

KAHNEMAN: CHE COSA CI HA INSEGNATO SUI RISPARMI&INVESTIMENTI?

Quale è la media delle previsioni medie delle più grandi case americane per il prossimo decennio? Non certo un periodo aureo, probabilmente irripetibile per molto tempo futuro, quale è quello iniziato nel marzo 2019. Ormai ce lo siamo lasciato alle spalle: una lunga, lunga occasione, una stagione che sembrava non finire mai, una stagione che speriamo abbiate saputo sfruttare. A guardare i dati aggregati del risparmio degli italiani constatiamo che la tanto sbandierata educazione finanziaria non ha avuto conseguenze dirette o osservabili. Anche quelli che forse, o probabilmente, sanno, di fatto agiscono come se non sapessero: un enorme spreco di ricchezza e la convinzione di saper fare, di non aver bisogno di consigli.

Ora, poco prima del mio compleanno, mio figlio mi ha invitato a cena insieme a Barbara Tversky e a Daniel Kahneman: la prima volta che lascio Venezia dopo mesi, mesi e mesi. Mio figlio è digiuno della materia e Daniel K. gli ha fatto una sintesi di quel che bisogna capire della mente umana per poter far fruttare i risparmi. Sono in fondo poche cose, ma essenziali

Fixed income	Return projection	Median volatility
U.S. aggregate bonds	3.6%–4.6%	5.5%
U.S. Treasury bonds	3.3%–4.3%	5.7%
U.S. intermediate credit bonds	4.2%–5.2%	5.2%
U.S. high-yield corporate bonds	5.5%–6.5%	10.1%
U.S. Treasury Inflation-Protected Securities	2.7%–3.7%	5.0%
U.S. cash	3.0%–4.0%	1.4%
Global bonds ex-U.S. (hedged)	3.6%–4.6%	4.4%
Emerging markets sovereign bonds	5.6%–6.6%	10.9%
U.S. inflation	2.0%–3.0%	2.3%

La previsione dei rendimenti nel prossimo decennio e la corrispondente volatilità percentuale media. In realtà, malgrado la pacchia che si credeva senza fine dei tassi a zero, se non sotto zero, sia finita, e sia tornata l'inflazione, anche nel nuovo scenario risultano più convenienti, almeno sui tempi lunghi, le azioni USA.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia

Equities	Return projection	Median volatility
U.S. equities	4.1%–6.1%	17.0%
U.S. value	4.4%–6.4%	19.6%
U.S. growth	1.4%–3.4%	18.2%
U.S. large-cap	4.1%–6.1%	16.7%
U.S. small-cap	4.4%–6.4%	22.3%
U.S. real estate investment trusts	4.4%–6.4%	20.1%
Global equities ex-U.S. (unhedged)	6.4%–8.4%	18.2%
Global ex-U.S. developed markets equities (unhedged)	6.1%–8.1%	16.6%
Emerging markets equities (unhedged)	6.1%–8.1%	25.9%

Daniel Kahneman, in scritti divulgativi su un arco degli ultimi vent'anni (insieme a colleghi e collaboratori), ha stabilito i pilastri essenziali, e non ci vuole poi molto a raccontarli. Bastano le prossime quattro cartelle. Non occorre sapere di più, come ha spiegato a mio figlio (che gli ha illustrato, in compenso, le recenti dinamiche del Medio Oriente, in particolare quelle attinenti Israele).

Il primo punto consiste nell'ottimismo derivante da un eccesso di fiducia nelle proprie capacità. In inglese questo eccesso si chiama over-confidence perché la confidence è la fiducia in se stessi mentre trust è la fiducia negli altri: una distinzione cruciale che non abbiamo nel lessico italiano. Qui la conclusione è semplice: se crediamo molto, troppo, in noi stessi, non crediamo di aver bisogno del consiglio altrui. Purtroppo gli investimenti è lo scenario dove maggiormente questo eccesso di fiducia ci porta fuori strada.

La causa principale dei giudizi che poi si rivelano troppo ottimistici nel valutare le nostre capacità e, di conseguenza, gli esiti futuri delle nostre azioni consiste nel fatto che inevitabilmente ci facciamo dei modelli semplicistici della realtà che trascurano quelle future eventualità negative che spesso si verificano. Inevitabile: non possiamo predire con esattezza il futuro perché, appunto, è futuro.

Questo meccanismo, a sua volta, dipende dal cosiddetto processo di focalizzazione, cioè dalla tendenza a concentrarsi su troppe poche cose, le prime che ci vengono in mente e, spesso, quelle a cui siamo da tempo abituati, restringendo così la nostra prospettiva e visione delle possibilità future. Nel caso dei risparmi le scelte apparentemente, più sicure, quelle cioè che si crede non perdano mai di valore: immobili, liquidi tenuti in banca o altrove, obbligazioni e titoli di stato. Eppure si tratta di investimenti che non sono tanto meno volatili del resto, non lo sono stati e, probabilmente non lo saranno, almeno su un arco triennale (vedi tabella sopra). Nel decennio trascorso la loro volatilità è stata rapidamente assorbita dal cumularsi degli extra-rendimenti delle azioni rispetto a tutto il resto.

In sintesi, prima lezione: tutto ciò conduce le persone inesperte a sopravvalutare, a loro insaputa, le proprie capacità di giudizio. Purtroppo capita spesso che solo gli esperti siano in grado di capire meglio quante incognite ci siano nel futuro, anche se nascoste. E lo possono fare grazie alle conoscenze acquisite e alle esperienze maturate. Questo permette loro di non sottovalutare, per esempio, le azioni e le innovazioni che possono fare le società concorrenti in quel dato ambito di mercato. Gli esperti, inoltre, non si basano nelle loro previsioni soltanto sul problema che hanno sotto gli occhi ma costruiscono statistiche relative a tutte le eventualità possibili e quindi traggono le loro conclusioni a partire da un quadro molto più ampio. Gli esperti si sono accorti prima degli altri del turbine inarrestabile dell'immateriale e, in particolare, dell'intelligenza artificiale.

Il secondo punto è il grande capitolo delle distorsioni sistematiche nel giudizio (bias) che possono portarci fuori strada quando dobbiamo prendere una decisione. In questi casi, la prima domanda che ci dobbiamo porre riguarda che cosa è sotto il nostro controllo. Vi faccio un esempio: provate a chiedere a un gruppo di persone di leggere una breve storia. Una volta letta la storia, si chiede loro di completare una frase che iniziava con: "Se solo...". Poniamo che la storia narri del ritardo di un casellante che avrebbe dovuto chiudere un passaggio a livello e che finisca con un automobilista travolto da un treno. I partecipanti spontaneamente completano la frase con quella che, secondo loro, è la causa del tragico epilogo finale. Possiamo usare versioni diverse della storia: se il ritardo del casellante, responsabile del passaggio a livello, è dovuto al crollo improvviso di un ponte, non c'è nulla da rimpiangere. Al contrario, se il protagonista era in ritardo a causa della sua pigrizia, allora lo si colpevolizza per l'assenza di puntualità. E se il casellante sarebbe potuto arrivare prima del solito, evitando per puro caso il crollo del ponte, ma non lo aveva fatto? Non sempre è chiaro il confine tra quello che è sotto il nostro controllo e quello che non lo è. Anche perché siamo inclini a pensare una cosa alla volta e in modo troppo veloce. Gli inesperti tendono a credere che anche l'imprevedibile sia sotto il loro controllo: di qui un eccesso di ottimismo. Ma tutto avviene a loro insaputa.

Più in generale, i meccanismi mentali analizzati in questi due primi punti vanno ricondotti alla teoria dei due sistemi di Kahneman, teoria che è sullo sfondo di tutto il suo lavoro.

In sintesi: il sistema 1 corrisponde ai casi in cui pensiamo in modi veloci e automatici. Il sistema 2 invece si riferisce ai modi di pensare più meditati, consapevoli, e lenti. Ecco perché il titolo del libro più famoso di Kahneman è: "Thinking fast and slow", nel senso che prima pensiamo veloce e, di conseguenza agiamo in modi spontanei e impulsivi. Poi, quando ci accorgiamo che ci sono dei problemi o delle difficoltà o che, comunque, è bene riflettere meglio per prendere una decisione o per fare qualcosa, passiamo al sistema 2, cioè a quelli che da sempre sono i processi che nella vita quotidiana consideriamo meditati (e che nella sua lunga tradizione di studi la filosofia ha identificato come caratteristici della Ragione umana).

A prima vista questa non sembra una grande scoperta, e in effetti non lo è, tant'è vero che era stata anticipata da molti studiosi appartenenti alla tradizione britannica di studi della psicologia del pensiero. Però i lavori di Kahneman costituiscono un enorme passo avanti rispetto a quelli dei ricercatori che erano giunti alla stessa proposta teorica perché lo studioso israeliano ha condotto (con l'amico e collega Amos Tversky) tutta una serie di esperimenti che danno fondamento e sostanza a questa distinzione di livelli che investe tutte le azioni umane. Facciamo degli esempi tratti dalla vita quotidiana di alcune delle attività che coinvolgono il sistema 1, quello automatico e rapido. In ordine approssimativo di complessità, a partire da ciò che è più semplice, automatico e di cui siamo inconsapevoli:

- Notare che un oggetto è più lontano di un altro.
- Orientarsi verso la sorgente di un suono improvviso.
- Completare la frase "lento e ...".
- Fare la faccia disgustata davanti a un'immagine orribile.
- Detestare il tono ostile di una voce.
- Rispondere a $2+2=?$
- Leggere parole su grandi cartelloni.
- Guidare la macchina su una strada deserta
- Capire frasi semplici
- Riconoscere che "un'anima mite e ordinata con una passione per il dettaglio" somiglia a uno stereotipo professionale

Al contrario le operazioni assai disparate del sistema 2 hanno come minimo comun denominatore la richiesta di attenzione consapevole. Potremmo dire, in estrema sintesi, che un buon consulente aziendale o finanziario deve cercare con tutti i mezzi possibili di fare in modo che il suo cliente passi dal sistema 1 al sistema 2. In effetti tutti gli errori innescati da modi di ragionare semplicistici, e gravati da un eccesso di emozioni fuorvianti e mal riposte, sono innescati e agiscono nel sistema 1. Viceversa tendono a sparire quando entra in azione il sistema 2.

Ecco alcuni esempi di operazioni effettuate dal sistema 2, sempre in ordine di importanza, dal più semplice al più complesso:

- Prepararsi al colpo di pistola dello starter di una corsa
- Concentrare l'attenzione sui clown del circo
- Stare attenti alla voce di una particolare persona in una stanza affollata e rumorosa
- Cercare una donna con i capelli bianchi
- Frugare nella memoria per identificare un suono molto strano
- Mantenere un passo più veloce di quello che ci riesce naturale
- Controllare l'adeguatezza del nostro comportamento in una situazione sociale
- Contare quante volte compare la lettera A in una pagina di un libro
- Dare a qualcuno il proprio numero di telefono
- Parcheggiare in uno spazio ristretto (per la maggior parte delle persone tranne i garagisti)
- Compilare il modello della denuncia dei redditi
- Controllare la validità di una complessa argomentazione logica

Passare a modalità meno immediate, intuitive, spontanee ed emotive è il compito di ogni buon dirigente o consulente nei confronti dei suoi collaboratori o dei suoi clienti. Questo è particolarmente valido come consiglio nel campo degli investimenti.

Il terzo punto cruciale ha a che fare con la forte tendenza all'avversione per le perdite. Le persone dicono di evitare il rischio in condizioni di incertezza. Ma questo è vero solo se si ha a che fare con guadagni. Ad esempio, considerate il seguente scenario "rischioso":

Alternativa A

- 50% delle probabilità di vincere 200 euro
- 50% delle probabilità di non vincere nulla

Alternativa B

- vincere 100 euro di sicuro

E' forte la propensione intuitiva a preferire B. Sembra ovvio: meglio non rischiare!

Immaginiamo però di incorniciare lo stesso problema in uno scenario di perdite:

Alternativa A

- 50% delle probabilità di perdere 200 euro
- 50% delle probabilità di non perdere nulla

Alternativa B

- perdere 100 euro di sicuro

In questo tipo di scenari la maggior parte delle persone evita la perdita sicura e finisce quindi per preferire l'alternativa rischiosa.

La propensione o l'avversione al rischio in rapporto all'asimmetria psicologica tra perdite e guadagni è alla base di molti comportamenti. Per esempio tra quanto una persona è disposta a pagare per avere un bene e quanto vuole per cederlo. Questo dipende dal fatto che noi ci concentriamo su ciò che possediamo e quindi attribuiamo a questi beni un extra valore soltanto per effetto di questa focalizzazione. Consideriamo, ad esempio, la valutazione di una "vita statistica", intesa come riduzione del rischio di mortalità in una popolazione oppure come la valutazione del rischio da parte di una singola persona. Per esempio, confrontate queste due storie:

1. Immagina di essere stato in Cina, nel periodo e nella località dove è più alta la probabilità di venire contagiati dal Covid19. La tua probabilità di essere stato contagiato è di 0.001 (una su mille).
Quale è la cifra massima che sei disposto a pagare per venire curato?
2. Si cercano volontari per un programma di studio sul Covid 19. Se accetti, ti esporrai a una probabilità di 0.001 (una su mille) di contagio.
Quale è la cifra minima che sei disposto ad accettare per partecipare al programma?

Intuitivamente e spontaneamente le persone sono disposte a pagare, nel caso del quesito 1, cifre molto inferiori a quelle che richiedono poste di fronte al quesito 2. Da un punto di vista meramente statistico le due situazioni sono però equivalenti. Questo dimostra che le nostre valutazioni del risarcimento per un rischio dipendono dal contesto. E qui si apre il grande capitolo, che ho già trattato più volte, dell'assicurazione comportamentale. Il risultato netto è che le persone non si assicurano. Lo vediamo sempre, sistematicamente, anche nell'ultimo dissesto idrogeologico dell'Emilia Romagna capitato nel 2023, persino nelle zone che pochi anni fa purtroppo avevano conosciuto un terremoto terribile.

Kahneman, a questo riguardo, ricorda come, durante la guerra dei sei giorni (Israele contro Egitto), tendeva a immaginarsi guai incombenti. Il suo amico, e compagno combattente per Israele, Amos Tversky lo prendeva in giro perché soffriva e si agitava due volte: prima per le preoccupazioni per pericoli che magari non si sarebbero verificati e poi perché, talvolta, il guaio temuto capitava veramente e bisognava darsi da fare. Ci si preoccupa sempre fuori tempo: anche quando abbiamo a che fare con i nostri risparmi.

Qui va menzionata una lezione di portata più generale che, come cercherò di mostrare, si collega alla teoria del portafoglio di Harry Markovitz, di cui ho già parlato in occasione della recente scomparsa.

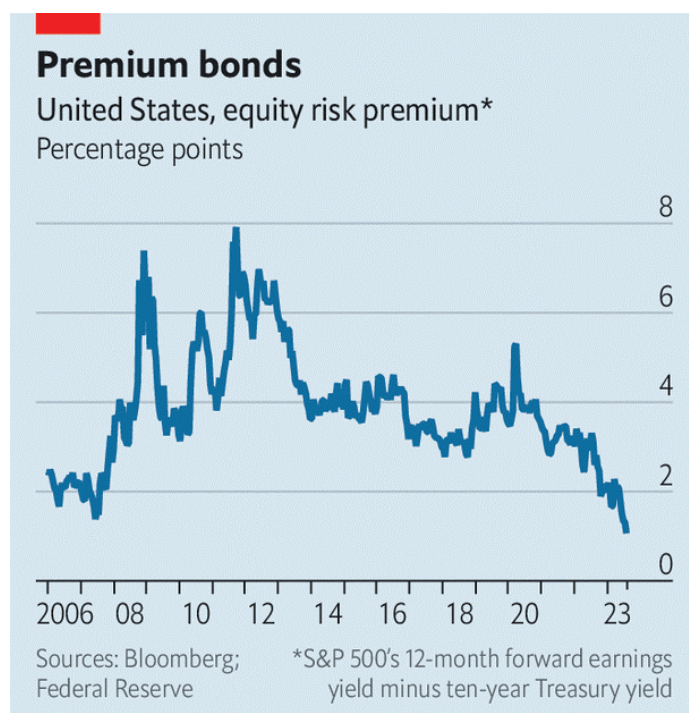
A questo proposito, ricordo un grande e geniale uomo d'azienda, unico proprietario della sua azienda, con cui ho lavorato per anni. Una volta, alla fine di un progetto sbagliato che aveva procurato una perdita irrecuperabile, mi disse:

“Vede professore io prendo circa una dozzina di decisioni a questo livello di rilevanza ogni lustro, quando cioè proviamo a lanciare prodotti veramente innovativi. Io non ho azionisti a cui render conto, come capita invece ai dirigenti di una multinazionale. I dirigenti perdono molte occasioni perché prendono raramente una decisione importante e, se questa si rivela errata, la loro reputazione e la loro carriera ne risentiranno. Nel mio caso, invece, questo non avviene: basta che gli sbagli siano meno dei successi.”

Non sapeva che con questo commento aveva esteso alle decisioni aziendali la teoria del portafoglio del premio Nobel Harry Markowitz recentemente scomparso. Tale teoria, dalle miriadi di applicazioni in campo finanziario e assicurativo, mostra come i rischi di un portafoglio di investimenti sia inferiore alla somma dei rischi delle singole fette che compongono la torta complessiva. Ma solo a patto che gli andamenti nel tempo delle variazioni di valore delle fette non siano correlati. In questo caso infatti perdite e guadagni si compensano e, se i guadagni sono più delle perdite, come avveniva per l'industriale di successo, il portafoglio complessivo crescerà di valore con livelli di rischio complessivi relativamente bassi.

Ancora più in generale, Kahneman ha mostrato una profonda rivoluzione nella concezione del funzionamento della mente. Mentre, nel primo secolo di vita, la psicologia assumeva che i processi mentali inconsci fossero relativamente limitati e circoscritti a sfere specifiche, con Kahneman l'inconscio finisce per coincidere con l'estensione del sistema 1 e pervade ogni sfera dell'azione e del pensiero. Ecco, di conseguenza, la scoperta di tutta una serie sorprendente di applicazioni pratiche dei suoi lavori teorici e sperimentali che non sono intuitive: dai giudizi alle decisioni e alle scelte in campo economico, medico, aziendale e finanziario. In termini generali, come mostrano i tre punti qui succintamente raccontati, si tratta sempre di riuscire ad andare al di là del buon senso e di passare da ciò che è erroneo e fuorviante, perché guidato dagli automatismi del sistema 1, a un livello più meditato, ponderato, e ragionevole che discende dall'intervento del sistema 2.

Morale: imparare la finanza comportamentale ci insegna molto di più di quello che ci serve per saper investire in modo efficace i nostri risparmi.



Lo scenario attuale è molto interessante perché il premio al rischio è quasi scomparso: il premio al rischio è l'extra-rendimento delle azioni per compensare la loro presunta rischiosità. Siamo tornati sotto il livello del 2006. Fonte: Economist modificata.

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

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.