



RETAIL BANKING

LEZIONE N° 13

INTRODUZIONE ALLA BEHAVIORAL FINANCE

Università di Roma «Tor Vergata»

CLEMIF

A.A. 2022/2023

Prof. Umberto Filotto

INTRODUZIONE

La teoria finanziaria classica ipotizza che gli individui:

- siano perfettamente razionali
- agiscano utilizzando set informativi completi e omogenei.

Essa è stata impiegata per trarre implicazioni

- sul piano normativo, ossia per definire i comportamenti ottimali

ma anche

- Descrittivo ossia per rappresentare i comportamenti effettivi.

L'ipotesi della razionalità degli operatori assieme all'evoluzione della modellizzazione matematica, ha contribuito in modo significativo a disciplinare la conoscenza con un apparato normativo senza precedenti...



..ma al tempo stesso ha fatto perdere di vista la realtà, e non è riuscita a descrivere cosa accade effettivamente nei mercati....

INTRODUZIONE

Nel corso degli ultimi 20 anni si sono osservati sul mercato alcuni fenomeni:

1. Gli investitori non si comportano secondo i dettami della mainstream theory.
2. I mercati finanziari mostrano persistenti e non marginali allontanamenti dall'efficienza.



INTRODUZIONE

La ricerca empirica ha smentito l'ipotesi di mercati efficienti e di razionalità degli investitori:

→ commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte.

Sono emersi, così, i limiti della teoria classica nel descrivere un investitore che non solo non è in grado di utilizzare tutta l'informazione disponibile, ma è soggetto ad errori di percezione ed elaborazione dell'informazione.



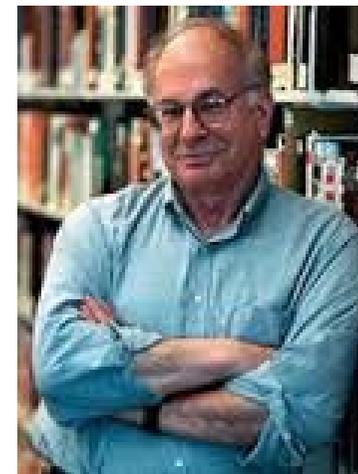
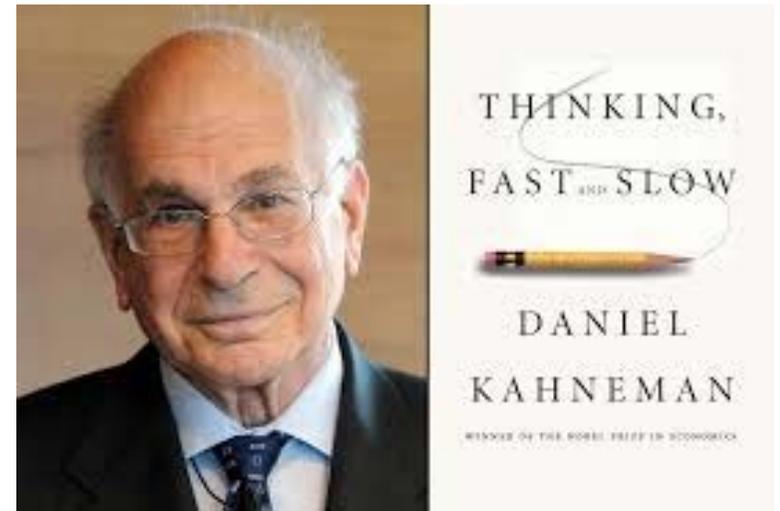
INTRODUZIONE

Nei prima metà degli anni Settanta l'approccio razionalista/neomarginalista raggiunse il suo culmine e lo scollamento tra teoria e realtà toccò il suo massimo

→ il vero comportamento dell'individuo tornò a interessare gli studiosi.

Furono gli psicologi, Daniel Kahneman e Amos Tversky, a suggerire agli economisti la strada da intraprendere.

La psicologia cognitiva mette a disposizione dell'economia e della finanza numerosi strumenti grazie a cui delineare i confini dell'irrazionalità umana. Il comportamento dell'essere umano fu collocato al centro dell'attenzione e la finanza cominciò a riavvicinarsi alla realtà.



IL PUNTO DI PARTENZA

Il punto partenza per l'analisi del comportamento degli operatori e dei mercati finanziari è tradizionalmente costituito dal congiunto di due assiomi:

1. Gli operatori sono soggetti razionali e massimizzanti.
2. I mercati sono efficienti (in senso informativo).

1+2 = Teoria Classica della Finanza



LA RAZIONALITÀ DEGLI OPERATORI

I soggetti economici operano per massimizzare una determinata **funzione di utilità**.

I soggetti economici sono in grado di utilizzare **in modo razionale** tutta l'informazione disponibile.

- I soggetti economici **NON** sono infallibili...
- ...ma non compiono errori **sistematici** (chi sbaglia troppo si estingue).



L'EFFICIENZA DEI MERCATI

I mercati riflettono in modo **rapido e completo** tutta l'informazione rilevante (forma debole, semiforte e forte).

I prezzi riflettono in modo **tendenzialmente corretto** il valore intrinseco delle attività.

Gli **scostamenti** dal fair value sono di breve durata e/o di valore limitato, grazie all'operato degli arbitraggisti.

Non è possibile **battere con continuità** il mercato.



NEL MODO REALE...

Nel modo reale gli investitori sembrano:

- compiere sistematici errori operativi
- effettuare scelte di investimento non massimizzanti
- **Nel mondo reale i mercati sembrano:**
 - mostrare significative e ripetute violazioni dell'efficienza
 - non riflettere sempre il valore corretto delle attività finanziarie



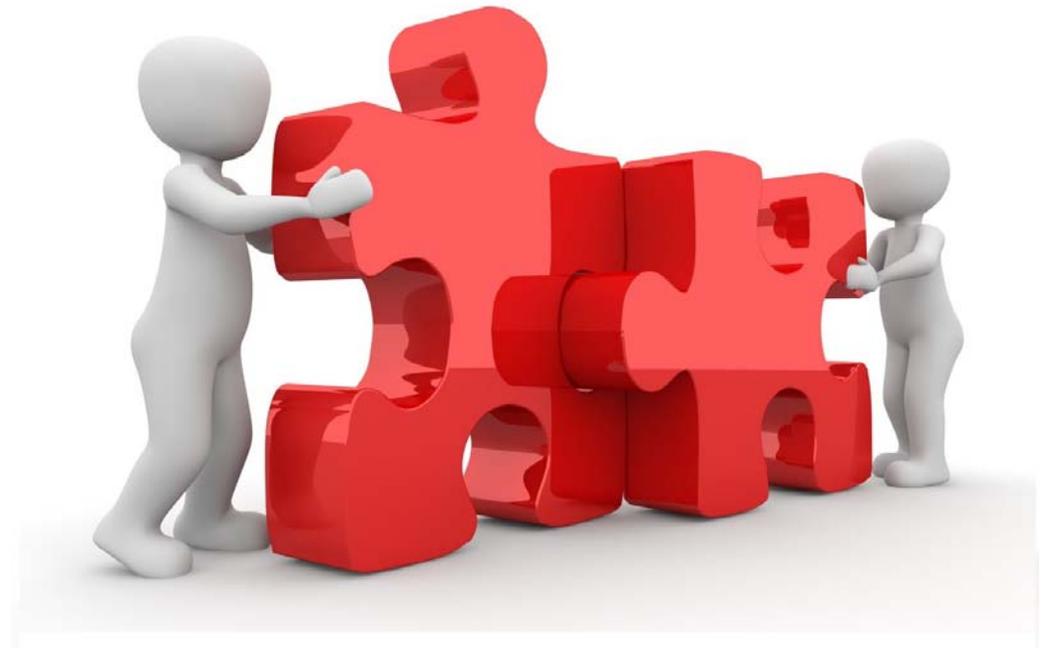
UNA NOTA METODOLOGICA

La FC non costituisce un paradigma alternativo alla teoria classica.

La teoria classica è comunque in grado di spiegare un vasto insieme di fenomeni:

- Gli investitori sono mediamente razionali
- I mercati tendono verso l'efficienza

La FC aiuta però a spiegare alcuni fenomeni che non sono del tutto comprensibili sotto le ipotesi classiche.



UNA NOTA METODOLOGICA

La finanza comportamentale (*Behavioral Finance*) ha spiegato gli errori della modellistica classica attingendo alla psicologia cognitiva.

Spesso presentata in contrapposizione alla teoria finanziaria classica, la finanza comportamentale si pone su un piano epistemologico differente: spiega, piuttosto che a normare, i comportamenti degli agenti economici.

È opinione sempre più diffusa, che i due filoni di letteratura, classica e comportamentale, dovrebbero più proficuamente essere utilizzati in modo complementare ai fini di una maggiore comprensione delle scelte individuali e dei fenomeni economici aggregati, per evitare situazioni come...



IL RAGIONAMENTO IN CONDIZIONI INCERTEZZA

Per prendere decisioni in caso di incertezza è necessario **stimare la probabilità di un evento** (acquisizione di informazioni, elaborazione delle informazioni, emissione di un giudizio probabilistico).

Gli individui formulano queste stime sulla base di **Euristiche** (Sono regole e condotte operative che vengono usate per risolvere in modo semplice problemi complessi).

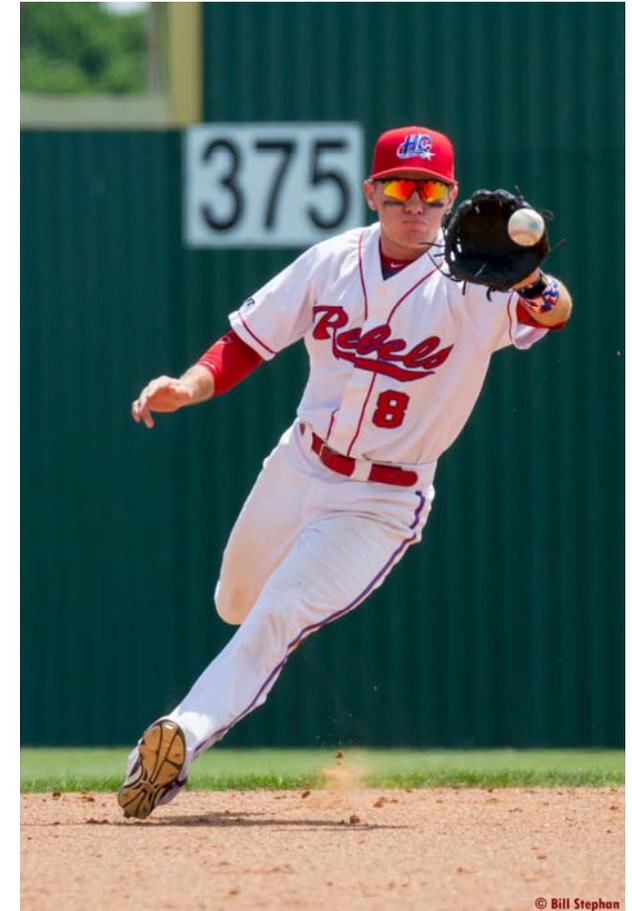


IL RAGIONAMENTO IN CONDIZIONI INCERTEZZA

Anche un economista classico come Milton Friedman (1953) riconobbe la necessità di svincolarsi dalla teoria classica.

Il giocatore di baseball

Un giocatore di baseball, il quale, quando lancia una palla, non è in grado di eseguire tutti i complicati calcoli necessari per calcolare in quale punto la palla andrà a cadere – il metodo scientificamente corretto richiederebbe di risolvere a mente un complesso sistema di equazioni differenziali- ma non per questo, si immobilizza. Egli fissa una semplice regola euristica: quando la palla è in alto, lui la fissa e comincia a correre, aggiustando la velocità della corsa in modo da tenere l'angolazione delle visuale della palla costante; ignora tutte le altre informazioni per calcolare la traiettoria, come la velocità iniziale della palla, la distanza e l'angolazione per concentrarsi solo su un pezzo dell'informazione.



IL RAGIONAMENTO IN CONDIZIONI INCERTEZZA

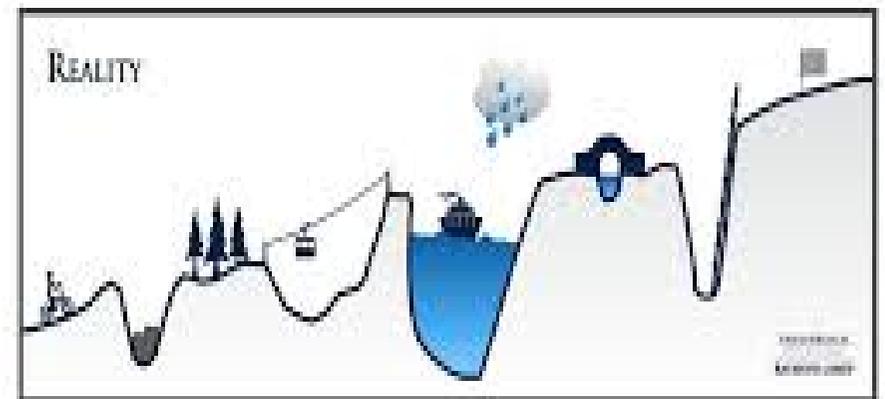
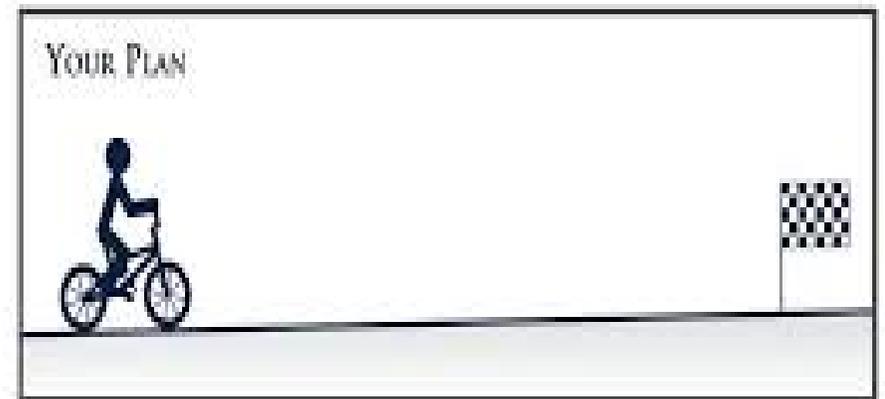
Friedman sosteneva quindi che benché un giocatore che si comporta in questo modo non sia pienamente razionale, nei fatti è come se lo fosse. Lo stesso accade a chi deve prendere una decisione complessa



IL RAGIONAMENTO IN CONDIZIONI INCERTEZZA

Dinnanzi a tanti situazioni della vita, tra cui le scelte in campo finanziario, le persone normali si comportano proprio come i giocatori di baseball: mancano del tempo, delle informazioni, dei metodi per effettuare un calcolo scientificamente corretto e, come i giocatori di baseball, corrono verso la palle aggiustando la velocità della corsa in modo da mantenere l'angolazione dello sguardo costante, ma non sempre riescono a prendere la palla la palla.

Perciò, una persona normale devia sistematicamente, chi più chi meno, dall'ottimo teorico.



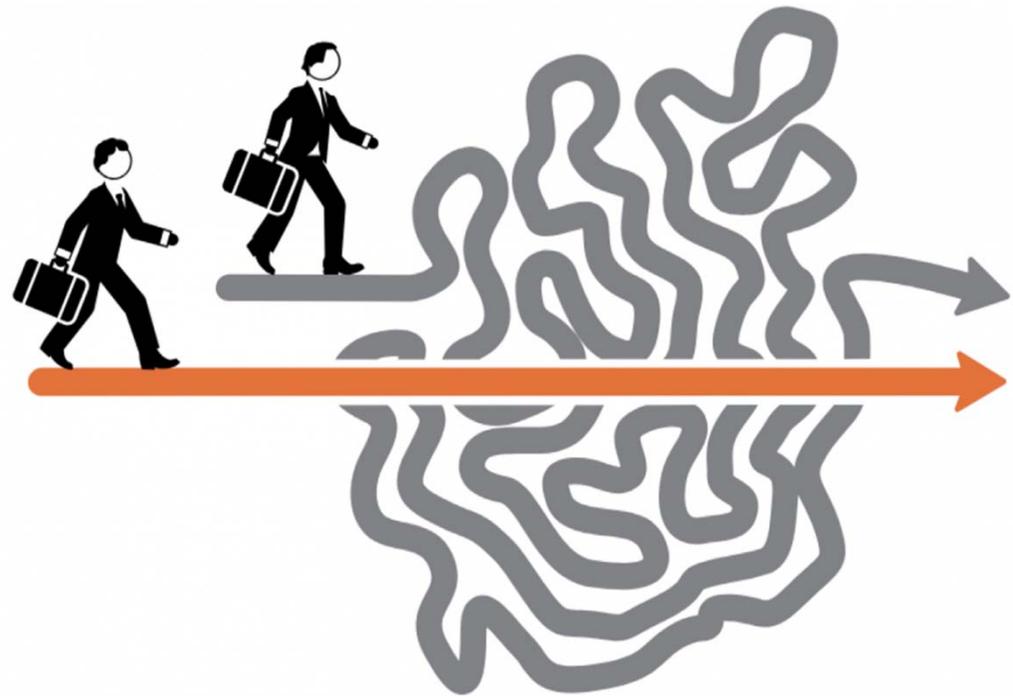
© 2010 McKinsey & Company. All rights reserved. McKinsey.com

IL RAGIONAMENTO IN CONDIZIONI INCERTEZZA

Le scelte si basano su stime soggettive di probabilità

Dagli errori nelle stime soggettive delle probabilità possono discendere scelte “apparentemente” irrazionali.

Nella prospettiva della FC “classica” le euristiche sono degli errori ...ma forse non è sempre così



LE TRE PRINCIPALI EURISTICHE

K&T (1974) individuano tre principali euristiche:

- **Rappresentatività:** i giudizi di probabilità tendono a basarsi su stereotipi e situazioni familiari.
- **Disponibilità:** le stime si basano sulla frequenza di ricordi passati.
- **Ancoraggio:** le stime sono fortemente influenzate da poche informazioni giudicate “salienti”.



LA RAPPRESENTATIVITÀ

Solitamente le stime di probabilità hanno la seguente formulazione: *Qual è la probabilità che A appartenga alla classe B?* oppure: *Qual è la probabilità che l'effetto A discenda dall'azione B?*

La risposta è solitamente influenzata dalla somiglianza tra A e B, ovvero quanto A è rappresentativo di B.



La rappresentatività è fonte di errori oggettivi in quanto gli stereotipi solitamente sono **scarsamente informativi**.



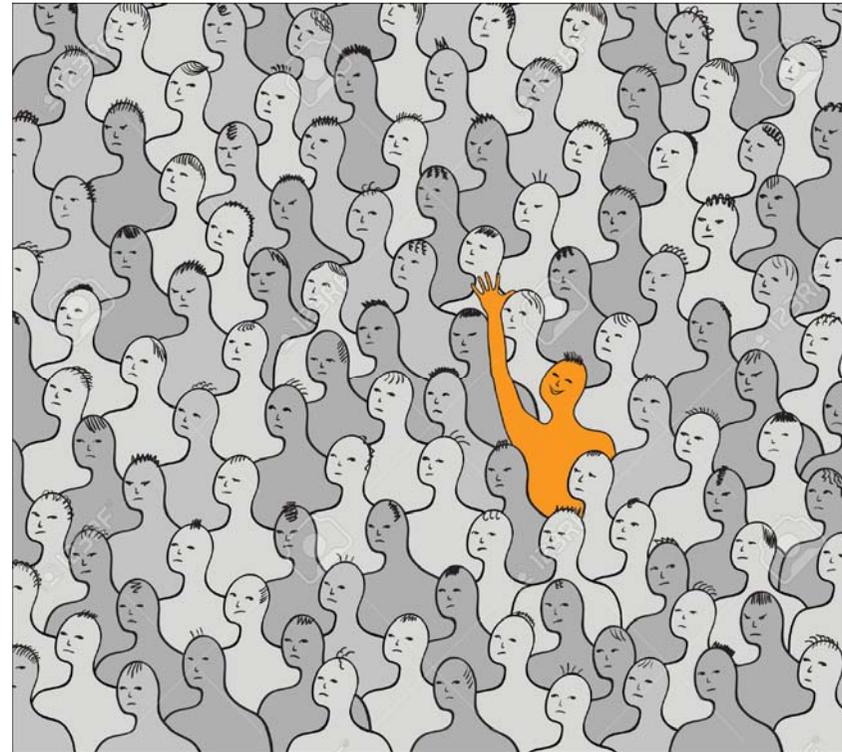
- L'esperimento originario di K&T consisteva nel chiedere di indovinare la professione di un soggetto sulla base di una descrizione sommaria.
- la descrizione genera circa l'80% delle risposte (mentre nella teoria delle probabilità è fondamentale considerare le probabilità a priori).

RAPPRESENTATIVITÀ E INSENSIBILITÀ ALLA FREQUENZA OGGETTIVA E ALL'AMPIEZZA DEL CAMPIONE

La rappresentatività porta a non tenere conto della **frequenza oggettiva** degli eventi.

La rappresentatività porta a sottostimare l'importanza dell'ampiezza del campione osservato.

In questo modo proprietà statistiche che appartengono alla cd legge dei grandi numeri sono indebitamente attribuite anche a campioni di piccole dimensioni



La probabilità di un evento, data l'osservazione di un campione, dipende da diversi fattori quali: la frequenza base della popolazione e l'ampiezza del campione osservato (la frequenza tende alla probabilità teorica al tendere delle osservazioni all'infinito)

LA DISPONIBILITÀ

Eventi dove la possibilità di vincita è molto improbabile, come ad esempio la vincita alla lotteria, è spesso sovrastimata perché almeno uno vince sempre, rendendo l'evento più disponibile nella nostra mente.

Poiché gli eventi che si verificano con maggior frequenza sono più facili da ricordare, con questa scorciatoia si arriva spesso alle decisioni corrette; ciò nonostante, poiché la disponibilità di un'informazione è influenzata da fattori che non sempre legati all'effettiva frequenza con cui si verifica una situazione, tale regola empirica può essere causa di risultati errati.



DISPONIBILITÀ, FAMILIARITÀ E RILEVANZA

La facilità di ricordare la manifestazione di un evento non dipende solo dalla frequenza con cui lo si è osservato ma anche dalla “memorabilità” dell’evento stesso o dalla familiarità dell’evento (disponibilità per recupero).

E’ facile sovrastimare la probabilità di eventi che si imprimono fortemente nella memoria e sottostimare la probabilità di eventi comuni.



DISPONIBILITÀ E INEFFICIENZA DEL PROCESSO DI RICERCA

A volte la probabilità da stimare non riguarda eventi facilmente ricordabili.

In questo caso l'intelletto deve procedere a "costruire" degli scenari (disponibilità per costruzione). Il processo di costruzione può essere viziato da errori procedurali che portano a una valutazione inesatta della probabilità in oggetto. In questo caso la distorsione opera congiuntamente tra memoria e immaginazione



LA DISPONIBILITÀ IN SINTESI

La probabilità viene approssimata mediante la frequenza di ricordi simili.

Questo criterio è corretto se la facilità di ricordo dipende dalla frequenza di osservazione passata.

Tuttavia può portare a errori sistematici se dipende:

- Dalla notorietà di un determinato fatto.
- Dalla facilità con cui si possono costruire ragionamenti relativi al fatto in questione.

**PRONTA
CONSEGNA**

L'ANCORAGGIO

A volte la stima di una probabilità avviene partendo da un valore iniziale che può derivare

- Dalla formulazione del problema
- Da un calcolo previo ed incompleto

In questo caso la stima finale avviene come un raffinamento del valore iniziale

Solitamente si osserva un aggiustamento insufficiente del valore iniziale

- Diversi valori iniziali generano diverse stime finali



ANCORAGGIO

Shiller (2005) indica due tipi di “ancore”:

- a) Quantitative
- b) Qualitative

Le “ancore” quantitative, sono numeri o variabili quantitative utilizzate per fornire una stima. Un esempio sono i prezzi di borsa passati.

Le “ancore” morali/qualitative, più vicine al pensiero umano, determinano la forza della motivazione che spinge gli agenti ad acquistare titoli, motivazione che deve prevalere rispetto a usi alternativi della ricchezza a loro disposizione. Sono motivazioni di tipo culturale, la propensione capitalistica a investire in azioni o come si diceva, morali, quale l'importanza etica che può rivestire il risparmi.



ANCORAGGIO

Un esempio di ancoraggio:

→ Il prezzo di un titolo in un determinato momento diventa il riferimento per la valutazione dell'andamento del titolo stesso in futuro, a prescindere da altri elementi utili quali la storia del titolo e la variabilità del prezzo in passato

Quel titolo potrebbe però avere un valore molto elevato in un certo momento ma essere, tuttavia, un investimento poco sicuro poiché in passato ha registrato un andamento molto altalenante con forti crescite di valore seguite da altrettanto forti ribassi



L'ANCORAGGIO



L'ancoraggio è anche alla base degli atteggiamenti conservatori adottati dagli agenti economici. A questo proposito, Shefrin (2000), riferisce un caso di conservatorismo nel comportamento degli analisti finanziari. Questi ultimi partono con ipotesi iniziale circa le caratteristiche di un'azienda, ovvero la probabilità che questa possa produrre utili interessanti. Quando vengono diffuse nuove informazioni sull'azienda, l'analista tende a leggerle sulla base di tali probabilità iniziali. Se, per esempio, le informazioni positive riguardano un'azienda che in passato ha avuto performance non particolarmente brillanti, l'analista rivede la sua valutazione in modo conservativo, sottostimando la possibilità che l'azienda possa in futuro generare utili significativi.

COME FACCIAMO A DECIDERE?

