

L'EREDITÀ DI DANIEL KAHNEMAN PER I NON ADDETTI AI LAVORI

Il 27 marzo è morto Daniel Kahneman. A 90 anni era il più grande psicologo vivente. In questa occasione ho fatto uno strappo alla regola e ho fatto delle interviste alla televisione. Una bambina, mia amica, ne ha guardata una e non ci ha capito molto. In effetti non è facile spiegare il suo contributo perché se lo si semplifica troppo sembrano diventare delle banalità e non si capisce come mai gli sia stato assegnato il premio Nobel per l'economia nel 2002. E, viceversa, sul quotidiano italiano più venduto, un mio collega ha spiegato la percezione del valore rispetto ai guadagni e alle perdite in questi termini: "... il rapporto non è una linea retta, ma una curva convessa e molto ripida per le perdite e concava e meno ripida per i guadagni". Perfetto. Una spiegazione perfetta della teoria del prospetto ma è facilmente comprensibile solo per chi la teoria del prospetto la conosce già e non per chi non ne ha mai sentito parlare. Più facile da comprendere la descrizione che dello stesso concetto ha fatto un altro mio collega sul quotidiano economico più venduto in Italia: "... psicologicamente la disutilità di una perdita x è maggiore dell'utilità di una vincita x di pari dimensioni. Di conseguenza la nostra risposta alle perdite è più forte (un po' più del doppio) della risposta a guadagni." Io invece alla bambina ho spiegato che la mia intervista era fatta per i grandi ma le ho semplificato le cose: ho fatto l'esempio di quando le avevano regalato una bambola di pezza a cui si era col tempo molto affezionata al punto che non la lasciava mai. Purtroppo, col passare del tempo, era stata la bambola, sempre più sporca e a brandelli, a disfarsi e i genitori con infinito dolore della figlia avevano dovuto buttarla via e regalarle una nuova bambola che la bambina, nostalgica del vecchio amore, non aveva gradito affatto.

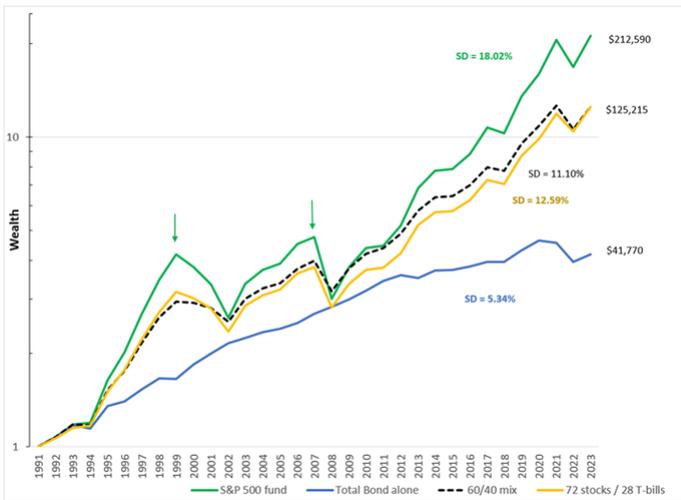
Come dire questo in termini generali? Ecco come io lo ho raccontato ai "grandi":

"... Consideriamo la cosiddetta avversione alle perdite, citata nell'assegnargli il Nobel per l'economia nel 2002. Le persone preferiscono la certezza all'incertezza: ovvio. Ma non è tutto: si può mostrare sperimentalmente che perdere qualcosa che ci appartiene provoca più dolore rispetto alla quantità di gioia provata quando quel bene era entrato a far parte dei nostri averi materiali o spirituali. Di qui emozioni travolgenti come la gelosia, o melanconiche come il rimpianto di fronte a perdite che pur sappiamo irrecuperabili, o ancora la tendenza a investimenti tranquillizzanti in quanto illusoriamente mai perdenti. Se noi misuriamo il rischio semplicemente come oscillazione in su e in giù, non riusciamo a spiegare la paura dell'abbandono negli affari del cuore, e gli impegni, materiali o affettivi, troppo prudenti. Col tempo le cose diventano sempre più nostre e l'estate scorsa Kahneman, durante una cena a Londra con Barbara Tversky, sua moglie, aveva raccontato a mio figlio che Israele aveva potuto scambiare il Sinai con la pace solo quando l'Egitto si fosse rassegnato alla perdita. Kahneman aveva combattuto quella guerra e, al fronte, Tversky dormiva tranquillo all'ombra di un carro armato mentre lui era in ansia: "Non preoccuparti – gli disse l'amico. Non confondere la paura con il pericolo. La guerra è incerta. Corri il rischio di preoccuparti inutilmente o addirittura due volte: adesso e poi, se capita un guaio ..."



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

E poi, un passo ulteriore verso la difficoltà è il come lo si potrebbe raccontare a un consulente/apprendista, mostrandogli questa figura:



Questa figura mostra:

- L'andamento dell'indice più importante del mondo: lo S&P500 che rappresenta l'andamento delle 500 più importanti società per azioni americane, quotate appunto sul mercato azionario dal 1991 fino alla fine del 2023, l'anno scorso (linea verde, quella più in alto).
- L'andamento dell'indice relativo ai bond, cioè il mercato obbligazionario, sempre dal 1991 al 2023 incluso: in poco più di trent'anni è diventato \$41,770 mentre lo S&P500 è diventato \$212,590 (linea blu, quella più in basso)
- L'andamento di un portafoglio misto, composto per il 60% di azioni rappresentate dall'indice azionario e per il 40% di bond (linea nera tratteggiata, in mezzo).
- SD corrispondente a ogni linea: SD è la deviazione standard, cioè lo scarto quadratico medio, una misura dell'oscillazione di una variabile nel tempo. Si noti il confronto delle oscillazioni nel tempo: le oscillazioni del 60/40 sono correlate all'indice ma alla fine rendono quasi la metà: \$212 vs \$125mila.

Abbiamo detto all'inizio che perdite e guadagni non si compensano: lo ha capito bene e sofferto anche la bambina con la bambola. E ce lo ricorda anche la protagonista del racconto Ortiche di Alice Munro, un'altra bambina che narra in prima persona l'estate trascorsa con il cane Ranger e il coetaneo Mike. Mike sarebbe andato via, una volta finito di perforare il pozzo della fattoria. Arriva l'autunno. Il padre parte, e Mike con lui:

“Dovevo sapere che Mike se ne sarebbe andato. Esattamente come sapevo che Ranger era vecchio e che prima o poi sarebbe morto. L'assenza futura l'accettavo – solo che non avevo idea, finché Mike non scomparve, di come potesse essere un'assenza”.

Il racconto è la storia melanconica e commovente di quest'assenza, durata tutta la vita, e di come sia difficile immaginare le conseguenze di ciò che il futuro inevitabilmente ci riserverà. Tutto molto adatto a ricordare in termini generali il messaggio e il contributo di Kahneman (e Tversky).

Come facciamo questi calcoli, se mai li facciamo? Per esempio sono interessanti i giochi presentati come spettacoli: nei programmi televisivi la struttura del gioco è sempre la stessa, ed è semplice.

Ci sono dei premi in denaro, grandi e piccoli (tipicamente da mezzo milione a pochi euro), e molti pacchi, alcuni vuoti e alcuni contenenti i premi. Non si sa quali siano i pacchi con i soldi: all'esterno sono tutti uguali. Il concorrente apre un pacco alla volta. Il presentatore del gioco può offrirgli la possibilità di smettere incassando una cifra certa: il dilemma è tra certezza di un guadagno sicuro e uno incerto: molto più grande.

Immaginiamo che, alla fine, un concorrente sia rimasto con due pacchi. Uno contiene 200mila euro e l'altro è vuoto. Il concorrente, non sapendo dov'è il premio, ha di fronte un dilemma. Continuare e aprire ancora un pacco, sperando che sia quello con 200mila euro? Oppure abbandonare il gioco, accontentandosi della cifra sicura offerta dal presentatore? Ho detto accontentarsi perché la cifra offerta è sempre molte inferiore a quella che si otterrebbe ripetendo lo stesso gioco molte volte. In questo esempio, la cifra che si otterrebbe sui tempi lunghi è esattamente 100mila euro. Giocando più volte, infatti, si vincono 200mila euro oppure nulla, ottenendo in media 100mila euro. E' questo il prezzo "giusto" della scommessa, immaginando di ripeterla innumerevoli volte. E tuttavia i concorrenti sanno che possono giocare solo quella volta, non per molte sere di fila. Succede così che le persone tendono a preferire una vincita sicura, per esempio 65mila euro, rispetto a una possibilità su due di vincerne 200mila. Il concorrente sa già a che cosa gli servono quei 65mila euro. Certo, se vincesse un premio tre volte maggiore, potrebbe fare più cose, ma non vuole correre il rischio, ben più grave, di restare a secco. Questo risultato è ovvio. L'unico brivido, ed è quello su cui si basa il gioco, consiste nel constatare di quanto può scendere la cifra sicura, quella di cui il concorrente si accontenta. Voi che cosa fareste, nel caso appena descritto, se vi offrissero 50mila euro sicuri, cioè la metà del prezzo giusto giocando molte volte? Sarebbero sufficienti per smettere e tornare a casa senza rimpianti? E se fossero solo 20mila?

Immaginate ora un gioco più perverso e subdolo. Vi regalano subito 100mila euro, ma vi costringono a giocare una sola volta. Dovete scegliere tra due perdite: rinunciare di sicuro a 65mila dei 100mila euro appena regalati, oppure avere 50% di perderli tutti e 50% di tenerli tutti 100mila. Che cosa scegliereste? In questo caso la scelta è più problematica: se scegliete la perdita sicura, tornerete a casa con i restanti 35mila euro. Se invece correte il rischio, vi potete forse tenere tutto il regalo iniziale. Questa versione sadica non sarebbe popolare in televisione. E' troppo perfido giocare sulle perdite altrui. In laboratorio, invece, si sono confrontati i comportamenti delle persone di fronte a perdite e guadagni sicuri e incerti. Una volta ho parlato a lungo di questo ipotetico gioco proprio con Kahneman.

Le ricerche mostrano che le persone evitano preferibilmente i rischi quando si tratta di vincere. Corrono invece rischi pur di sfuggire a una perdita sicura. La scoperta di tale asimmetria è stata forse il motivo principale per cui lo psicologo Daniel Kahneman è stato premiato dagli economisti, nel 2002, con il Nobel e la teoria del prospetto è stata ricordata da molti nei necrologi a lui dedicati.

Quando incominciai a studiare psicologia seriamente, all'University College di Londra, passavo spesso di fronte a Jeremy Bentham, imbalsamato dopo sua morte, nel 1832. Bentham è il padre della teoria utilitaristica, che si basa su un calcolo dei possibili vantaggi e svantaggi degli esiti delle scelte che la vita ci presenta. E' una guida forse grezza, comunque sbagliata se suppone che perdite e guadagni siano equivalenti e si compensino. Eppure, in buona sostanza, è ciò che si presuppone quando il rischio viene ridotto alla misura di un'oscillazione (cfr. la prima fogura).

Amos Tversky, il collega di Kahneman che avrebbe anche lui meritato il premio Nobel, se non fosse mancato nel 1996, per spiegare l'asimmetria tra dolori e piaceri, una volta disse:

“Provate a pensare come vi sentite oggi, e a immaginare quanto meglio potreste sentirvi ... ci sono poche cose che potrebbero farvi sentire meglio, ma il numero delle cose che potrebbero farvi sentire peggio è illimitato”. Negli ultimi tempi, non facili per me, o meglio, non facili come quelli di un passato fortunato, mi è capitato spesso di riflettere su questa battuta.

Ecco l'origine del premio al rischio cioè premio per compensare maggiore oscillazione del valore delle azioni nel tempo (vedi sopra). Il premio al rischio oscilla a sua volta nel tempo come potete vedere nella seguente tabella (con il [link](#) per una tabella excel completa).

Year	Earnings Yield	Dividend Yield	Implied Premium (DDM)
1965	5.73%	3.06%	3.32%
1966	6.74%	3.59%	3.68%
1967	5.66%	3.09%	3.20%
1968	5.51%	2.93%	3.00%
1969	6.63%	3.52%	3.74%
1970	5.98%	3.46%	3.41%
1971	5.46%	3.10%	3.09%
1972	5.23%	2.70%	2.72%
1973	8.16%	3.70%	4.30%
1974	13.64%	5.43%	5.59%
1975	8.55%	4.14%	4.13%
1976	9.07%	3.93%	4.55%
1977	11.43%	5.11%	5.92%
1978	12.11%	5.39%	5.72%
1979	13.48%	5.53%	6.45%
1980	11.04%	4.74%	5.03%

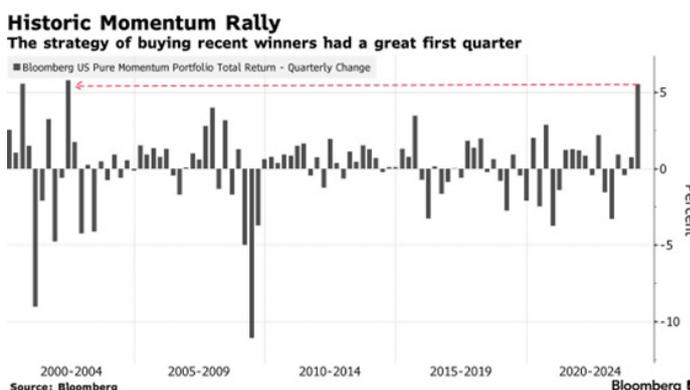
2011	7.72%	2.07%	2.71%
2012	7.18%	2.13%	2.47%
2013	5.81%	1.96%	2.03%
2014	5.49%	1.92%	2.24%
2015	5.20%	2.11%	2.46%
2016	4.86%	2.01%	2.41%
2017	4.67%	1.86%	2.36%
2018	5.92%	2.14%	2.50%
2019	5.03%	1.82%	2.03%
2020	3.72%	1.51%	1.65%
2021	4.33%	1.24%	1.72%
2022	5.72%	1.78%	2.16%
2023	4.61%	1.47%	1.97%

Update: January 2024. In tabella sono indicati, anno per anno, utili, dividendi e premio al rischio delle azioni quotate sullo S&P500. Il premio al rischio oscilla: ad aprile 2024 è quasi azzerato. Cfr. i rendimenti superiori delle azioni nella prima figura: il premio al rischio premia molto chi capisce che poi è un premio al rischio soggettivo, cioè in sostanza alla paura, e non a un pericolo oggettivo.

Quando il premio al rischio è quasi azzerato, come nell'aprile del 2024, questo significa che le azioni sono state richieste al punto tale che il mercato sembra essere diventato impavido. Questo succede nei momenti, in gergo nelle fasi chiamate appunto “momentum”, in cui vengono comprati e ricomprati i vincitori, quasi piovesse sul bagnato.



Ecco sui tempi lunghi l'adozione della strategia “momentum”, e cioè continuare a comprare i titoli di recente “vincenti”. Fonte: Bloomberg modificata.



Ecco, sui tempi di questo secolo, l'adozione della strategia “momentum”, e cioè continuare a comprare i titoli di recente “vincenti”. In genere questi titoli corrispondono a innovazioni tecnologiche trasversali come, recentemente, l'intelligenza artificiale generativa. Fonte: Bloomberg modificata.

Un altro campo di studio trasversale, arricchito profondamente grazie a Kahneman (e Tversky), riguarda i giudizi di probabilità, centrali in discipline come la statistica o l'economia. Le persone giudicano la probabilità di un evento sulla base di quanto sia facile immaginarselo o richiamarlo alla memoria. Questa tendenza fuorviante conduce a distorsioni sistematiche nei giudizi, per esempio al "senno di poi". Dato che le cose effettivamente capitate sono più facili da immaginare di quelle che avrebbero potuto succedere, le persone sovrastimano la probabilità che in passato avevano attribuito agli eventi che poi sono successi. Di qui l'impressione che fosse facile scegliere l'investimento giusto e la sottovalutazione della saggezza consistente nel comprare, dubbiosi, tutto il pagliaio, cioè il mercato, invece di cercare di trovare l'ago prezioso. Ma anche l'origine di sentimenti come il rimorso e il senso di colpa: se lo sapevamo, perché mai abbiamo agito così?

Il quadro teorico generale in cui Kahneman colloca i suoi risultati sperimentali si basa su due punti: il primo è l'estensione dell'inconscio ben al di là del territorio tradizionalmente attribuito a Freud. Tutta la sala macchina dei pensieri e delle emozioni funziona sotto coperta, senza che noi, dal ponte di comando, si abbia una minima idea dei meccanismi dei motori. L'altra manovra consiste nell'ipotizzare due modi di pensare: uno veloce e intuitivo e un altro più lento e riflessivo. Il primo precede il secondo. Di qui il titolo del suo libro più famoso: "Pensare svelti e lenti" (nella traduzione italiana l'ordine è "lenti e veloci" perché suona meglio). I pensieri e le emozioni possono essere automatici e capitare in modi spontanei e immediati. Per esempio: notare che un oggetto è più lontano di un altro, orientarsi verso la sorgente di un suono improvviso, o anche completare la frase "lento e ...". Al contrario delle operazioni del sistema riflessivo siamo consapevoli e tendiamo a produrre meno errori.

Dopo che l'amico Tversky non c'era più, Kahneman si dedicò allo studio della felicità mostrando in modo elegante che non è rilevante la quantità di beni, materiali o immateriali, in nostro stabile possesso ma il flusso: il momento della perdita o del guadagno. Per questo scambiamo come benessere o malessere permanente quello che è l'effetto di uno stato transeunte: per esempio la gioia nel sognare un clima migliore. Ritroviamo tutto ciò nella più bella biografia scritta sull'amicizia con Tversky. Il titolo inglese, perso nella traduzione italiana, è "Undoing Project": "progettare il disfarsi", il disfarsi del mondo in cui viviamo per immaginarne altri. Ma il sottotitolo, come mi ricordò orgoglioso il biografo Michael Lewis incontrato a Venezia, è rimasto: "come due amici hanno cambiato per sempre il nostro modo di pensare".

Nessuno mai in passato ha dato un contributo così grande al campo di studi e di applicazioni che qui a noi interessa.

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.