



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LE SCELTE DI INVESTIMENTO DEGLI
INVESTITORI ITALIANI: EFFETTI DEI
BIAS COMPORTAMENTALI**

***INVESTMENT CHOICES OF ITALIAN
INVESTORS: THE EFFECTS OF BEHAVIORAL
BIASES***

Relatore:
Prof.ssa Mazzoli Camilla

Rapporto Finale di:
Tomaiuolo Giusi

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
1. DALLA TEORIA CLASSICA ALLA FINANZA COMPORTAMENTALE.....	3
1.1 Cenni sulla teoria classica.....	3
1.2 La crisi dell'”Efficient Market Hypothesis”.....	6
1.3 La finanza comportamentale.....	9
2. BIAS DELL’INVESTIMENTO: TRAPPOLE MENTALI.....	12
2.1 Comportamento individuale.....	12
2.1.1 Condizionamenti cognitivi.....	13
2.1.3 Condizionamenti emotivi.....	17
2.1.3 Condizionamenti sociali.....	18
2.2 Comportamento aggregato.....	20
2.2.2 Equity premium puzzle.....	20
2.2.2 Volatility puzzle.....	22
2.2.3 Predictability puzzle.....	24
3. LE SCELTE DI INVESTIMENTO DEGLI INVESTITORI ITALIANI...	26
3.1 Attitudini cognitive.....	26
3.2 Ottimismo.....	28
3.3 Ansia finanziaria e avversione alle perdite.....	31
CONCLUSIONE.....	34
BIBLIOGRAFIA.....	36

INTRODUZIONE

Genericamente chi investe effettua le sue scelte in funzione di diverse variabili, tra cui le principali sono: rischio, rendimento e liquidità. Tutto ciò fa presagire che l'operazione di investimento è un'operazione effettuata secondo dei calcoli e un ragionamento razionale. In realtà non sempre è così.

Il seguente lavoro si propone, quindi, di illustrare gli effetti che i bias dell'investimento hanno sugli investitori, facendo un excursus delle diverse teorie che hanno dominato il mondo della finanza e che hanno portato allo sviluppo della finanza comportamentale. Infine il lavoro proseguirà, in maniera più pratica, prendendo come esempio la realtà degli investitori italiani.

Nella prima parte verrà descritta la teoria classica, ovvero un paradigma che ha dominato la finanza per più di 20 anni e che ha come caposaldo la perfetta razionalità degli agenti economici. In concomitanza sarà esposta la "Efficient Market Hypotesis" (Fama, 1970).

Vedremo che con il passare degli anni questo modello ha iniziato ad arrancare sempre di più, poiché diversi studi empirici ne hanno messo in discussione la fondatezza. Quindi nel lavoro sarà esposta la critica fatta alla "Efficient Market Hypotesis", con cui viene smentita la perfetta razionalità degli investitori e proprio su queste basi si svilupperà la finanza comportamentale (c.d. behavioral finance).

Nella seconda parte il lavoro si addenterà nella behavioral finance, approfondendo in particolar modo i “bias comportamentali”, i quali influiscono concretamente sul modo di investire degli operatori economici.

Vedremo gli effetti che queste “trappole mentali” generano a livello micro, sul comportamento del singolo investitore e successivamente a livello macro, riflettendosi sui titoli nel mercato finanziario.

Infine nella terza ed ultima parte passeremo ad un caso reale, prendendo in esame il rapporto di Nadia Linciano (2018) relativo alle scelte di investimento delle famiglie italiane, pubblicato dalla Consob durante il mese dell’educazione finanziaria. In questo rapporto la Linciano descrive le attitudini comportamentali e le conoscenze in materia di investimenti degli investitori italiani. In particolar modo verranno estrapolate le principali tendenze che caratterizzano l’investitore medio italiano, ricollegabili ai bias enunciati precedentemente.

DALLA TEORIA CLASSICA ALLA FINANZA COMPORTAMENTALE

1.1 CENNI SULLA TEORIA CLASSICA

La teoria classica della finanza ha dominato il panorama delle teorie finanziarie per oltre 20 anni. In questo arco temporale, le diverse tesi elaborate sono state caratterizzate da un minimo comune denominatore: la perfetta razionalità degli agenti economici.

Con razionalità si intende che:

- 1) Gli agenti economici utilizzano tutte le informazioni che hanno a loro disposizione, per poter modificare in relazione ad esse le loro decisioni finanziarie;
- 2) Queste decisioni sono finalizzate a massimizzare l'utilità attesa, infatti, la razionalità perfetta è l'ipotesi in cui si presume che l'operatore economico faccia la scelta ottimale.

Una delle proposizioni centrali della finanza, collegata appunto alla teoria classica, è la cd. Ipotesi dei mercati efficienti (EMH "Efficient Market Hypothesis"), inizialmente elaborata da Paul Samuelson e infine formalizzata da Eugene Fama. Secondo questa teoria, è impossibile "battere il mercato", perché l'efficienza del mercato fa sì che i prezzi dei titoli incorporano subito e correttamente tutte le informazioni rilevanti.

Fama, infatti, afferma che “un mercato finanziario è efficiente quando i prezzi dei titoli contengono in ogni istante tutte le informazioni disponibili”.

Per la EMH, i titoli si valutano al loro valore fondamentale, il quale equivale al valore attuale dei dividendi futuri attesi.

L'Efficient Market Hypothesis si fonda su tre presupposti.

Il primo presupposto afferma che, gli investitori sono razionali e valutano i titoli razionalmente, cioè per il loro valore fondamentale.

I prezzi dei titoli riflettono tutte le notizie disponibili, riguardanti il valore fondamentale, le quali tendono a farlo adattare su un nuovo livello del valore attuale dei cash-flow futuri attesi. Questo significa che, quando un investitore acquisisce informazioni relative al valore fondamentale del titolo, risponderà di conseguenza, aumentando o diminuendo il prezzo dell'offerta, a seconda che l'informazione sia rispettivamente positiva o negativa.

Ad esempio, se successivamente a delle comunicazioni di guadagno, un investitore ha delle aspettative al rialzo dei cash-flow attesi:

- Nella posizione di venditore: aumenterà il prezzo di offerta;
- Nella posizione di acquirente: sarebbe disposto a pagare un valore superiore per acquistarlo.

Il secondo presupposto attesta che, possono esserci investitori irrazionali, i quali operano in modo casuale, facendo operazioni non correlate. Il mercato non subisce nessun danno, perché essendo non correlate, queste strategie di investimento si

annullano a vicenda (l'operazione di acquisto di un investitore A sarà compensata dall'operazione di vendita di un investitore B).

L'ultima proposizione enuncia che, possono esserci investitori irrazionali che effettuano strategie di investimento correlate tra loro. Grazie all'arbitraggio, però, i prezzi rimangono prossimi ai valori fondamentali, conservando l'efficienza dei mercati. Gli arbitraggisti (traders razionali) effettuano una compravendita simultanea di un titolo in mercati differenti e a prezzi differenti. Quindi, se a causa di un investitore irrazionale, un titolo scende al di sotto del suo valore fondamentale, l'arbitraggista coglie l'occasione, acquistando il titolo ad un "prezzo d'offerta" su quel mercato e rivendendolo su un altro mercato. Questa operazione farà di nuovo alzare il prezzo del titolo sottostimato.

Si è detto che il prezzo del titolo si modifica in relazione alle notizie che arrivano al mercato, ma se le variazioni di domanda e offerta di un titolo derivano solo da aspettative personali degli investitori su andamenti futuri, senza una vera e propria divulgazione di una notizia nel mercato, allora il prezzo del titolo dovrebbe rimanere invariato.

Fama distinse l'ipotesi dei mercati efficienti in tre tipologie, in base al tipo di informazione:

- Versione debole: un mercato presenta un'efficienza di questo tipo quando i prezzi riflettono tutte le informazioni sull'andamento passato. Non è possibile ottenere extra profitti utilizzando informazioni passate, perché è

stato notato che le azioni seguono un andamento imprevedibile (cd. Random walk hypothesis).

- Versione semi-forte: gli investitori hanno aspettative sui prezzi futuri in base alle informazioni pubbliche, le quali comprendono anche le informazioni passate. Però anche qui non ci può essere un extra profitto, in quanto i prezzi delle azioni cominciano a salire quando iniziano a circolare determinate voci, per poi saltare quando quelle voci sono confermate pubblicamente.
- Versione forte: un mercato presenta un'efficienza forte quando i prezzi riflettono tutte le informazioni, sia pubbliche che private, correttamente e istantaneamente.

In conclusione, è alla fine degli anni '60 che questo modello raggiunge il suo apice. In particolar modo Fama (1970) sancì la definitiva formalizzazione della "Efficient Market Hypothesis" e con ciò il mondo accademico ritenne di aver raggiunto la totale comprensione del mondo finanziario.

1.2 LA CRISI DELLA "EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS"

Ben presto, però, ci furono studi empirici che misero in discussione la validità delle leggi del modello tradizionale. In questi studi venne evidenziata l'esistenza di eventi che sono incoerenti con l'ipotesi dei mercati efficienti. La critica alla Efficient Market Hypothesis si articola in 3 proposizioni principali.

In primis, viene criticata la piena razionalità aggiudicata agli investitori. In alcune situazioni gli individui agiscono e prendono decisioni con modalità irrazionali, spiegate dalla psicologia e dalla sociologia.

Secondo, nei mercati finanziari non operano solo investitori individuali, ma anche professionisti delle istituzioni finanziarie. Questi ultimi sono soggetti sia agli stessi pregiudizi degli investitori individuali, che a distorsioni derivanti dal fatto che hanno una delega nel gestire risorse finanziarie altrui.

L'ultima proposizione critica il concetto di arbitraggio, condizione fondamentale dell'efficienza dei mercati finanziari. L'arbitraggio è contestato in quanto possono manifestarsi diversi rischi, i quali non permettono il raggiungimento dell'efficienza. Ad esempio, l'arbitraggio può risultare impossibile se un titolo non ha un adeguato sostituto. In questo modo i prezzi rimangono per più tempo lontano dal loro valore fondamentale, lasciando il mercato in una situazione di inefficienza.

Barberis e Thaler hanno proposto un modello di arbitraggio limitato, in cui si evidenziano quattro fonti di rischio, che possono rendere il mercato inefficiente:

- 1) Rischio fondamentale: deriva dalla possibilità che con la messa in circolazione di nuove informazioni, il valore fondamentale di un titolo cambi. Per coprirsi da ciò, gli arbitraggisti vendono un titolo sostituto, il quale però raramente è perfetto e perciò non consente di coprirsi del tutto da questo rischio.

- 2) Rischio di noise trader: deriva dalla possibilità di divergenza tra prezzo e valore fondamentale nel breve termine. Ciò non sarebbe un problema se gli arbitraggisti avessero una prospettiva di lungo termine, che gli permetterebbe di tollerare le perdite immediate e attendere che in futuro il prezzo torni al valore fondamentale. Nella realtà, però, gli arbitraggisti raramente hanno prospettive di lungo termine, in quanto lavorano in istituzioni finanziarie, quindi gestiscono risorse finanziarie di investitori individuali, i quali potrebbero non accettare le iniziali perdite e ritirare i loro fondi (Shleifer e Vishny, 1997, sostenevano che ci fosse una separazione tra cervello e capitale).
- 3) Costi di implementazione: sono i possibili costi derivanti dalle operazioni che gli arbitraggisti devono effettuare. Alcuni costi di implementazione possono essere: commissioni, bid-ask spread, costi relativi alla compravendita di titoli in mercati stranieri soggetti a restrizioni legali, costi derivanti da vendite allo scoperto, ...
- 4) Rischio di modello: deriva dal fatto che gli arbitraggisti utilizzano un proprio modello per poter calcolare il valore fondamentale di un titolo e una successiva divergenza tra quest'ultimo e il prezzo. Esiste la possibilità che il modello di calcolo sia errato o impreciso e quindi non c'è una sicurezza sulla reale esistenza della differenza tra prezzo e valore fondamentale.

A causa di questi rischi, spesso l'arbitraggio è limitato e si determina un'inefficienza di mercato.

1.3 LA FINANZA COMPORTAMENTALE

La ricerca empirica ha evidenziato anomalie nel modello tradizionale, grazie alle quali sono state smentite l'ipotesi dei mercati efficienti e la perfetta razionalità degli operatori economici. Questi ultimi sono tutt'altro che razionali, infatti non solo non sono in grado di utilizzare tutte le informazioni disponibili, ma sono soggetti anche ad errori di percezione e di elaborazione dell'informazione stessa.

Si è quindi mostrato come la psicologia e le relazioni sociali sono essenziali, in quanto possono influenzare le scelte economiche e finanziarie degli operatori economici, deviandoli dal paradigma della razionalità.

È proprio su questo che ha costruito le sue fondamenta la finanza comportamentale (behavioral finance), un nuovo filone di studi, che ha iniziato a svilupparsi a partire dagli anni '70.

In realtà ci sono tracce di finanza comportamentale anche durante l'economia neoclassica, prima che si affermasse il modello della perfetta razionalità. Durante questo periodo Adam Smith (1759) descrisse il meccanismo di comportamenti psicologici individuali.

La finanza comportamentale si sviluppa dall'applicazione al campo finanziario di discipline umane e sociali, con l'obiettivo di descrivere come l'individuo si

comporta e quali sono i processi che lo portano ad attuare determinate scelte finanziarie.

Nella behavioral finance vengono distinte due aree di indagine: la prima di carattere micro, studia le anomalie nel comportamento economico individuale degli investitori, la seconda macro, si concentra invece sulle anomalie del mercato in generale, risultato del comportamento aggregato degli operatori economici.

Shefrin definì la finanza comportamentale un'applicazione della psicologia al comportamento finanziario.

Shleifer, invece, affermò che la finanza comportamentale è lo studio della fallibilità umana nei mercati competitivi.

Infine, secondo Lintner la finanza comportamentale è lo studio di come l'uomo interpreta e utilizza le informazioni nel prendere decisioni di investimento.

Nonostante esistano diverse definizioni riguardanti la questa branca della finanza, tutte si costruiscono sulle stesse fondamenta. Quindi, in sintesi si può definire la finanza comportamentale come quella scienza che non studia solo come funzionano i mercati, ma anche il comportamento che hanno gli operatori economici, tramite strumenti propri delle scienze umane, in modo tale da avere una visione il più realistico possibile del mondo finanziario.

Thaler la definì una finanza "open minded", in quanto non assolve ad una funzione normativa tipica della teoria classica, bensì assolve ad una funzione descrittiva,

attraverso la quale tenta di capire e spiegare il comportamento che c'è dietro le scelte finanziarie degli investitori.

Proprio per quanto riguarda lo studio del comportamento, Tversky e Kahneman (1979) elaborarono un programma di ricerca, denominato “Heuristics and bias program”, il cui obiettivo era verificare come l'essere umano prende decisioni in un contesto di incertezza e di risorse individuali limitate (tempo, informazioni, capacità cognitive). Da queste ricerche emerse che la mente umana prende decisioni guidata da una serie di scorciatoie mentali, chiamate euristiche.

Le euristiche sono comportamenti intuitivi, che entrano in gioco durante la risoluzione di problemi quotidiani e che durante il processo di evoluzione dell'Homo Sapiens, sono diventati parte integrante della mente umana. Per questo motivo la psicologia afferma che è impossibile adottare un processo decisionale esclusivamente razionale.

Tuttavia, se il ricorso a queste euristiche è accettabile nella risoluzione dei problemi quotidiani, non può dirsi lo stesso in ambito finanziario. Infatti è qui che il ricorso alle euristiche può generare degli errori: i bias.

BIAS DELL'INVESTIMENTO: TRAPPOLE MENTALI

In questo capitolo analizzeremo gli effetti che il comportamento umano ha sulle decisioni di investimento.

Come visto precedentemente, gli individui non agiscono in modo perfettamente razionale, ma ci sono delle distorsioni sistematiche nei loro comportamenti, che si riflettono negativamente sui rendimenti dei loro investimenti. La teoria finanziaria ha studiato queste distorsioni, definendole “bias comportamentali”, i quali possono essere analizzati, sia in riferimento al singolo investitore, sia al comportamento aggregato - ovvero all'insieme degli operatori economici.

2.1 COMPORTAMENTO INDIVIDUALE

La prima area oggetto di indagine è di carattere micro. Si focalizza sul comportamento del singolo operatore finanziario che prende decisioni di investimento. Va quindi ad individuare dei condizionamenti a cui un individuo può essere soggetto, i quali hanno un impatto negativo sulle azioni del singolo operatore, perché generano errori nella raccolta e nella elaborazione delle informazioni.

Questi condizionamenti possono essere distinti in: condizionamenti cognitivi, emotivi e sociali. I primi due sono condizionamenti che nascono all'interno dell'individuo, mentre l'ultima tipologia è un condizionamento esterno.

2.1.1 CONDIZIONAMENTI COGNITIVI

Simon (1982), dimostrò come gli esseri umani non sono in grado di comportarsi come soggetti razionali. Infatti, quando un soggetto si trova di fronte ad una situazione complessa, solitamente cerca fatti e informazioni potenzialmente rilevanti e smette la sua ricerca una volta che ha raggiunto una parziale conoscenza del problema. Di conseguenza le conclusioni a cui arriva potrebbero essere incoerenti o sbagliate.

Simon testimonia quindi l'esistenza di condizionamenti cognitivi, ovvero limiti nel funzionamento della mente umana, che inducono a usare regole intuitive e scorciatoie mentali (euristiche) per arrivare alla conclusione di un quesito.

Kahneman e Tversky (1979) notano come queste scorciatoie mentali si manifestino durante il processo di investimento, il quale richiede uno sforzo cognitivo elevato, essendo basato sul calcolo probabilistico. Quest'ultimo richiede un alto livello di conoscenza economico-finanziaria, posseduta da pochi individui, che spesso per ragioni di tempo non la usano fino in fondo, perciò tutti gli operatori economici che si trovano ad affrontare decisioni di tale tipo, sono propensi a basarle su calcoli probabilistici soggettivi.

In generale si può parlare di tre condizionamenti cognitivi: disponibilità di informazioni, rappresentatività e ancoraggio, dai quali scaturiscono degli errori, definiti "bias dell'investimento".

Una prima scorciatoia è la disponibilità di informazioni, cioè l'attitudine di attribuire la probabilità che si verifichi un evento sulla base della memoria. Ad esempio un evento che impressiona fortemente viene ritenuto come più probabile che accada.

A causa della disponibilità di informazioni si verifica il così detto "easy of recall bias" (effetto notorietà) (Kahneman e Tversky, 1973). Si tratta del bias secondo cui una decisione di investimento viene guidata da un'analisi soggettiva dell'operatore economico, condizionato da un evento precedente. Ad esempio, se un investitore ha subito una perdita investendo nel titolo X, potrebbe decidere di non investire più in quel titolo, anche se il contesto economico è diverso rispetto a quello in essere al momento della perdita.

Similarmente, ulteriori errori cognitivi si verificano intorno a fenomeni familiari. Il primo è il "familiarity bias" (effetto familiarità), secondo cui un individuo ritiene meno rischiosi fenomeni di cui ha una conoscenza superiore. Furono Heath e Tversky (1991), con una serie di esperimenti, a dimostrare come le persone preferiscano scommettere sul proprio giudizio, quando si ritengono consapevoli, rispetto ad un altro evento probabilistico. Questo bias può deviare le scelte di investimento su titoli "familiari", cioè maggiormente conosciuti, trascurando ulteriori opportunità con prospettive migliori.

La familiarità è ricollegabile anche alla scelta geografica, in questo caso si parla di "home bias" (effetto confine), secondo cui scelte di investimento domestiche sono

ritenute migliori e meno rischiose rispetto a quelle estere. Ciò, oltre a causare delle perdite di opportunità per l'investitore, lo allontana anche da una buona diversificazione di portafoglio.

L'ultimo errore cognitivo, derivante dalla disponibilità, è l'"illusion of truth" (illusione di verità), secondo cui gli individui evidenziano le informazioni come maggiormente significative, sulla base della difficoltà di comprensione (Reber e Schwarz, 1999).

Il secondo condizionamento è quello comunemente conosciuto come "rappresentatività", il quale porta gli individui a compiere scelte ragionando per analogie, ovvero pensando a quanto sia rappresentativa una determinata situazione con riferimento a un particolare stereotipo che hanno in mente.

Da qui deriva l'"halo effect" (effetto alone), con cui gli individui per prendere decisioni, generalizzano alcuni aspetti positivi all'intera situazione, trascurando invece quelli negativi. Nibett e Wilson (1977) sperimentarono questo effetto su due gruppi di studenti, a cui mostrarono due video diversi e successivamente chiesero di descrivere l'aspetto della persona presente nel video. Da qui emersero due risposte differenti a seconda del comportamento della persona nel video.

La stessa cosa può accadere ad un investitore che potrebbe decidere di acquistare un titolo per via del successo riscosso dai prodotti dell'azienda emittente, ma una scelta di investimento accurata dovrebbe tener conto di altri elementi importanti.

Possiamo anche parlare del “mean reversion” (regressione verso la media). Secondo questo bias gli individui considerano un nesso di causalità tra gli eventi passati e futuri. Se per un certo periodo dei titoli azionari hanno realizzato ottimi guadagni, gli investitori potrebbero essere portati a ritenere che gli stessi titoli abbiano buone probabilità di crescita anche nel futuro, ignorando che gli eventi estremi tendono a tornare verso la media (De Bondt e Thaler, 1995).

L’ultima euristica è l’ancoraggio, definita così perché indica la tendenza di “ancorarsi” ad un’informazione iniziale durante la risoluzione di un problema, così che alla fine la soluzione risulti essere sbilanciata, in quanto non sono state considerate ulteriori informazioni.

L’ancoraggio aiuta a comprendere il “conservatism” (conservatorismo) e la “cognitive dissonance” (dissonanza cognitiva).

Il conservatorismo (Edwards, 1968) è uno dei bias più pericolosi, perché può indurre un investitore a mantenere una posizione aperta su un titolo, anche quando i presupposti per farlo non ci sono più. Infatti questo errore rappresenta la tendenza degli individui a formulare giudizi seguendo un’ipotesi iniziale, anche quando questa successivamente è stata smentita.

Invece la dissonanza cognitiva (Mcfadden, 1999) rappresenta un conflitto mentale, con cui gli individui si comportano irrazionalmente, evitando nuove informazioni che possano contrastare la loro convinzione o sviluppando scuse utili a mantenere la vecchia opinione.

2.1.2 CONDIZIONAMENTI EMOTIVI

I condizionamenti emotivi sono quelle scorciatoie mentali dovute alle emozioni che si provano durante un'operazione relativa ad un'attività finanziaria. Le emozioni possono offuscare la mente e possono far agire in modo irrazionale un individuo, facendolo deviare dalle decisioni precedentemente prese.

Tra le emozioni più forti che si provano nel processo di investimento c'è il rimpianto, per questo si parla di "regret aversion" (avversione al rimpianto). Anche se il rimpianto si prova solamente alla fine di un'operazione, il solo pensiero di incorrere in questo sentimento, può condurre un individuo in errori, grazie ai quali si tenta di minimizzare il potenziale rammarico.

Primo tra tutti "disposition effect", l'incapacità di uscire da situazioni di perdita per non realizzare di aver commesso un errore. Esistono degli strumenti in grado di minimizzare questo bias, come lo stop loss e il profit target, che sono dei livelli di prezzo prestabiliti ai quali un'operazione deve essere conclusa. Nonostante ciò, c'è un margine di intervento dell'operatore e quindi non si può ridurre del tutto questo errore.

L'avversione al rimpianto può anche indurre un "omission bias" (errore di omissione). Ritov e Baron (1990) spiegano come un investitore potrebbe preferire astenersi e non effettuare nessuna operazione, piuttosto che rischiare una perdita, perché il rimpianto ha la meglio sul rammarico.

Una volta che la decisione di investimento si rivela sbagliata si incorre nell' "self attribution bias" (errore di auto-attribuzione), quella tendenza nel cercare una causa esterna che giustifichi il fallimento di un'operazione.

Altro condizionamento emotivo è il "mental accounting" (contabilità mentale). Questa teoria è elaborata da Thaler (1985) il quale ipotizza che le scelte economiche degli operatori siano mediate da un sistema di conti mentali differenti, che produce comportamenti incoerenti con la razionalità. Thaler (1999) individua: il conto di consumo, il conto di reddito e il conto di ricchezza.

Di conseguenza gli individui prendono decisioni a seconda di quale conto mentale viene movimentato. Ad esempio le risorse finanziarie derivanti dal proprio reddito vengono spese con molta attenzione, al contrario accade con una somma di denaro trovata per caso a terra. Ciò è quello che succede a causa del così detto "house money effect" (effetto denaro del banco), ovvero la propensione degli individui di spendere più facilmente denaro derivante da vincite o investimenti, perché considerato denaro di altri.

2.1.3 CONDIZIONAMENTI SOCIALI

Gli ultimi condizionamenti, di tipo esterno, sono i condizionamenti sociali, per cui gli individui si comportano in base al giudizio altrui, per timore o per il desiderio di essere "approvati" a livello sociale.

Si parla di “herding behavior” (comportamento imitativo), gli individui agiscono tutti allo stesso modo come se fossero parte di un branco ed è una tendenza amplificata dalle situazioni di incertezza (Smith, 1988).

Contestualizzando questo comportamento nei mercati finanziari, le influenze sociali potrebbero essere: le azioni di un leader di mercato o le azioni di altri investitori.

Gli individui manifestano spesso l’”conformity effect” (effetto conformità), cioè la propensione di comportarsi e uniformarsi al comportamento della media degli individui. Pletcher (2001) ha però mostrato come è inefficiente questo comportamento, perché gli individui acquisiscono informazioni da diverse fonti, ma poi non ne verificano l’esattezza.

Un altro errore è l’”availability cascades” (Shiller, 1999) che consiste nel considerare corretta una percezione che è spesso oggetto di conversazione.

Ad esempio questo errore si verifica quando i mass media si concentrano su un tema specifico. Questa eccessiva attenzione potrebbe innescare delle bolle speculative, in quanto le aspettative ottimistiche degli investitori porterebbe i prezzi al rialzo, senza un valido motivo.

L’ultimo è l’”false consensus effect” (effetto del falso consenso false) derivante dalla mania di proiettare il proprio pensiero sugli altri, in modo infondato e portando di conseguenza alla percezione di un consenso inesistente (Ross, 1977).

2.2 COMPORTAMENTO AGGREGATO

La seconda area di analisi della finanza comportamentale è un'area di carattere macro, che riguarda il comportamento degli investitori a livello aggregato.

In quest'ambito si studia come tutti i comportamenti irrazionali dei singoli agenti economici, sommati, abbiano riflessi nei prezzi di mercato delle attività finanziarie. Queste anomalie prodotte vengono identificate con il termine "puzzle", in quanto sono difficili da razionalizzare in un semplice modello basato sul consumo.

Le anomalie oggetto di questo capitolo saranno: equity premium puzzle, volatility puzzle e predictability puzzle.

2.2.1 EQUITY PREMIUM PUZZLE

La prima anomalia da analizzare è l'equity premium puzzle.

Questo fenomeno fu per la prima volta osservato da Mehra e Prescott (1985), i quali sottolinearono che gli investitori giudicano eccessivamente rischiosi gli investimenti sui titoli azionari e il loro giudizio si basa sul fatto che il valore delle azioni è molto variabile, soprattutto se confrontato con altri investimenti più sicuri.

Un esempio potrebbe essere la differenza che c'è tra il rendimento di azioni e obbligazioni governative con elevato merito creditizio, considerate risk free.

Tuttavia le azioni permettono un rendimento superiore nel lungo periodo, infatti si parla di "equity premium" o "premio per il rischio" perché, il maggior guadagno

che assicurano i titoli azionari, sembra un riconoscimento verso colui che ha deciso di affrontare un rischio superiore.

Quindi, l'equity premium puzzle può essere definito come quella anomalia tale per cui gli investitori sono riluttanti a detenere titoli rischiosi (come le azioni), nonostante siano una risorsa finanziaria interessante.

In particolare, per essere stimolati ad arricchire il loro portafoglio con questa tipologia di titoli, gli investitori richiedono rendimenti più elevati di quelli giustificati dal rischio che apportano.

Questo comportamento deriva dalla paura degli operatori economici di subire perdite che gli stessi titoli azionari potrebbero generare essendo più rischiosi e trova una spiegazione nell'avversione all'ambiguità e nell'avversione miope alle perdite. L'ambiguità è intesa come una situazione in cui non esistono probabilità o non si conoscono le probabilità effettive, quindi c'è una situazione di incertezza.

Daniel Ellsberg (1961) spiega con il suo paradosso come gli agenti economici preferiscano gli eventi le cui probabilità sono conosciute, anche se basse, rispetto a eventi ambigui (incerti). Di conseguenza, l'avversione all'ambiguità potrebbe in parte spiegare perché i titoli caratterizzati da rischi e rendimenti più bassi sarebbero preferiti, rispetto ad attività finanziarie che permettono di realizzare maggiori guadagni, ma con una mole di rischio superiore.

Invece quando si parla di avversione alle perdite, si fa riferimento al comportamento di un investitore di fronte alle perdite rispetto ai guadagni. La delusione di realizzare

una perdita risulta nettamente superiore rispetto alla soddisfazione di aver ottenuto un guadagno.

Una particolare forma di avversione alle perdite, spiegata da Benartzi e Thaler (1995), è quella “miope”, anche chiamata “myopic loss aversion”.

La miopia consiste nel fatto che gli investitori valutano il mercato azionario su un orizzonte temporale troppo breve, ma avere un orizzonte temporale così ridotto non consente di effettuare una valutazione adeguata circa il rapporto rischio-rendimento. Poiché nel breve periodo le azioni potrebbero produrre un rendimento inferiore rispetto ai titoli obbligazionari e gli investitori sono impauriti dalla possibilità di osservare una perdita, richiedono un premio più elevato per affrontare questo rischio.

2.2.2 VOLATILITY PUZZLE

Un'altra anomalia del comportamento aggregato è la cd. “volatility puzzle”, cioè quel fenomeno per cui i rendimenti delle azioni hanno una variabilità eccessiva non giustificata dai fondamentali delle aziende emittenti.

Shiller (1981) sostiene che la volatilità dei prezzi deve trovare riscontro nella volatilità dei dividendi. Questo perché se il prezzo di un titolo è elevato, la motivazione risiede nelle aspettative di crescita dell'azienda emittente. Infatti se gli investitori si aspettano dividendi elevati, sono propensi ad investire nell'azienda e di conseguenza fanno crescere rapidamente i prezzi di mercato.

L'anomalia (puzzle) deriva dal fatto che in questo caso, questi due eventi non sono concatenati, gli sbalzi dei prezzi non trovano corrispondenza nei movimenti dei dividendi.

Shiller utilizza l'andamento dei valori attuali dei dividendi e dell'indice reale dei prezzi dello S&P Composite, per il periodo 1871-1979. Tale studio mostra come non c'è nessun andamento dei dividendi attualizzati ricollegabile a quello dei prezzi azionari. Affronta quindi la finanza tradizionale, ponendo le basi della nuova finanza comportamentale che tiene conto della mentalità degli investitori come componente dell'andamento borsistico.

Anche le crisi finanziarie degli ultimi anni mostrano come i prezzi delle azioni si muovano soprattutto per causa dei comportamenti degli investitori. Infatti, quando questi ultimi ritengono che un titolo in futuro possa acquisire valore, sono disposti ad acquistarlo a qualsiasi prezzo, con l'intenzione di rivenderlo successivamente ad un prezzo superiore. Se le aspettative rimangono poi inalterate il gioco si ripete nuovamente, causando incrementi nelle quotazioni, senza che siano giunte nuove informazioni al mercato che li giustifichino.

Tutto ciò porta a considerare anche il tema dell'arbitraggio, che dovrebbe riportare il valore del titolo a quello fondamentale. Lo sfruttamento delle possibilità di arbitraggio non sempre è realizzabile a causa di alcuni limiti, i quali possono far persistere nel tempo la divergenza di valore delle attività finanziarie dal loro valore fondamentale. Le limitazioni dell'arbitraggio potrebbero derivare da:

- Un livello di rischio troppo elevato: ad esempio il mercato potrebbe impiegare molto tempo per ridurre o annullare il gap tra il valore fondamentale e la quotazione corrente e a causa di questo alcuni arbitraggisti potrebbero chiudere la loro operazione in perdita.
- I costi di transazione: possono essere commissioni di negoziazione o costi per vendite allo scoperto. Le commissioni di negoziazione sono costi pagati ai broker e al mercato per dar luogo all'operazione. I costi per vendite allo scoperto sono richiesti dall'intermediario per concedere in prestito i titoli oggetto della negoziazione.

2.2.3 PREDICTABILITY PUZZLE

Infine, l'ultima anomalia a livello macro è la "predictability puzzle" (prevedibilità dei prezzi di mercato), dalla quale emerge che titoli azionari con price/earning elevati sperimentano rendimenti di mercato inferiori e viceversa. Ciò è segno che i prezzi di mercato abbiano una forma di prevedibilità.

Un fattore che può confermare la prevedibilità dei prezzi è la reazione dei trader alle "non informazioni". Questo fenomeno si verifica ad esempio quando un titolo azionario viene incluso (o escluso) dall'indice di riferimento, a seguito della ricomposizione degli indici azionari. Questa operazione non dà nessuna informazione riguardante una maggiore redditività dell'azienda emittente, eppure genera un'elevata domanda del titolo determinando un aumento del suo prezzo.

Il rialzo si può attribuire in parte all'irrazionalità degli agenti economici, dovuta al fenomeno definito da Barber e Odean (2008) come "glittering effect", secondo cui i titoli che emergono all'occhio dell'investitore per vari motivi, sembrano ricevere maggiore interesse, rispetto ad altri titoli maggiormente proficui.

D'altra parte bisogna considerare che i fondi comuni di investimento a gestione passiva replicano la composizione di alcuni dei più importanti indici rappresentativi di mercato, quindi sono costretti a vendere titoli che sono stati esclusi da quell'indice e acquistare volumi elevati dei nuovi inclusi.

Un altro fattore che può confermare la prevedibilità dei prezzi è l'analisi tecnica (teoria della formazione di tendenze nei prezzi), la quale tratta lo studio di grafici e di andamenti passati dei prezzi per prevederne il movimento futuro. L'utilizzo di questi strumenti potrebbe, quindi, creare scostamenti di prezzo dal valore fondamentale delle attività finanziarie.

LE SCELTE DI INVESTIMENTO DEGLI INVESTITORI

ITALIANI

Assodato che gli agenti economici non agiscono in modo perfettamente razionale e enunciati i diversi condizionamenti comportamentali che fanno capo a questa loro caratteristica, possiamo addentrarci nella realtà degli investitori italiani.

Il rapporto di Nadia Linciano (2018), pubblicato nel sito della Consob, mette in luce quali sono le attitudini comportamentali e le conoscenze finanziarie degli investitori italiani e come queste possono influire durante il processo di investimento.

Le tendenze principali caratterizzanti gli investitori italiani retail sono:

- Attitudini cognitive;
- Ottimismo;
- Ansia finanziaria e avversione alle perdite.

Queste caratteristiche come vedremo sono più o meno collegate anche con il livello di conoscenza in materia finanziaria.

3.1 ATTITUDINI COGNITIVE

Il primo connotato relativo agli investitori italiani è la propensione alle attitudini cognitive, cioè l'insieme delle attività mentali con cui un individuo percepisce informazioni e le usa a suo vantaggio per arrivare alla conclusione di determinati problemi.

Secondo il rapporto della Linciano gli investitori italiani sono inclini all'utilizzo di attività cognitive impegnative.

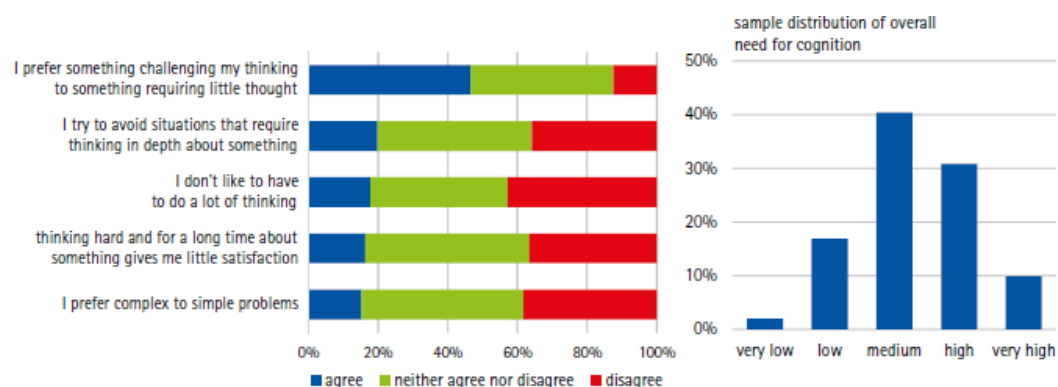


Fig. 3.1 Bisogno di cognizione

Fonte: Consob (2018), "Report on financial investments of Italian households"

Dalla Figura 3.1 emerge che poco più del 40% è incline a questa tipologia di attività mentali. Si tratta di soggetti predisposti al problem solving, al ragionamento, e all'utilizzo di informazioni numeriche.

Proprio per quanto riguarda queste ultime, dal rapporto Consob emerge una propensione di circa il 36% degli intervistati ad un loro uso.

Chiedendo al campione di riferimento cosa pensa dell'utilizzo di informazioni numeriche nelle scelte di investimento, emerge che la maggior parte le ritengono "useful", cioè utili, mentre solo uno scarso 10% lo ritiene evitabile (fig. 3.2).

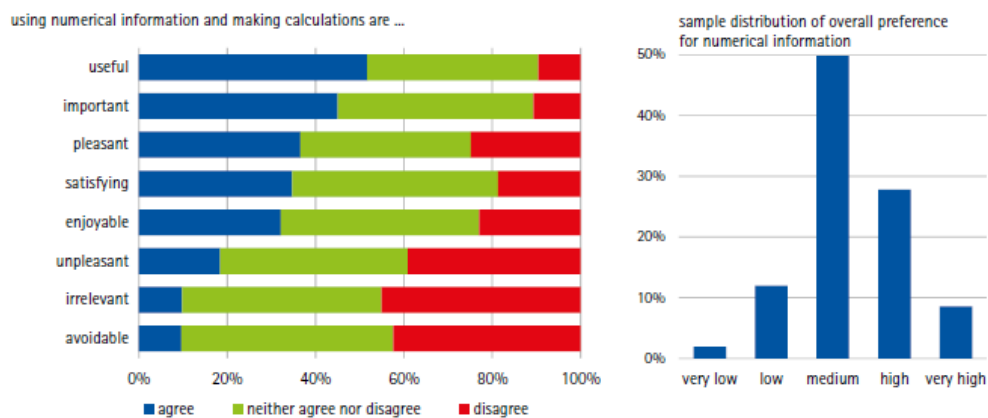


Fig. 3.2 Preferenze per informazioni numeriche

Fonte: Consob (2018), "Report on financial investments of Italian households"

Le attitudini cognitive caratterizzano in particolar modo

- Uomini;
- Individui con un elevato livello di istruzione;
- Individui che risiedono nel Nord-Italia.

Ulteriori variabili da cui dipendono sono il reddito e la ricchezza, che sono correlati positivamente con l'attitudine all'investimento.

3.2 OTTIMISMO

La caratteristica comune alla più ampia parte degli intervistati è l'ottimismo e la fiducia, che nel campo della finanza comportamentale prendono il nome di "overconfidence".

L'overconfidence è un errore di percezione, con cui l'investitore – in questo caso italiano – ha la tendenza a sovrastimare le sue capacità, quindi crede di sapere di più di quel che in realtà sa.

Si tratta di un “errore” perché un'errata percezione della realtà, che risulta deviata da quella effettiva, può indurre l'investitore in operazioni sbagliate.

L'overconfidence è stata definita in 3 modi: overestimation, overprecision, overplacement (Don A. Moore, Paul J. Healy, 2017).

L'overestimation rappresenta un errore di sovrastima, di sopravvalutazione di se stessi. Si manifesta mediante la tendenza degli individui a credere di aver controllo su una situazione, sulla quale in realtà non ne hanno e la tendenza ad un'errata pianificazione.

L'overprecision indica l'eccessiva sicurezza di conoscere determinati argomenti.

L'overplacement è la tendenza a valutarsi superiori rispetto agli altri, credersi meglio della media.

Continuando nella nostra analisi, la tendenza all'overconfidence è emersa dal sondaggio riguardante la cultura in materia finanziaria del campione intervistato.

Nella relazione della Linciano si misurano le conoscenze sia percepite che effettive:

- Per testare le competenze percepite si è proceduto ad un'auto valutazione degli intervistati;
- Per testare invece quelle effettive, si sono somministrate agli intervistati alcune domande per verificare il reale grado di conoscenza.

Dall'auto valutazione ex ante emerge che il 40% degli intervistati sostiene di avere un elevato livello di conoscenze finanziarie e in riferimento a specifiche nozioni la percentuale di coloro che affermano di aver compreso quel concetto si attesta nel range 20% - 56% (fig. 3.3)

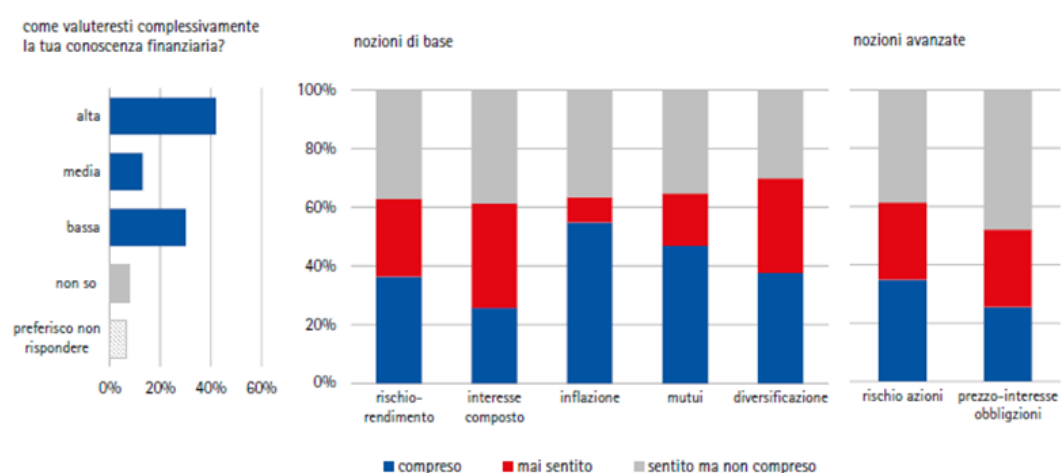


Fig. 3.3 Conoscenze finanziarie percepite ex ante

Fonte: Consob (2018), "Report on financial investments of Italian households"

Dal rapporto Consob emerge però che la cultura degli operatori economici italiani è contenuta, poiché questi dati sopra presentati non sono realistici. Infatti analizzando le conoscenze effettive c'è un forte disallineamento, che si qualifica appunto come eccesso di confidenza (fig. 3.4).

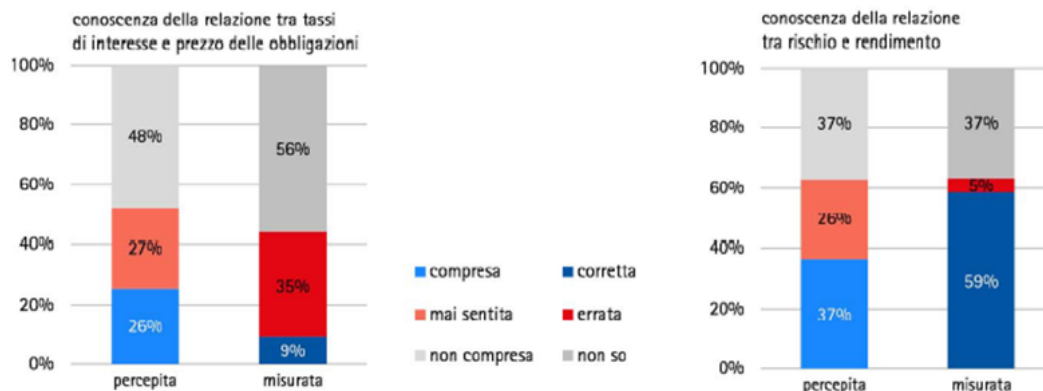


Fig. 3.4 Confronto tra conoscenze percepite e misurate

Fonte: Consob (2018), "Report on financial investments of Italian households"

Significa che l'investitore italiano medio crede di sapere molto più di quel che in realtà sa in materia finanziaria.

La cultura finanziaria dipende negativamente dall'overconfidence, mentre la propensione all'investimento dipende positivamente da quest'ultimo.

3.3 ANSIA FINANZIARIA E AVVERSIONE ALLE PERDITE

Un ulteriore tratto degli investitori italiani che affiora dal rapporto Consob, riguarda l'ansia finanziaria (fig. 3.5), caratteristica che investe in particolar modo:

- Le donne;
- Gli individui con un basso grado di istruzione;
- Il sud e le isole;
- I disoccupati.

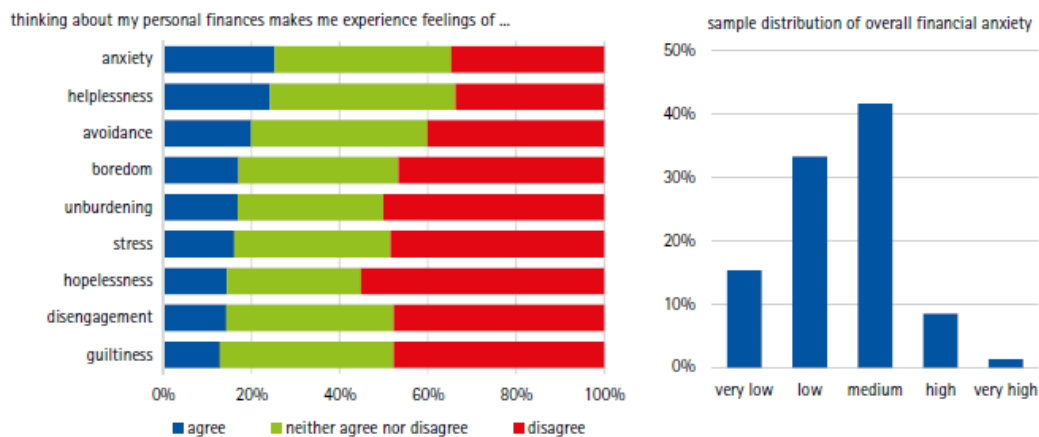


Fig. 3.5 Ansia finanziaria

Fonte: Consob (2018), "Report on financial investments of Italian households"

L'ansia finanziaria è un condizionamento della sfera emotiva, relativa ai sentimenti che si possono provare durante il processo di investimento. In particolar modo, rappresenta uno stato di apprensione legato alla gestione delle risorse finanziarie personali. Questa situazione è fortemente legata ad un basso livello di conoscenze, mentre non investe gli individui overconfident, caratterizzati da forte ottimismo.

L'ansia finanziaria si riconduce a comportamenti quali: l'avversione alle perdite e al rischio.

Confrontando la paura di incorrere in una perdita con la realizzazione di un guadagno di medesima entità, la prima risulta nettamente superiore rispetto alla seconda. La perdita nella mente degli individui ha quindi un maggiore impatto, ecco perché si parla di avversione alle perdite.

Una particolare forma di avversione alle perdite è la c.d. “avversione miope alle perdite” (Benartzi e Thaler, 1995), presentata nell’”equity premium puzzle”, secondo cui si prende in riferimento un orizzonte temporale troppo breve, che non consente di valutare adeguatamente il rischio.

Essere più o meno avversi ad una perdita, significa saper interfacciarsi con il rischio. Perciò affermare che un individuo è avverso ad una perdita, significa che sarà anche avverso al rischio, non in grado di sopportarlo.

Nel rapporto della Linciano ci vengono mostrate l’avversione al rischio e alle perdite degli investitori italiani (fig. 3.6).

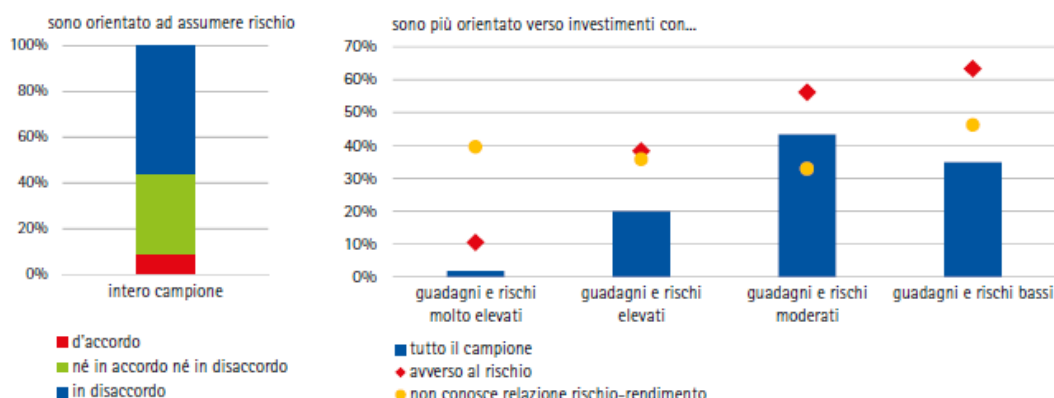


Fig. 3.6 Preferenze verso il rischio e le perdite

Fonte: Consob (2018), “Report on financial investments of Italian households”

Solo in pochissimi (meno del 20%) sono orientati ad assumere il rischio, mentre quasi la metà del campione non tollera perdite, di nessuna entità. Ciò ancora una volta è sinonimo di elevata ansia finanziaria.

CONCLUSIONE

Compiere scelte finanziarie in condizioni di incertezza non è semplice, in quanto nel processo decisionale intervengono svariati fattori. Questi ultimi possono, sì essere ricollegabili alla conoscenza degli strumenti finanziari, ma non solo.

Infatti, abbiamo visto come la maggior parte delle variabili derivino da attività di tipo psicologico, emotivo e sociale che intervengono nel comportamento degli individui.

La teoria classica è stata quindi smentita, lasciando spazio alla finanza comportamentale, la quale ci ha spiegato, mediante lo studio dei bias comportamentali, come gli individui cerchino scorciatoie e semplificazioni di problemi, rischiando però di trascurare importanti fattori e rischiando in tal modo di incorrere in gravi errori e in investimenti poco proficui.

L'obiettivo del lavoro era quindi spiegare come i bias agissero sulle scelte di investimento.

A tal fine è stato preso in esame il rapporto di Nadia Linciano, pubblicato dalla Consob, relativo alle scelte di investimento delle famiglie italiane.

I risultati che scaturiscono da un'analisi di questa relazione sono coerenti con la teoria precedentemente illustrata. Difatti ne esce che l'investitore medio è soggetto a diverse distorsioni, tra cui: propensione ad attività cognitive, overconfidence, ansia finanziaria e avversione alle perdite.

Tutte queste caratteristiche sono intrinsecamente collegate sia tra di loro sia al livello di cultura in materia finanziaria. L'ottimismo è positivamente collegato al livello di conoscenza finanziaria e l'ansia finanziaria diminuisce all'aumentare di entrambe queste caratteristiche. L'avversione alle perdite è frequente al crescere dell'ansia finanziaria, mentre diminuisce con l'aumentare delle conoscenze, dell'overconfidence e delle attività di tipo cognitivo.

In conclusione, si può affermare che l'investitore non agisce in modo razionale. Diventa quindi di fondamentale importanza cercare di ridurre gli errori nelle scelte di investimento, mediante le tecniche di debiasing, come l'educazione finanziaria o la consulenza. Temi che però hanno bisogno di un altro spazio per poter essere approfonditi adeguatamente.

BIBLIOGRAFIA

BARBER B. – ODEAN T. (2008), “*All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors*”, *Review of Financial Studies*, vol. 21, pp. 785-818.

BARBERIS N. – THALER R. (2003), “*A survey of behavioral finance*”, cap. 18, pp. 1073-1084.

BENARTZI S. – THALER R. (1995), “*Myopic loss aversion and the equity premium puzzle*”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, pp. 73-92.

BOND R. – SMITH P. (1996), “*Culture and conformity: A meta-analysis of studies using Asch’s (1952b, 1956) line judgment task*”, *Psychological Bulletin*, vol. n. 119, pp. 111-137.

CONSOB (2018), “*Report of financial investments of Italian Household: behavioural attitudes and approaches*”, in N. Linciano, V. Caivano, M. Gentile, P. Soccorso, pp. 3-53.

DE BONDT W.F.M. – THALER R.H. (1995), “*Financial decision making in market and firms: A behavioral perspective, in Finance Series of handbooks in operations research and management science*”, in R. Jarrow, V. Maksimovic, W.T. Ziemba, North Holland, Elsevier, vol. 9, pp. 385-410.

DON A. MOORE, PAUL J. HEALY (2008), “*The trouble with overconfidence*”, *Psychological Review*, vol. 115, pp. 502-517.

- DON A. MOORE, PAUL J. HEALY (2017), *“The three faces of overconfidence”*, Social and Personality Psychology Compass, vol. 11.
- EDWARDS W. (1968), *“Conservatism in human information processing”*, in B. Kleinmütz, Formal Representation of Human Judgement, New York, John Wiley and Sons.
- ELLSBERG D. (1961), *“Risk, ambiguity, and the savage axioms”*, Quarterly Journal of Economics, vol. 75, pp. 643-669.
- FABBRI L., FULIGNO M., MAZZOLI C. (2012), *“I pilastri dell’investimento: metodologie di analisi dei mercati finanziari per operatori indipendenti”*, pp. 280-299.
- FAMA E. (1970), *“Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”*, Journal of Finance.
- HEATH C. – TWERSKY A. (1991), *“Preference and belief: ambiguity and competence in choice under uncertainty”*, Journal of Risk and Uncertainty, vol. 4, pp. 5-28.
- KAHNEMAN D. TWERSKY A. (1973), *“Availability: a heuristic for judging frequency and probability”*, Cognitive Psychology, vol. 5, pp. 207-232.
- KAHNEMAN D. TWERSKY A. (1979), *“Prospect theory: an analysis of decision under risk”*, Econometrica, vol. 47, pp. 263-291.
- LINTNER (1998), *“Why investors make bad decisions”*, Cambridge, The Planner.

- MCFADDEN D. (1999), "*Rationality for economist*", Journal of Risk and Uncertainty, vol. 19, pp. 73-105.
- MEHRA R. – PRESCOTT E. (1985), "*The equity premium: a puzzle*", Journal of Monetary Economics, vol. 15, pp. 145-161.
- NISBETT R.E. – WILSON T.D. (1977), "*The halo effect: evidence for unconscious alteration of judgements*", Journal of Personality and Social Psychology, vol. 35, pp. 250-256.
- PRETCHER R. (2001), "*Unconscious herding behavior as the psychological basis of financial market trends and patterns*", Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 2, pp. 120-125.
- REBER R. – SCHWARZ N. (1999), "*Effects of perceptual fluency on judgments of truth*", Consciousness and Cognition, vol. 8, pp. 338-277.
- RITOV I. – BARON J. (1990), "*Reluctance to vaccinate: omission bias and ambiguity*", Journal of Behavioral Decision Making, vol. 3, p. 263-277.
- ROSS L. (1977), "*The false consensus effect: an egocentric bias in social perception and attribution processes*", Journal of Experimental Social Psychology, vol. 13, pp. 279-301.
- SHILLER R. (1981), "*Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends*", American Economic Review, vol. 71, pp. 421-436.
- SHILLER R. (1999), "*Human behavior and the efficiency of the financial system*", Handbooks of Macroeconomics, vol. 1, pp. 1305-1340-

SIMON H. A. (1982), *“Models of bounded rationality”*, Mit Press Cambridge.

SMITH A. (1759), *“Theory of moral sentiments”*, Journal of Philosophical Studies, vol. 1.

SMITH A. (1988), *“Bubbles, crashes and endogenous expectations in experimental spot asset markets”*, Econometrica, vol. 56, pp. 1119-1151.

THALER R.H. (1985), *“Mental accounting and consumer choice”*, Marketing Science, vol. 4, pp. 199-214.

THALER R.H. (1999), *“Mental accounting matters”*, Journal of Behavioral Decision Making, vol. 312, pp. 183-206.