



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Quattordicesima parte) A conclusione di questa nostra inevitabilmente incompleta carrellata su di una materia così complessa come la finanza comportamentale, una considerazione s'impone: quanto cioè i fattori di cui ci siamo occupati nelle scorse settimane, cioè variabili e condizionamenti di tipo psicologico personale, sindromi di aggregazione e comportamenti di tipo collettivo, influssi dei mezzi d'informazione, distorsioni, influssi affettivi ed emotivi, rendano le scelte d'investimento ed il funzionamento dei mercati finanziari ben diversi da quella struttura razionale, soggetta a modelli matematici ed a regole altamente strutturate, che si era andata creando nel corso degli ultimi decenni, e che va genericamente sotto il nome di teoria del mercato efficiente. Quanto accaduto nella realtà, e quanto la finanza comportamentale indica, ci porta lontano mille miglia dall'efficienza e dalla razionalità, e ci indica invece un mercato in perenne disequilibrio, sospeso fra euforie e depressioni, fra bolle speculative e cadute più o meno pesanti. Questa è la natura umana, ed anche il mercato finanziario non può prescindere da tale condizionamento, nel bene e nel male. Quelle che si può trarre quale "morale" del nostro breve *excursus* è una maggiore attenzione, nel valutare e decidere i nostri investimenti finanziari, ad alcuni aspetti che sovente trascuriamo: citiamone alcuni fra i più importanti: 1) l'eccesso di fiducia nelle nostre capacità; 2) l'idea che quanto accaduto nell'immediato passato debba necessariamente riproporsi per il futuro, anche lontano nel tempo; 3) il desiderio di uniformarsi comunque ai comportamenti collettivi prevalenti, subendo l'effetto moda, anche se non ne siamo del tutto convinti; 4) voler vedere nell'andamento dei mercati modelli che in realtà non esistono, sottovalutando dunque l'aspetto casuale con cui esso si muove; 5) il timore del cambiamento; 6) voler interpretare i dati secondo un preconetto che già noi stessi abbiamo formulato invece che in modo obiettivo, trascurando dati ed informazioni che non condividiamo mentalmente; 7) far prevalere aspetti emozionali legati alla nostra storia; 8) non agire a causa dell'eccesso di alternative o di dati informativi; 9) essere riluttanti nell'ammettere i propri errori, effettuando i dovuti cambiamenti, anche se in perdita; 10) confondere la familiarità con un certo settore economico, una certa area, con una vera conoscenza che possa guidare ad investimenti accurati. E con questo "decalogo" chiudiamo il tema, aprendone tuttavia altri che sempre e comunque avranno relazione con la finanza comportamentale. *(fine)*

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Tredicesima parte) La tendenza, anche degli investitori, di muoversi in gruppo (comportamento gregario, di “branco” – *herding behaviour*) e di uniformarsi al “pensiero di gruppo”, alle teorie ed alle tendenze dominanti del momento, è uno degli aspetti salienti della finanza comportamentale. La nascita e l'evoluzione di questi atteggiamenti sono stati oggetto di studio da parte di molti analisti, in particolare per quanto concerne il meccanismo di nascita e di trasmissione di quelle informazioni che poi determinano comportamenti sub-razionali (o peggio) nelle scelte di investimento, alimentando sovra- e sotto-reazioni entro i mercati finanziari, generando situazioni anomale di non equilibrio, di ciclicità esasperata costituita da periodi di euforia e bolle seguiti da fasi depressive e da più o meno pesanti cadute dei valori. Il “contagio informativo”, anche in ambito finanziario, dipende ovviamente da un'infinità di fattori, quali le “invenzioni” dell'ingegneria finanziaria, le esigenze del sistema bancario e finanziario, lo stato dei mercati, le “mode” e così via, ma, in ambito squisitamente comportamentalistico, possiamo citare ad esempio la propensione da parte di chi detiene tale informazione a farne partecipi gli altri, la diffusione ed il grado di penetrazione del mezzo usato, cioè il prestigio od il carisma, l'affidabilità degli “esperti” da cui l'informazione promana, la ricettività, ovvero la disponibilità dei riceventi ad accettarla ed a tradurla in scelte operative, e, da ultimo, la dimensione temporale, la sua ripetitività. E qui sta un punto importante, che non vale solo per la finanza ma per ogni ambito culturale e sociale, nel senso più lato: non è forse vero che una cosa detta e ridetta per molto tempo, soprattutto se in ambiti abbastanza istituzionalizzati e da persone ritenute credibili ed affidabili, non finisce col divenire quasi una “verità acquisita”, indipendentemente dal fatto che il dato di partenza fosse vero oppure no ? Purtroppo è così e la teoria dell'informazione (e della disinformazione) lo illustra ampiamente. Per non dire poi delle eventuali distorsioni e modifiche che l'informazione subisce attraverso i vari passaggi e con il trascorrere del tempo. Se poi l'opinione si diffonde all'interno di un gruppo particolarmente influente in termini di capacità comunicativa (ad esempio *media* di prestigio, *opinion leaders* di largo seguito, ecc..) ecco che si genera allora un fenomeno a cascata (*informational cascade*) che finisce col coinvolgere anche molti investitori individuali “al traino”, desiderosi di uniformarsi a tale corrente di pensiero ed a tali comportamenti (la vicenda Madoff *docet* al proposito). (*segue*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Dodicesima parte) Condizionamenti, distorsioni e “derive” psicologiche condizionano dunque i comportamenti individuali e collettivi in campo finanziario. Il passaggio dalla sfera dell’individuale a quella del collettivo porta a quell’istinto gregario, o del branco (*herding behaviour*) che tanta parte ha nell’evoluzione dei mercati, soprattutto nel determinare la loro tendenza. A questo punto s’innesca una spirale causa-effetto, nel senso che la tendenza dominante, determinata da questi comportamenti, condiziona a sua volta altri comportamenti, portando sempre più investitori a conformarsi proprio a quella tendenza di mercato. Le strategie si indirizzano inevitabilmente in funzione delle previsioni più “autorevoli”, o ritenute tali, e dei comportamenti collettivi già consolidati, cui i “ritardatari” si uniformano sotto la spinta dell’“effetto moda”: ecco allora che la storia dei mercati diviene inevitabilmente una successione di stati di instabilità, fenomeno questo che già abbiamo considerato nei nostri articoli e su cui ancora torneremo, poiché molto interessante da vari punti di vista. Si assiste ad una successione di bolle e di ribassi, secondo una ciclicità – per alcuni fisiologica, per altri patologica - che è conseguenza primaria dell’abitudine degli investitori a seguire gli andamenti correnti, bolle e ribassi anche forti, enfatizzati dalle situazioni di sovrareazione e sottoreazione da parte di molti investitori, proprio sulla base delle “distorsioni” psicologiche che abbiamo considerato. Su tutto pesa, come detto, il ruolo dell’informazione esterna, dei *media* e degli stessi analisti, la cui opinione tende spesso a conformarsi all’andamento del mercato di quel momento. Molte informazioni non vengono filtrate dall’investitore, verificate ed analizzate criticamente, portando a scelte quanto meno non ottimali, per usare un eufemismo. Un caso paradigmatico riguarda ad esempio la diffusione dei fondi comuni azionari: li si acquista per fare meglio del relativo indice di riferimento, mentre la stragrande maggioranza di essi non riesce, né su tempi brevi né su tempi lunghi, a “battere” l’indice stesso (trascurando l’aspetto dei costi e delle spese di gestione), per cui all’investitore converrebbe certamente acquistare direttamente l’indice, ad esempio sotto forma di ETF, guadagnando anche in trasparenza e rapidità di esecuzione. Eppure i fondi azionari hanno una diffusione enorme, frutto di un istinto gregario consolidato nel tempo e di un “pensiero di gruppo” ormai divenuto dominante. Ma come nasce questo pensiero di gruppo e come si sviluppano queste opinioni diffuse che poi di fatto, quasi come dogmi, determinano l’evoluzione del mercato finanziario e segnano questa strana successione di picchi ascendenti e discendenti. che mai trovano uno stato di stabilità ? Lo vedremo nel prossimo articolo. (*continua*)

L’autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l’Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Undicesima parte) Il ruolo della comunicazione e dei media è fondamentale nel determinare i comportamenti individuali e collettivi anche nel settore degli investimenti finanziari, oltre che ad instaurare quegli "effetti moda" e quel conseguente "istinto gregario", così rilevanti per l'area in esame, su cui già ci siamo più volte soffermati. E' indubbio come il comparto produca ed emetta una quantità a dir poco enorme di dati ed informazioni quotidiane, in costante aumento con lo sviluppo di prodotti e mercati e con il procedere della loro complicazione e globalizzazione, e qui nasce il primo problema, poiché tale massa di notizie deve essere selezionata, sintetizzata e valutata, così da renderla utile in funzione delle nostre decisioni di investimento. Ci si può chiedere se la maggior quantità di informazioni disponibili significhino anche più chiarezza e portino a migliore capacità decisionale. Le risposte possono essere dubbie al riguardo e comunque non univoche. Di certo il processo selettivo è oggi più impegnativo e molti tendono a semplificarlo ulteriormente ed eccessivamente attraverso processi mentali come quello della *self-attribution*, che abbiamo discusso nello scorso articolo, selezionando solo dati ed informazioni che confermano e supportano un punto di vista già costruito mentalmente. Più informazione dovrebbe comunque portare ad una maggiore accuratezza del percorso decisionale fra diverse alternative. Quel che l'evidenza dimostra inequivocabilmente è che l'investitore tende ad utilizzare in maniera prioritaria le informazioni più facilmente comprensibili, che giungano da fonti ritenute affidabili (ma anche qui la soggettività impera) e quelle percepite intuitivamente come corrette (sulla base però di preconcetti personali che già sono nel bagaglio mentale dell'investitore). Sono preferite le informazioni più esplicite rispetto a quelle, magari tecnicamente più accurate, fornite tuttavia in modo più implicito e criptico. Da ciò deriva anche il successo di varie testate, sia giornalistiche sia televisive, soprattutto USA, specializzate nell'area economico-finanziaria, che forniscono un'informazione di elevata qualità, con dati ben separati dai commenti (qualità che purtroppo manca a gran parte della comunicazione europea), alla cui popolarità fra gli addetti ai lavori del mondo degli investimenti contribuisce la partecipazione di ospiti importanti ed autorevoli e, *last but not least*, anche l'avvenenza di molte fra le loro (brave) *anchorwomen* ! Che poi l'eccesso di informazione possa "frastornare" e condurre a scelte addirittura negative, così come troppe leggi non aiutano la giustizia, ma favoriscono il ricorso ai "cavilli", beh, questa è un'altra storia !
(*continua*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Decima parte) Anche il sesso gioca un ruolo nella percezione del rischio legato agli investimenti e nei comportamenti relativi. Come in altri ambiti l'approccio della donna è in linea generale più razionale e, per quanto strano possa apparire, meno condizionato dagli "effetti moda" che tanto peso hanno nella scelta degli strumenti finanziari da inserire in un portafoglio. In generale la donna si presenta più avversa al rischio e quando, fra le diverse *asset classes*, si avvicina, magari con una certa circospezione, all'investimento finanziario, lo fa prendendo posizioni ben selezionate che mantiene per lungo tempo, piuttosto che impegnarsi in attività di *trading*, tipicamente maschili, che il più delle volte risultano perdenti. Un'altra importante caratteristica femminile, peraltro legata alla prima, è l'approccio meno speculativo e l'orientamento verso impieghi che portino a rendimenti più regolari nel tempo. Una caratteristica tutta femminile è quella di riuscire a valutare molto meglio rispetto agli investitori maschi la perdita potenziale che può derivare da un certo impiego, e da ciò deriva anche senza dubbio la loro propensione in termini di rischio e di regolarità dei rendimenti attraverso il tempo.

Indipendentemente dal sesso, sulle scelte di impiego finanziario gioca il maniera rilevante l'istinto gregario, tipico della natura umana, ed il ruolo di quell'effetto moda da cui, come detto, le donne investitrici paiono essere un poco più immunizzate. Su istinto gregario ed effetto moda un ruolo determinante è svolto naturalmente dalla comunicazione, dai *media*, veri catalizzatori di tanti comportamenti collettivi, nel bene e nel male, ed anche in ambito economico e finanziario.

Ma le citazioni, i dati e le informazioni in genere fornite dai mezzi d'informazione non hanno tutte lo stesso peso per il risparmiatore e l'investitore. Un fenomeno interessante è ad esempio quello detto di *self-attribution*, per cui la fiducia di un investitore nella propria percezione e nella propria valutazione cresce enormemente quando venga confermata da notizie e dati riportati dai *media*, tanto più se tali notizie appaiono in forma facilmente comprensibile, vengono da fonti ritenute più attendibili e credibili e quindi sono percepite come più "corrette" e "neutrali"; se però queste informazioni pubbliche sono contrarie al suo *sentiment*, ecco che allora non ne tiene conto e procede sulla base delle proprie intuizioni, che ritiene più corrette. A tutti è certamente capitato di comportarsi in modi simili, in ambito finanziario o di altro tipo, e chi è senza peccato scagli la fatidica prima pietra ! (*continua*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Nona parte) Se l'evidenza empirica indica come le perdite tendano ad accentuare la propensione al rischio, o quanto meno rendano l'investitore interessato più "attivo" rispetto all'investitore con un portafoglio in utile, il concetto stesso di rischio si presta in realtà a varie interpretazioni. Quello normalmente assunto dalla finanza moderna è un concetto storico-statistico, fondato su probabilità, scarti e varianze, che, si è visto, presta il fianco a molte critiche e si è rivelato in realtà assolutamente inadeguato, poiché trascura quegli eventi che, ancorché poco probabile in termini di probabilità e di storicità, possono causare effetti di grande ampiezza e conseguenze non prevedibili (i famosi "cigni neri" già considerati in questa rubrica). In realtà, nella mente dell'investitore, il rischio ha una dimensione più ampia e complessa e, giustamente, trascende le categorie dell'oggettivo e del misurabile. La percezione del rischio ha varie componenti, che si combinano in modo diverso per ciascun individuo: pensiamo soltanto al timore di soffrire una perdita ingente, anche "definitiva", con la non restituzione del capitale, oppure più comunemente il timore di rendimenti molto inferiori a quelli attesi, oppure di avere un portafoglio titoli non adeguatamente valorizzati nel momento in cui si dovesse avere il bisogno di venderli, e via dicendo. Ovviamente tutto ciò è anche in funzione del livello di conoscenza e di consapevolezza del singolo investitore e, al riguardo, può venir spontanea la domanda se gli investitori più "esperti", e quelli professionali in misura ancora maggiore, abbiano una percezione del rischio più precisa e completa e dunque la applichino in misura più produttiva nei loro investimenti. La risposta, che parrebbe scontata, in realtà non lo é. Gli investitori più esperti e professionali tendono spesso ad enfatizzare proprio le componenti matematico-statistiche del rischio e quindi cadono sovente nella trappola che tale modello comporta. Il buon senso dell'uomo comune lascia il posto ai modelli sofisticati, verrebbe da dire. Spesso gestori professionali ed analisti sono influenzati dal loro eccesso di fiducia e di familiarità con l'informazione di settori e mercati che ritengono di conoscere in modo particolarmente approfondito. Ciò che si conosce meglio viene ritenuto meno rischioso, assioma tuttavia che risulta tutto da verificare e dimostrare nella pratica. Così, valutazioni affettive e sentimentali, fiducia eccessiva nelle proprie capacità, immagini mentali che ci si trascina da esperienze passate, simpatie, e quant'altro, rendono le scelte non tanto razionali, per usare un eufemismo. Il fattore rischio ed i comportamenti relativi nell'area degli investimenti finanziari risentono poi delle differenze di sesso, come osserveremo nel prossimo articolo. *(continua)*

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Ottava parte) Come abbiamo accennato nell'introduzione a questa serie di articoli, una parte importante della finanza comportamentale riguarda la percezione del rischio da parte dell'investitore ed i comportamenti che ne derivano, come nel caso delle ragioni psicologiche che spingono ad assumersi certi rischi, oppure ancora nell'ambito delle differenze, ammesso che esistano, fra investitori supposti "esperti" e non. Alla base di tutto vi dovrebbe essere un comportamento teorico fondato essenzialmente sulle leggi dell'economia e della statistica, in cui il rischio ha un'espressione matematica, riferita ai valori storici che un certo fenomeno ha registrato in passato, quindi alla loro varianza. Tale approccio nel considerare il rischio, lo abbiamo ribadito più volte su questi spazi, è limitativo, inadeguato e fuorviante, come la recente storia insegna, ma è pur tuttavia "abbastanza" razionale nella sua formulazione. Da tale base concettuale deriva dunque la cosiddetta Teoria dell'Utilità Attesa, per cui l'individuo sceglie, fra varie alternative disponibili, quella che, in termini statistici, prevede rendimenti attesi più elevati o perdite più basse, sulla base di un profilo di rischio personale. Questo modello non considera però gli elementi emotivi, psicologici dell'investitore, i suoi limiti e le sue "distorsioni" cognitive, e trova quindi scarsa conferma nella pratica. L'*homo oeconomicus* è animale raro, anche nel grande circo degli investimenti finanziari ! Ma cosa ci dice invece l'evidenza empirica riguardo al rischio ? Ci dice, ad esempio, che molti investitori optano per alternative più rischiose quando sono confrontati con perdite e scelgono invece alternative meno rischiose quando sono in zona utile. Quindi la voglia di "recuperare" spinge ad un maggiore azzardo, sulla base di quello che potremmo definire un *benchmark* psicologico che ciascuno si costruisce mentalmente partendo da dati più o meno oggettivi. E dunque si accetta una maggiore volatilità dei valori se ciò si lega a maggiori guadagni potenziali, anche se poi il concetto di "orizzonte temporale" subisce anch'esso delle distorsioni. A parte il fatto che l'assioma classico secondo cui investimenti più volatili e rischiosi diventano più regolari e redditizi sul lungo termine pare non essere oggi più tanto vero, l'investitore varia il suo orizzonte temporale sotto la pressione delle vicende e spesso è emozionalmente "impaziente" di conseguire risultati (o di recuperare perdite) al di là di ogni modello teorico che tenda alla razionalizzazione del rapporto rendimento/tempo. *(continua) - GLT*

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Settima parte) Vi sono altre tendenze riscontrabili abbastanza frequentemente nel comportamento degli investitori. Pensiamo ad esempio a scelte euristiche legate ai cosiddetti principi dell' "ancoraggio" o della "rappresentatività". Nel primo caso ci si forma un giudizio a partire da un certo valore corrente, senza considerare adeguatamente la storia dello strumento, le sue vicissitudini, l'evoluzione del prezzo e le ragioni che l'hanno determinata. Si compra così perché il prezzo è "basso" o comunque conveniente, senza andare molto oltre e senza un'analisi comparativa e storica. Nel secondo caso si tende, oltre ad un eccesso di fiducia nelle proprie scelte decisionali e nelle proprie capacità di valutare e prevedere la tendenza futura dei mercati, a dare poca importanza alle medie di lungo periodo (verso cui il mercato nel tempo inesorabilmente ritorna, in termini statistici), sovraperponderando invece l'esperienza dei tempi più vicini. Il caso forse più tipico e lampante è quello degli ultimi anni che hanno preceduto l'attuale crisi: quando la tendenza della borsa è positiva ed i rendimenti azionari sono elevati per un certo numero di anni (è stato questo appunto il caso fra il 1982 ed il 2000 per la maggioranza dei mercati), gran parte degli investitori ritiene che tali risultati oltre la media siano ormai "normali", frutto di nuovi scenari consolidati, e che tale tendenza debba durare a tempo indeterminato, o addirittura per sempre. Si determina quella che viene definita in Inglese come "*complacency*", cioè compiacimento, eccesso di fiducia, assenza di senso critico, una delle sindromi più pericolose che i mercati finanziari conoscano. Corollario di ciò può essere allora il ricorso al *leverage*, cioè all'indebitamento al fine di accrescere il rendimento atteso degli investimenti, oppure eccessi di concentrazione del portafoglio nei settori e negli strumenti che si ritengono più redditizi "all'infinito" (vedi il caso degli *hedge funds* o dei settori che poi diventano oggetto di bolle speculative). E più tale tendenza dura, come ci insegna Minsky, più drammatica è la sua rottura e la sua inversione in termini di danni causati e perdite subite. Quando avvenuto di recente, e quanto ancora sta avvenendo, lo indica chiaramente. In senso più generale questi comportamenti possono anche essere riferiti ad un certo conservatorismo che è insito nella natura umana: quando gli scenari e le situazioni cambiano, molti investitori (spesso anche professionali, inclusi i gestori patrimoniali) reagiscono abbastanza lentamente nell'adeguarsi a tali mutamenti, contando su di una sorta di mal intesa "normalità". In momenti di turbolenza dei mercati, tale atteggiamento può risultare particolarmente dannoso. *(continua) - GLT*

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Sesta parte) La “contabilità” o “differenziazione” mentale è una sorta di distorsione cognitiva osservabile nel comportamento legato agli investimenti finanziari così come in altre scelte ed attività di natura economica. In pratica si effettuano divisioni mentali per entità che invece dovrebbero essere considerate come un tutt’uno, e si operano le relative scelte decisionali in modo separato anziché integrato. L’esempio forse più chiarificatore può riguardare i modi diversi di investire i flussi finanziari a seconda che essi siano “ordinari” o “straordinari”. Ad esempio, si spendono in modo parsimonioso tali redditi ordinari, si investono in modo estremamente cauto ed oculato i risparmi che derivano dal normale stipendio o dalla consueta rendita periodica, mentre si impiegano in modo particolarmente speculativo ed azzardati i flussi straordinari, ad esempio bonus, premi, entrate non ricorrenti ed eccezionali. Ovviamente il lettore noterà come tale comportamento non del tutto razionale valga anche sovente per le decisioni di acquisto. Si cita spesso anche il caso della scelta dei piatti a casa ed al ristorante, nel senso che molte persone tendono a cucinare piatti relativamente poco costosi a casa ed invece si “lasciano andare” ad ordinare piatti molto costosi quando devono pranzare al ristorante. Ovviamente il comportamento più razionale sarebbe quello inverso. Una conseguenza di tale sdoppiamento psicologico nel campo degli investimenti si lega al diverso modo di considerare guadagni e perdite. Mentre infatti si ricerca il massimo risultato da una parte degli impieghi in portafoglio, una perdita eventuale in un’altra parte viene in un certo senso rimossa e “consolidata”, dunque separata in una sorta di “libro contabile mentale” distinto, e di conseguenza, essendo questa perdita dolorosa in termini psicologici si tenderà a non vendere quei titoli in attesa di tempi migliori, accentuando spesso ancor più i risultati già negativi. Chi opera quotidianamente nel campo della gestione patrimoniale e della consulenza finanziaria potrà poi testimoniare un altro genere particolare di “doppia contabilità mentale”, che talvolta stupisce: esistono infatti investitori estremamente cauti e pignoli nella scelta, ad esempio, dei titoli obbligazionari da inserire in portafoglio, e che al contempo scelgono strumenti estremamente rischiosi per altre componenti del loro stesso portafoglio, ad esempio nei comparti alternativi, oppure assumendo elevati rischi valutari non protetti. Ma di questo modo estremamente ampio e variegato di percepire, valutare e considerare il rischio legato agli investimenti avremo occasione di parlare prossimamente. *(segue) - GLT*

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Quinta parte) Quelle che abbiamo definito “distorsioni cognitive”, condizionamenti psicologici individuali frutto di svariate storie personali, e scelte euristiche, cioè processi realizzati in base a semplificazioni decisionali talvolta eccessive o comunque parziali, inficiano ampiamente le scelte di investimento. Un caso particolarmente rilevante concerne un eccesso di fiducia nelle proprie capacità di selezione degli impieghi e di previsione circa l'evoluzione dei mercati. Una situazione tipica è quella ad esempio di imprenditori e professionisti di un certo settore che, abili nella loro attività specifica, si ritengono altrettanto abili nell'investire in generale, specialmente in aziende del loro ambito di competenza, in quanto ad essi familiare. Oppure il privilegiare investimenti su base locale, pensando di conoscerli meglio e di avere da essi un risultato superiore. Si può osservare come sia tipico degli Stati Uniti privilegiare ampiamente, entro i portafoglio, impieghi nazionali, rispetto ad investimenti esteri, anche se ciò può essere in parte giustificato dall'abbondanza di opportunità disponibili e dall'efficienza dei relativi mercati. Il caso limite è quello poi in cui il collaboratore di un'azienda investe ampiamente o totalmente in titoli dell'azienda stessa, dunque con un altissimo margine di rischio e con un bassissimo livello di diversificazione. Per quanto concerne l'eccesso di fiducia in se stessi e la gestione dell'investimento finanziario in genere, la psicologia ci dice come l'atteggiamento dei due sessi sia diverso. Che le donne siano più intelligenti, acute, dotate di maggiore sensibilità ed acume, e siano migliori amministratrici, è fatto risaputo ed ampiamente dimostrato: e sono i maschi, ahimè, ad avere più, anzi troppa fiducia, nelle loro capacità, commettendo più errori rispetto alle donne. Ad esempio gli uomini tendono a muovere maggiormente il portafoglio, facendo più *trading*, ed un maggior *trading* non aumenta i risultati complessivi, ma anzi il più delle volte li riduce. Le donne, più saggiamente, scelgono accuratamente alcuni investimenti e li mantengono in portafoglio per tempi più lunghi, conseguendo mediamente risultati superiori. Anche l'atteggiamento di fronte alle perdite è diverso, come osserveremo più innanzi. Ma una distorsione cognitiva particolarmente interessante, in cui anche la differenza fra i sessi ha una parte, concerne la cosiddetta “contabilità mentale” o “differenziazione mentale”, di cui ci occuperemo nel prossimo articolo. *(continua) - GLT*

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Quarta parte) Oltre la “dissonanza cognitiva”, sono molte altre le distorsioni psicologiche che rendono il comportamento dell’investitore non del tutto razionale, o addirittura irrazionale, determinando situazioni personali non efficienti e sub-ottimali in termini di risultato ma soprattutto facendo sì che il mercato finisca con l’essere in ultima analisi inefficiente *tout court*, caratterizzato da una successione di situazioni “estreme”, bolle, boom, cadute precipitose ed altrettanto rapide riprese, faticando a trovare, semmai lo trova, dei punti di equilibrio (*Minsky docet*). Le distorsioni cognitive derivano da condizionamenti personali, frutto di mille fattori, che sovente si esprimono in scelte condizionate da quelle che in Inglese si chiamano “*bias*”, vale a dire preconcetti, pregiudizi, simpatie od antipatie immotivate,... Si è detto come un problema complesso venga spesso banalizzato od affrontato soltanto attraverso una parte delle sue componenti (euristica) e come la scelta relativa venga spesso soggetta a fattori affettivi. Un caso “euristico” abbastanza frequente riguarda l’*asset allocation* semplificata, allorché la ripartizione è fatta ad esempio sulla base di parti uguali per pura comodità, ad esempio un terzo di azioni, un terzo di obbligazioni ed un terzo di monetario. Un altro caso spesso confermato dall’evidenza è il cosiddetto concetto di “disponibilità”: quando l’investitore stima il futuro del mercato e dei suoi investimenti utilizza sì quanto accaduto in passato, ma nel far questo non assegna un maggior peso decisionale alle informazioni più rilevanti, ma bensì a quelle più vivide, che lo hanno coinvolto emotivamente in misura maggiore. Quindi gli eventi che si sono verificati più spesso, più di recente e che hanno impressionato maggiormente saranno giudicati più probabili anche se in realtà non lo sono. E’ questo il meccanismo psicologico per cui l’aereo è giudicato più pericoloso dell’auto, quando è assolutamente il contrario; solo che un evento negativo che coinvolge l’aviazione ha diffusione e risonanza mondiale, al contrario dei comunissimi incidenti stradali. Le vicende finanziarie più recenti sono ricche di situazioni in cui tale principio ha trovato puntuale applicazione. Una sotto-categoria dell’euristica della disponibilità riguarda quelle scelte d’investimento che si rivolgono a titoli di aziende che si conoscono, o si pensa di conoscere, meglio (al limite aziende del settore in cui si opera professionalmente o l’azienda stessa di cui si è collaboratori), o di cui si parla di più in un certo momento, nella convinzione che queste si comportino meglio rispetto alla media del mercato, ovviamente senza che ciò abbia alcuna base razionale. (*continua*)

L’autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l’Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Terza parte) La prima area della finanza comportamentale che ci accingiamo a considerare riguarda dunque le cosiddette strategie cognitive ed i modelli mentali con cui l'investitore valuta i suoi investimenti e determina le scelte relative. Ovviamente, anche in questo come in altri campi, le generalizzazioni sono sempre da considerare con cautela, poiché ogni persona è unica e guidata da fattori assolutamente personali. Tuttavia la psicologia applicata al mondo degli investimenti ha identificato ed analizzato una serie di elementi abbastanza comuni e ricorrenti, le cui basi ed i cui effetti sembrano evidenziati dai comportamenti medi individuali e collettivi. Molti di tali elementi si rifanno al concetto di "euristica", intendendo con tale termine il percorso mentale semplificato che guida la mente nel risolvere un problema complesso, sulla base di priorità, di tendenze, anche di preconcetti e condizionamenti, che sovente rendono la scelta meno razionale di quanto dovrebbe e potrebbe essere. Un concetto spesso ricorrente nell'ambito delle scelte economiche e finanziarie è ad esempio quello di "dissonanza cognitiva". Informazioni e conoscenze contraddittorie fra loro "disturbano" la psiche dell'investitore, così come dell'acquirente di un certo prodotto e servizio. Ecco allora che l'essere umano tende ad ignorare, o almeno a dare meno importanza, a quelle informazioni che possono accrescere il suo livello di "conflittualità psicologica", semplificando di fatto il percorso mentale. Si reagisce quindi più positivamente a quelle informazioni ed a quei dati che confermano il nostro punto di vista preesistente (che potrebbe essere quindi non motivato da elementi razionali ma da nostre credenze o punti di vista assolutamente personali) e si tengono in minor conto, o si trascurano del tutto, quelle informazioni che contraddicono il nostro punto di vista stesso. E' questo un atteggiamento molto comune anche nelle scelte che guidano gli acquisti, quelli quotidiani così come quelli importanti, l'immobile o la casa, etc.

In campo finanziario pensiamo ad esempio all'investitore che investa in un fondo comune le cui *performances* siano decisamente scadenti ed inferiori alla media del settore: probabilmente molti tenderanno a rimanere investiti in esso nonostante tali risultati insoddisfacenti, sia nella speranza che ciò stimoli il gestore a fare meglio, ma soprattutto per giustificare psicologicamente, verso se stesso e gli altri, la scelta comunque compiuta. Ciò ovviamente espone l'investitore a perdite successive. Quindi la dissonanza cognitiva altro non fa che adattare il pensiero corrente al fine di giustificare le scelte ed i comportamenti passati. Si tratta di un comportamento chiaramente irrazionale, ma fa parte della nostra vita quotidiana e nessuno di noi riesce a sfuggire a tale sindrome, nelle grandi così come nelle piccole cose della vita, e non solamente finanziaria. **(continua)**

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Seconda parte) La finanza comportamentale, e non soltanto essa per la verità, contraddice ampiamente la teoria dei mercati efficienti, ponendo in risalto i fattori psicologici che caratterizzano i comportamenti e le scelte di chi agisce entro i mercati stessi, ad iniziare ovviamente dagli investitori. Si potrebbe sostenere la sottile distinzione fra comportamento dei singoli soggetti e comportamento del mercato nel suo insieme, ma in realtà tale “distinguo” ha un po’ il sapore del bizantinismo, in quanto in ultima istanza il “mercato” quale entità astratta non esiste se non in quanto insieme di soggetti femminili e maschili che vi operano, pur se integrato e supportato da modelli e strumenti tecnologici di derivazione matematico-statistica. Anche la distinzione fra comportamento più “razionale” degli investitori di alta gamma ed istituzionali rispetto ai “normali” non sempre regge, come vedremo. La finanza comportamentale è una disciplina quanto mai ampia e strutturata, che noi descriveremo in termini semplici, senza alcuna pretesa né di completezza né di organicità, servendoci più che altro di esempi concreti, al solo scopo di fornire ai lettori alcuni cenni che possano stimolare riflessione su quanto accaduto ed accade sui mercati, ed eventualmente stimolare approfondimenti ulteriori in chi lo desidera. Fra i tanti ambiti di cui la finanza comportamentale, quale psicologia applicata allo studio dei mercati, si occupa, quattro rivestono probabilmente un’importanza tutta particolare, che oggi assume un rilievo ancora maggiore alla luce degli avvenimenti più recenti: 1) le strategie cognitive ed i modelli mentali che guidano l’investitore nel valutare gli investimenti e nel determinare le sue scelte al riguardo; 2) il modo di percepire il rischio e di associarlo al risultato conseguito ed alle attese per i propri investimenti; 3) l’influenza della comunicazione nelle scelte di investimento; 4) il rapporto fra comportamento individuale dell’investitore e comportamenti collettivi, in termini di strutture di aggregazione, effetto moda e quant’altro.

Tutti questi aspetti sono estremamente importanti ed affascinanti e fanno sì che, sulla base delle proprie caratteristiche psicologiche, dei propri orientamenti e della propria storia personale, degli influssi che riceve dall’esterno e dai gruppi di riferimento di cui fa parte, l’investitore assuma comportamenti per forza di cose non perfettamente razionali, ed alzi talvolta molto vicini all’irrazionalità, determinando situazioni che, dal livello individuale si trasferiscono a livello collettivo, dando vita a quelle “anomalie” del mercato nel suo insieme di cui ci siamo più volte occupati, e che risultano in netto contrasto con l’ipotesi e la teoria EMH che pure tanti sostenitori anche illustri ha avuto, almeno fino a poco tempo addietro. **(continua)**

L’autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l’Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Finanza Comportamentale

(Prima parte) La storia finanziaria di ogni tempo e di ogni paese, così come l'esperienza quotidiana di chi è a contatto con gli investitori ed i mercati, indicano ampiamente – al di là di ogni ragionevole dubbio, per dirla con una formula tipica del linguaggio giuridico – come i comportamenti di chi opera in tale ambito, risparmiatori ed investitori in testa, sia ben lungi dal sottostare a criteri di razionalità. Anzi, pare che l'irrazionalità regni sovrana, tra euforie, bolle, depressioni, illusioni, mode,... e ciò che in particolare è accaduto negli anni a noi più vicini ha dimostrato in maniera incontrovertibile, semmai ve ne fosse stato bisogno, la veridicità di tale constatazione empirica. D'altro canto ciò non dovrebbe apparire né particolarmente strano né forse negativo: Se l'essere umano agisse in modo totalmente razionale, sarebbe poco più di una macchina o di un robot, senza le sue simpatie ed antipatie, le sue passioni, i suoi condizionamenti personali, culturali, il peso delle sue esperienze, le paure,...; eppoi, in un mondo permeato di irrazionalità in tutti i suoi ambiti, perché proprio la sfera dell'economia e della finanza dovrebbero sottostare ai canoni della razionalità ? Ma lasciamo ad altri spazi queste considerazioni più o meno filosofiche, per osservare più da vicino quest'area che, in modo sempre più marcato ed attento, è oggetto di studi e di ricerche tese a meglio comprendere il comportamento dei mercati finanziari e dei meccanismi che presiedono alle scelte di investimento. Questa scienza della psicologia dei mercati, se di scienza vogliamo parlare, è relativamente giovane, in quanto nasce agli inizi del '900 sotto l'onda degli studi di psicologia sociale, ma si sviluppa ampiamente, divenendo sempre più strutturata e sempre più attenta alle vicende di Wall Street, e fornendo contributi tali da condurre addirittura all'assegnazione di Premi Nobel ad alcuni suoi esponenti, in virtù dei contributi significativi arrecati. In realtà le elaborazioni, le analisi empiriche e le risultanze della finanza comportamentale e della psicologia dei mercati, forniscono anche un supporto determinante nel contraddire l'architettura sofisticata di quella Teoria (od Ipotesi) dei Mercati Efficienti che aveva dominato per lungo tempo, a livello accademico così come nella pratica degli operatori di mercato, e che aveva a sua volta portato all'investitura di altri Premi Nobel. La EMH-*Efficient Market Hypothesis*, proclamava come la disponibilità per tutti di tutte le informazioni relative agli oggetti d'investimento rendesse i prezzi equi, rendendo pertanto le scelte d'impiego razionali ed in linea con il principio della massima utilità in termini di rapporto rendimento atteso/rischio accettato. **(continua)**

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.
