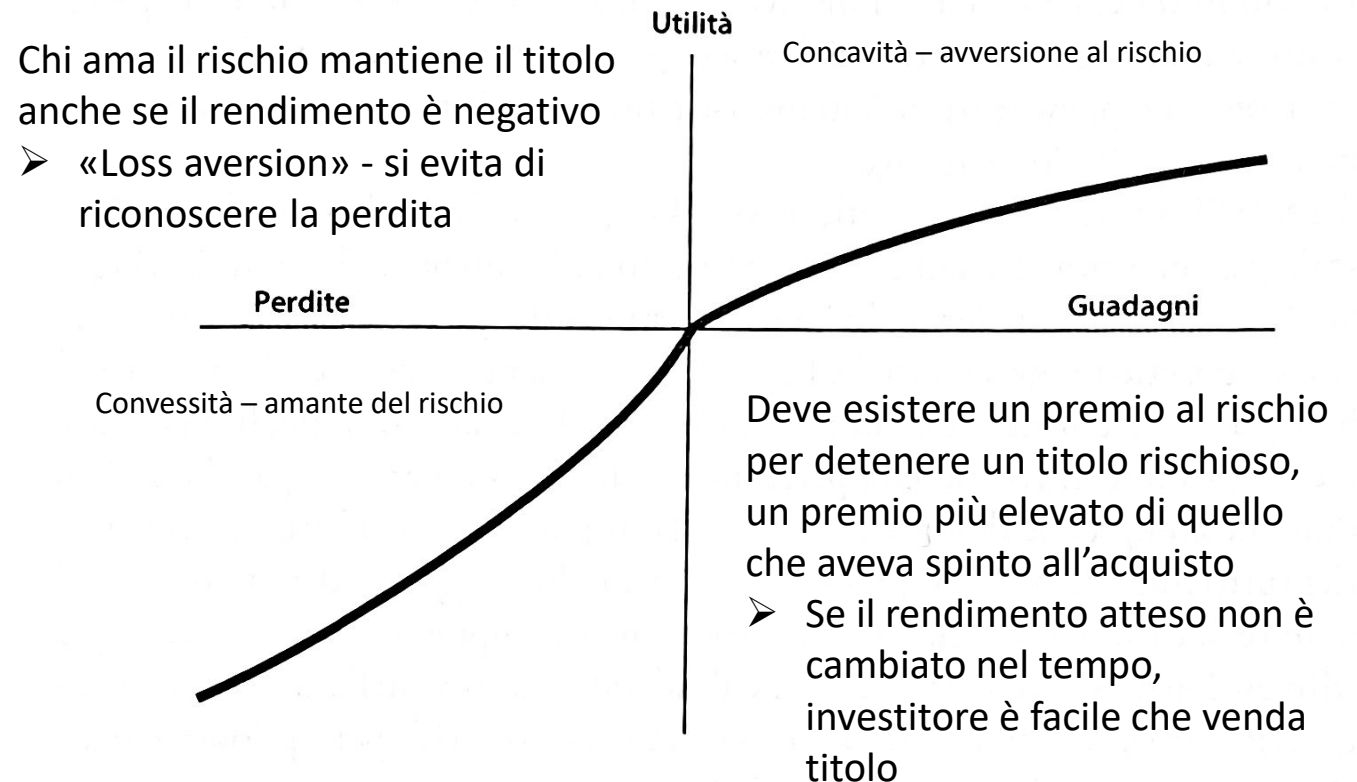
Principali errori nella gestione dei portafogli / 3

□ Tendenza a tenere titoli in perdita («disposition effect bias»)

L'effetto di disposizione è un pregiudizio cognitivo che si manifesta quando gli investitori vendono asset con buone performance più facilmente di quelli con performance inferiori

- si verifica perché gli investitori sono riluttanti ad accettare che gli asset che un tempo consideravano le migliori scelte sono in realtà sottoperformanti

Figura 5.5 La funzione di utilità di Kahneman e Tversky



Educazione finanziaria

La *financial literacy*, cioè l'alfabetizzazione finanziaria, comprende tutte quelle conoscenze e competenze che servono a prendere decisioni consapevoli e informate per quanto riguarda la gestione del denaro.

- L'OCSE la definisce come il processo con il quale gli investitori migliorano la loro comprensione dei prodotti, concetti e rischi finanziari, e, mediante l'informazione, istruzione e/o consulenza, sviluppano le capacità e la fiducia per diventare più consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie al fine di compiere scelte informate, sapere dove andare per farsi aiutare ed effettuare azioni per migliorare la propria situazione finanziaria

L'educazione finanziaria ci consente di realizzarci al meglio come cittadini nella società

- Saper operare o valutare scelte di natura economica ci permette di gestire in maniera opportuna le nostre finanze e ci consente quindi di vivere meglio

OCSE P.I.S.A. (*Programme for International Student Assessment*) - 2015

- Livello medio di competenze, simile agli USA
- Nel triennio 2013-2015 ITA migliora più di altri la performance media

Klapper-Lusardi-van Oudheusden (2015)

- Solo il 37% degli italiani comprende correttamente i concetti finanziari di base
- Media UE 52%

I risultati dell'indagine internazionale sulla Financial Literacy in OCSE PISA 2018

In genere, a livelli superiore di educazione finanziaria sono associati portafogli più dinamici e maggiormente esposti al rischio

- Maggiore componente azionaria

Problema: endogeneità educazione finanziaria - Può anche esserci una relazione causale inversa

- Chi ha una maggiore componente azionaria nei propri portafoglio è portato ad avere maggiore interesse a elementi riconducibili alla educazione finanziaria

Bianchi (2018) - Chi ha maggiore educazione finanziaria ha portafogli più rischiosi quando i rendimenti attesi sono più elevati, ha gestione più attiva, adotta stile «contrarian»