



## AVVERSIONE ALLE PERDITE

FABRIZIO GHISELLINI\*

- › *Uscite per una passeggiata e trovate per terra una banconota da 50 euro. Tornati a casa, vi accorgete di averla persa. Secondo l'economia convenzionale, i due eventi si compensano e quindi l'impatto sulla vostra utilità dovrebbe essere neutro. Ma è davvero così?*
- › *Ricevete un'offerta commerciale riguardante un qualsiasi oggetto (un telefono, un aspirapolvere, ecc.). L'offerta consiste nel fatto che potete usare l'oggetto gratis per un mese e poi decidere se restituirlo (senza costi) o acquistarlo. Perché nella maggior parte dei casi lo acquistate?*
- › *Vi propongono la seguente scommessa: potete tirare in aria una moneta e, se esce testa, vincete 200 euro, mentre se esce croce ne perdete 150. Nonostante che la probabilità di guadagnare sia maggiore di quella di perdere, rifiutate la scommessa. Perché?*
- › *Avete investito in un'azione, pagandola 10 euro, che non ha fatto altro che deprezzarsi e vale ora 5 euro. La vendete o la tenete, sperando che il suo prezzo torni sui livelli di partenza?*

\*\*\*

Il concetto di avversione alle perdite (AaP) origina dalla constatazione che per un soggetto una perdita provoca una riduzione di utilità maggiore dell'aumento di utilità derivante da un guadagno di entità equivalente.

Per molti studiosi l'AaP è interpretabile come il risultato di un proces-

\* fazioghini@gmail.com



so evolutivo che origina dalla preistoria. Dato che non erano disponibili tecniche di conservazione del cibo, le scorte alimentari dei nostri antenati erano limitate alle immediate necessità. In quella situazione, avere più cibo non faceva una grande differenza; perdere cibo poteva voler dire la morte.

All'AaP faceva già riferimento il grande economista classico Adam Smith, quando scriveva *“Soffriamo di più... quando passiamo da una situazione migliore ad una peggiore, di quanto mai possiamo gioire passando da una condizione peggiore ad una migliore”*<sup>1</sup>.

Il concetto di AaP non è stato tuttavia recepito dall'economia convenzionale, per la quale ad ogni livello di ricchezza corrisponde lo stesso specifico valore assoluto di utilità sia nel caso di valori positivi sia nel caso di valori negativi (l'unica differenza è il segno, positivo per l'utilità e negativo per la disutilità)<sup>2</sup>.

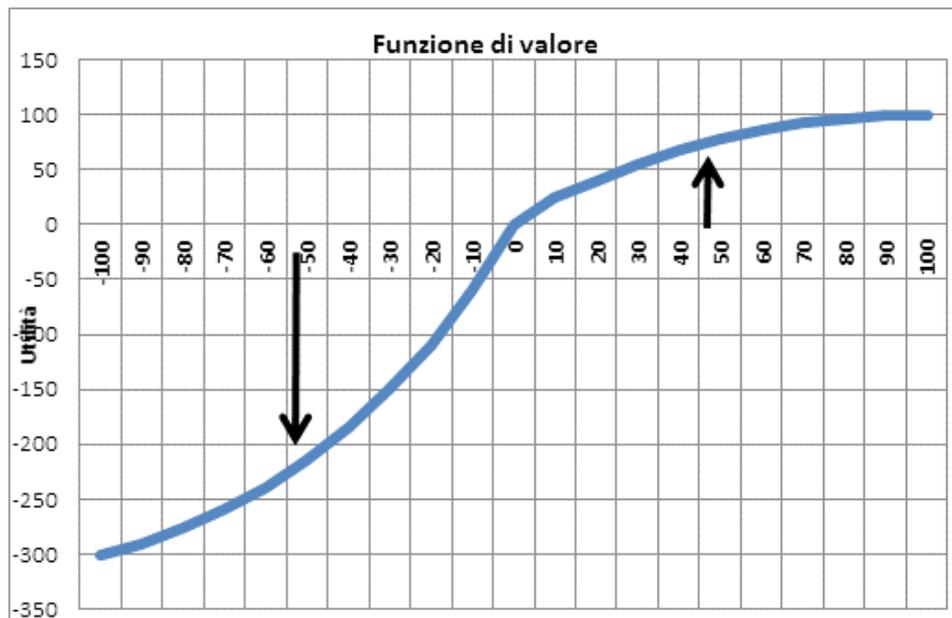
L'AaP rappresenta invece uno dei capisaldi dell'economia comportamentale, a partire dalla TEORIA DEL PROSPETTO elaborata nel 1979 dal premio Nobel Daniel Kahneman e da Amos Tversky<sup>3</sup>. Vi sono alcuni aspetti della teoria estremamente importanti per la definizione dell'Aap. In particolare, secondo la teoria del prospetto:

- le persone prendono le loro decisioni sulla base di variazioni attese (guadagni e perdite) rispetto a un punto di riferimento iniziale soggettivo. Nella teoria economica convenzionale l'utilità è invece associata a livelli, non a variazioni di ricchezza (l'utilità di avere una ricchezza X è quindi la stessa per tutti);
- le variazioni attese rispetto al punto di riferimento iniziale generano valori di utilità che sono descritti da una funzione di valore con andamenti diversi a seconda che si considerino guadagni o perdite. In particolare, la curva è molto più ripida nel quadrante delle perdite rispetto a quella dei guadagni (l'utilità scende in misura maggiore di quanto non aumenti per guadagni equivalenti):

1 A.Smith, "The theory of moral sentiments", 1759

2 Si intende per economia convenzionale il pensiero economico dominante a partire dalla metà del secolo scorso e con la sua più recente formulazione nella scuola dei Nuovi Classici e delle aspettative razionali, che ha fra i suoi maggiori esponenti il premio Nobel Robert E. Lucas

3 D.Kahneman, A. Tversky, Amos, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 1979



Nel grafico (i valori sono esemplificativi) le due frecce evidenziano utilità e disutilità nell'esempio delle due banconote da 50 euro : quando si trova la banconota, si raggiunge un'utilità di 75; quando la banconota viene persa, l'utilità assume un rilevante valore negativo (-225)

La configurazione della funzione di valore genera quindi l'AaP, e spiega perché si è più disponibili a prendere rischi quando si tratta di evitare una perdita.

\*\*\*

Nel campo della finanza comportamentale, si ritiene che l'AaP sia fondamentale nell'originare alcune distorsioni cognitive/emozionali (*bias*) suscettibili di generare decisioni non ottimali di investimento e/o di gestione del portafoglio. Fra le altre distorsioni, sono particolarmente importanti:

1. L'effetto di disposizione (*disposition effect*)
2. L'effetto dei costi irrecuperabili (*sunk costs*)
3. Il *bias* dello status quo



L'effetto di disposizione<sup>4</sup> si riferisce alla tendenza apparentemente irrazionale degli investitori a vendere immediatamente quelle fra le attività finanziarie da loro detenute che acquistano valore e invece a continuare a detenere quelle che si sono deprezzate. Quando si realizza un guadagno, infatti, l'avversione al rischio che prevale nel settore dei guadagni (cfr. grafico precedente) spinge al realizzo istantaneo dei guadagni sicuri conseguiti; l'avversione a cristallizzare perdite di valore spinge invece a rischiare e a non smobilizzare le attività.

L'effetto dei costi irrecuperabili<sup>5</sup> è praticamente una formulazione dell'effetto di disposizione per cui si tiene conto del specifico prezzo pagato per effettuare l'investimento che ha perso valore e si mantiene in essere l'investimento stesso nella speranza che il suo andamento futuro porti a un riassorbimento della Perdita registrata.

Il *bias* dello status quo<sup>6</sup> è più di tipo emozionale, e opera nel senso di ingenerare negli investitori la convinzione che eventuali modifiche alle loro politiche di investimento potrebbero rendere più probabili perdite di valore. In una situazione di incertezza, ogni cambiamento ha uguali probabilità di essere positivo o negativo. Ma dato che nella teoria del prospetto le perdite "pesano" molto di più dei guadagni, l'AaP spinge l'investitore verso una situazione di inerzia che ostacola l'esplorazione di nuove opportunità di investimento.

Mentre l'avversione alle perdite di per sé non può essere definita una distorsione (in quanto elemento innato e ineliminabile della sfera cognitivo\emozionale dell'essere umano) i *bias* appena citati, che originano dall'AaP, sono naturalmente suscettibili di generare effetti finanziari negativi, soprattutto in termini di ulteriore ampliamento di eventuali perdite.

Inoltre l'AaP ha uno specifico effetto frenante sull'investimento azionario, considerato intrinsecamente più rischioso (Barberis et al., 2006)<sup>7</sup>. L'AaP è stata inoltre identificata da molti studiosi come la variabile che spiega il c.d. "enigma del premio azionario" (*equity premium puzzle*). L'enigma consiste nel fatto che la differenza fra i prezzi medi delle azioni e quelli dei titoli di Stato a breve termine (utilizzati come rappresentativi di un investimento privo di rischi) incorpora storicamente un premio per il

4 Per un'analisi più dettagliata cfr. scheda EFFETTO DI DISPOSIZIONE

5 Per un'analisi più dettagliata cfr. scheda EFFETTO DEI COSTI IRRECUPERABILI

6 Per un'analisi più dettagliata cfr. scheda BIAS DELLO STATUS QUO

7 Barberis, N., M. Huang, and R. Thaler. *Individual preferences, monetary gambles, and stock market participation: A case for narrow framing*. *American Economic Review* (2006)



rischio che è un multiplo di quello che gli investitori dovrebbero richiedere sulla base dell'effettivo andamento storico dei mercati azionari. Questa anomalia è stata spiegata da Benartzi e Thaler attraverso il concetto di avversione alle perdite di tipo miope (*myopic loss aversion*)<sup>8</sup>. In pratica, investitori avversi alle perdite che valutano il mercato azionario su orizzonti temporali troppo ridotti possono giungere alla conclusione che esso sia più rischioso di quanto non sia in realtà, e richiedere perciò un premio per il rischio superiore a quello corretto.

Tutti questi effetti della AaP possono essere tuttavia mitigati attraverso processi di educazione finanziaria per gli investitori che siano da un lato indirizzati ad allargare l'orizzonte temporale per la valutazione degli investimenti e dall'altro alla presa di coscienza degli effetti negativi dei bias cognitivi di cui abbiamo parlato.

---

8 Benartzi, S., Thaler, R., *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, The Quarterly Journal of Economics, 1995