

# EURISTICHE DEL GIUDIZIO

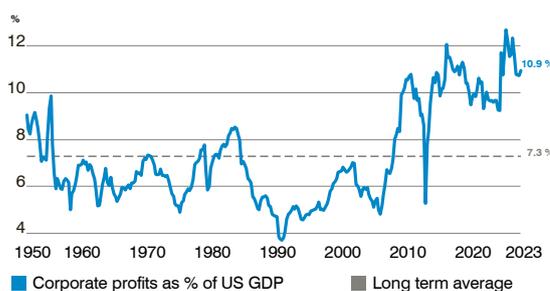
Nel passaggio al nuovo trimestre aumentano le tensioni geopolitiche e i mercati sembrano ignorarle, catturati dalla narrazione prevalente che prevede il rientro lineare dell'inflazione, il rallentamento indolore dell'attività economica, il progressivo taglio dei tassi. Daniel Kahneman, padre della finanza comportamentale scomparso pochi giorni fa, ha messo in guardia dalle insidie delle narrazioni semplificatorie. L'Alpha e il Beta di oggi ne ricorda il lascito intellettuale

L'assalto all'auditorium di Mosca, poi l'attacco a Damasco che fa temere la regionalizzazione di quel conflitto, due eventi che hanno alzato ulteriormente le tensioni internazionali.

In queste stesse settimane, i mercati mettono a segno nuovi massimi, una divergenza che fa risaltare la complessità di questo periodo, indecifrabile e imprevedibile, fase di adattamento che richiederà tempo. Abbiamo superato la deflazione e siamo alle prese con l'inflazione, si parla di reshoring dopo aver molto parlato di globalizzazione, è terminata l'era delle politiche monetarie accomodanti e dell'energia a basso costo. Grandi economie come Germania e Cina, forti importatrici di energia e pesantemente sbilanciate sull'export, devono rivedere i modelli di crescita.

Nella sua ultima riunione, la Fed ha mantenuto i tassi invariati nella forchetta 5,25%-5,5%. Evidentemente, prima di avviare il ciclo di allentamento, i membri del Comitato che governa i tassi hanno bisogno di un supplemento di fiducia nel fatto che l'inflazione si stia muovendo in modo sostenibile verso l'obiettivo del 2%.

Il grafico a pallini pubblicato dopo la riunione indica tre tagli dei tassi di un quarto di punto ciascuno per quest'anno. Invece è salita la mediana delle previsioni dei tassi per il prossimo anno, dal 3,6% della precedente previsione al 3,9%. Un fattore che dovrebbe essere visto come ribassista ma, al momento, i mercati sembrano appagati dall'aspettativa dei tre tagli quest'anno.



Profitti societari USA rispetto al PIL (fonte GAM Investments, St. Louis Fed. I rendimenti passati non sono indicativi di rendimenti futuri così come di presenti o futuri trend)

Il motore dell'economia americana continua a girare, in marzo il settore manifatturiero è cresciuto grazie all'aumento della produzione e alla ripresa della domanda; l'indice ISM, che rileva l'attività delle fabbriche, è salito a 50,3 dal valore di 47,8 a febbraio, per la prima volta nell'area dell'espansione dal settembre 2022.

Da ottobre 2023 è invece ininterrotta la corsa dei mercati azionari.

Con gli indici crescono anche le ansie e i dubbi sulla sostenibilità del momentum; negli Stati Uniti l'economia continua a sorprendere ma in Europa le condizioni sono molto diverse, i problemi che compromettono il modello di crescita della Germania pongono i record del Dax in una luce diversa da quella dello S&P 500.



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

I listini sembrano catturati dalla narrazione prevalente che presume il rientro lineare dell'inflazione, il rallentamento indolore dell'attività economica, il progressivo taglio del costo del denaro e favorevoli prospettive degli utili aziendali.

Una buona narrazione, un racconto comprensibile e avvincente, fa sempre premio su decine di pagine di considerazioni razionali ma algide, scrive Daniel Kahneman, lo psicologo premio Nobel per l'Economia scomparso il 27 marzo scorso, una ventina di giorni dopo aver compiuto il novantesimo compleanno.

Il professor Paolo Legrenzi, che di Kahneman è stato collega e amico, ha scritto sul Sole 24 Ore che il professore di Princeton era "il più grande psicologo vivente". In effetti le ricerche di Kahneman sulla psicologia del giudizio e del processo decisionale, condotte per un buon tratto di strada assieme all'amico Amos Tversky, hanno posto le prime basi dell'economia comportamentale e delle moderne scienze comportamentali, hanno avuto una profonda influenza sulla scienza economica e dato una prospettiva diversa alla gestione degli investimenti.



"Pensieri lenti e veloci" ha reso Kahneman popolare al grande pubblico, spiega il funzionamento della mente umana, caratterizzata da due distinte modalità di pensiero, una analitica e riflessiva, l'altra rapida e intuitiva (Mondadori 2012)

Semplificando molto il primo capitolo di "Pensieri Lenti e veloci" (un libro che tutti dovrebbero leggere!), pensiamo al nostro cervello come a una macchina capace di pensieri profondi, analitici, razionali. Ma, come le macchine, questa parte del cervello va messa in moto, è un intervento che costa fatica e che si tende ad evitare quando le risposte o le conclusioni sono lì, a portata di mano, in quell'altra parte della nostra mente che non ha bisogno di essere attivata. Quest'ultima è la sede dell'intuizione, la custode della memoria delle esperienze passate, degli stereotipi, delle semplificazioni.

La parte del cervello "pigra" e analitica viene attivata per eseguire a mente un calcolo complesso o per articolare un ragionamento, la parte intuitiva è invece sempre disponibile, è quella che, ad esempio, fa riconoscere e reagire immediatamente a un pericolo.

Questa parte della nostra mente, indispensabile alla sopravvivenza, è però anche molto sensibile al fascino semplificatorio delle narrazioni, "il cervello è pigro e ama una storia avvincente che lo guidi" scrive Kahneman "abbiamo un sistema di narrazione e la coerenza della storia determina la fiducia che abbiamo in essa".

Le scorciatoie mentali che riducono il carico cognitivo e fanno trascurare l'analisi sono definite "euristiche", termine ostico che deriva direttamente dal greco "eurisko" (εὐρίσκω) che significa trovare, scoprire, parente stretto del celebre "Eureka!" che Archimede esclamò saltando fuori dalla tinozza. Nella psicologia sociale, il termine rimanda alle scorciatoie mentali che vengono spesso utilizzate per prendere decisioni.

In "Pensieri lenti e veloci" lo psicologo israelo-americano spiega che il più delle volte decisioni anche importanti vengono prese sulla base dei ricordi, di quello che vediamo o che abbiamo sottomano, trascurando tutte le altre informazioni, presenti ma non immediatamente disponibili.

Le basi della finanza comportamentale vennero poste nel 1974, con un articolo nel quale Daniel Kahneman e Amos Tversky presentarono le tre principali euristiche che condizionano il processo decisionale, le euristiche del giudizio.

Occupation from a list of possibilities (for example, farmer, salesman, airline pilot, librarian, or physician)? How do people order these occupations from most to least likely? In the representativeness heuristic, the probability that Steve is a librarian, for example, is assessed by the degree to which he is representative of, or similar to, the stereotype of a librarian. Indeed, research with problems of this type has shown that people order the occupations by probability and by similarity in exactly the same way (1). This approach to the judgment of probability leads to serious errors, because similarity, or representativeness, is not influenced by several factors that should affect judgments of probability. *Availability to prior probability of outcomes.* One of the factors that have no effect on representativeness but should have a major effect on probability is the prior probability, or base-rate frequency, of the outcomes. In the case of Steve, for example, the fact that there are many more farmers than librarians in the population should enter into any reasonable estimate of the probability that Steve is a librarian rather than a farmer. Considerations of base-rate frequency, however, do not affect the similarity of Steve to the stereotypes of librarians and farmers. If people evaluate probability by representativeness, therefore, prior probabilities will be neglected. This hypothesis was tested in an experiment where prior probabilities were manipulated (1). Subjects were shown brief personality descriptions of several individuals, al-

**Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases**  
Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty.  
Amos Tversky and Daniel Kahneman

Many decisions are based on beliefs concerning the likelihood of uncertain events such as the outcome of an election, the guilt of a defendant, or the future value of the dollar. These beliefs are usually expressed in statements such as "I think that . . ." "chances are . . ." "it is unlikely that . . ." and so forth. Occasionally, beliefs concerning uncertain events are expressed in numerical form as odds or subjective probabilities. What determines such beliefs? How do people assess the probability of an uncertain event or the value of an uncertain quantity? This article shows that people rely on a limited number of heuristic principles which reduce the complex tasks of assessing probabilities and predicting values to simpler judgmental operations. In general, these heuristics are quite useful, but sometimes they lead to severe

errors when visibility is good because the objects are seen sharply. Thus, the reliance on clarity as an indication of distance leads to common biases. Such biases are also found in the intuitive judgment of probability. This article describes three heuristics that are employed to assess probabilities and to predict values. Biases to which these heuristics lead are enumerated, and the applied and theoretical implications of these observations are discussed.

**Representativeness**  
Many of the probabilistic questions with which people are concerned belong to one of the following types: What is the probability that object A belongs to class B? What is the probability that event A originates from process B?

L'articolo di Daniel Kahneman e Amos Tversky, scomparso nel 1996, venne pubblicato da Science il 27 settembre 1974, aveva un titolo poco attraente "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases". Secondo la Columbia University, quell'articolo è il più citato in economia ed è tra i più citati nelle scienze psicologiche

La prima "euristica" è la Rappresentatività, la tendenza degli individui a farsi un'idea sulla base di somiglianze con stereotipi esistenti, una "scorciatoia" che fa però trascurare le statistiche e i fattori di probabilità. La seconda "scorciatoia mentale" è la Disponibilità, la tendenza a dare maggior importanza a ciò che viene in mente come prima cosa, le idee e i concetti "più disponibili" al pensiero cosciente. Anche in questo caso l'insidia è quella di ignorare la maggiore affidabilità dei dati e delle statistiche. L'ultima euristica descritta da Kahneman e Tversky è l'Ancoraggio, la fatica di fare stime o valutazioni senza allontanarsi da valori iniziali, anche quando tali valori sono sbagliati o fuorvianti.

Le intuizioni: Heuristate nell'articolo del 1974 sarebbero state poi state riprese e formalizzate nella più ampia "Teoria del Prospetto" del 1979, che valse a Daniel Kahneman il premio Nobel per l'Economia nel 2002 (Tversky era scomparso nel 1996).

La conoscenza e il controllo di queste insidie cognitive, o bias, è la preconditione per assumere decisioni finanziarie corrette, il controllo delle emozioni è tanto più efficace se si confrontano le proprie idee con un esperto di fiducia, figura "terza" da interporre tra le emozioni e le decisioni di investimento.

Un criterio "universale" nell'approccio alle scelte di investimento è l'analisi rigorosa delle valutazioni, a maggior ragione in una fase come questa, segnata dal premio al rischio ai minimi storici, dalla forte concentrazione delle performance, dal pronunciato rischio politico.

I recenti dati macroeconomici confortano l'ottimismo del mercato, il periodico sondaggio di Bank of America presso un ampio campione di gestori misura in marzo un aumento del "sentiment" positivo, è il livello di "rialzismo" più alto dal gennaio 2022 (4,6 da 4,3 in febbraio).

Il sondaggio rileva l'aumento della percentuale dei gestori con sovrappeso nell'allocazione azionaria; scende la percentuale di chi prevede l'atterraggio morbido (62% rispetto a 65% in febbraio) e aumenta il numero di coloro che scommettono sul "no landing", sul "non atterraggio" dell'economia americana (23% dal 19% di febbraio).

Nelle scorse settimane "L'Alpha e il Beta" ha ricordato più volte di non trascurare i possibili rischi di coda, costituiti principalmente dall'inflazione e dall'evoluzione dello scenario politico, e costruire l'allocazione di portafoglio diversificando le fonti di rischio.

Il ricordo di Daniel Kahneman, del suo lascito intellettuale e delle insidie dei bias cognitivi, è utile a conservare la consapevolezza storica: in tempi di sconvolgimenti geopolitici imprevedibili e inediti, è forte la tentazione di trovare l'orientamento con il ricorso alle scorciatoie mentali, le euristiche. Tra le insidie maggiori, lo ricorda spesso l'amico Legrenzi nel suo appuntamento settimanale "I soldi in testa", l'eccessiva sicurezza nelle proprie opinioni e nel proprio giudizio.

"Le persone giudicano la probabilità di un evento sulla base di quanto sia facile immaginarselo o richiamarlo alla memoria" scrive Paolo Legrenzi nel ricordo di Kahneman sul Sole 24 Ore "una tendenza fuorviante che conduce a distorsioni sistematiche nei giudizi".

Dovremmo sempre ricordare che le esperienze "disponibili" o i valori di ancoraggio non sono affidabili, le esperienze del passato non aiutano quando si vivono tempi inediti; in condizioni imprevedibili e cangianti si dovrebbe apprezzare il valore della gestione attiva e della flessibilità, Darwin ha dimostrato che non sopravvive il più forte ma chi dimostra maggiore capacità di adattamento.



Le tre euristiche dell'articolo di Kahnemann e Tversky e i fondamenti della finanza comportamentale sono familiari a chi segue questa Newsletter e le Lezioni settimanali "I soldi in testa" di Paolo Legrenzi, professore Emerito dell'Università Ca' Foscari e da oltre un decennio collaboratore di GAM Italia (e che mi onora della sua amicizia)

"Siamo ciechi davanti alla nostra cecità. Abbiamo ben poca idea di quanto poco sappiamo. Non siamo progettati per sapere quanto poco sappiamo". Parole di Daniel Kahneman che dovremmo sempre ricordare.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



#### Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.