

# INVESTIRE NELLE EMOZIONI

PERCHÉ CONOSCERE IL CERVELLO  
FA BENE AL PORTAFOGLIO



## MATTEO MOTTERLINI



**Schroders**

Matteo Motterlini

# Investire nelle emozioni

Perché conoscere il cervello  
fa bene al portafoglio

*Proprietà letteraria riservata*  
© 2014 Schroders

*Prima edizione: marzo 2014*

*Coordinamento editoriale: Blandings.*

*Impaginazione e redazione: Studio Dispari – Milano*

Investire nelle emozioni



# Presentazione

*a cura di Schroders*

Le scelte d'investimento sono tutt'altro che facili. A complicitarle non sono solo le congiunture, le crisi economiche o l'incertezza dei mercati. È la natura umana la prima questione da affrontare, come spiega in questo libro Matteo Motterlini, professore all'Università Vita-Salute San Raffaele di Milano e direttore del CRESA (Centro di Ricerca in Epistemologia Sperimentale e Applicata).

Emozioni, intuizioni e automatismi mentali condizionano le decisioni, portando a conclusioni spesso fuorvianti. Per esempio, molti di noi sono vittime di un'innata avversione alle perdite: pur di non provare il dispiacere della sconfitta, ci precludiamo vittorie – ovvero guadagni – che sarebbero invece a portata di mano. Oppure non sappiamo «ritirarci dal gioco» quando abbiamo perso molto, e finiamo col perdere *troppo*. In alcune circostanze siamo portati a seguire il «gregge», anche se la quantità non è certo garanzia di competenza, in altre tendiamo a contare troppo su noi stessi sovrastimando le nostre capacità predittive o

fidandoci dell'istinto quando non dovremmo, e così via. Nell'una o nell'altra delle molte trappole innescate dalle nostre emozioni siamo caduti tutti, perché a ben vedere siamo soggetti a scelte che di razionale hanno ben poco. Ma c'è una buona notizia: negli ultimi anni, la neuroeconomia, la scienza che studia cosa avviene nel nostro cervello quando prendiamo decisioni economiche e finanziarie, ha fatto passi da gigante. E mostra ogni giorno di più come, nella maggior parte dei casi, gli errori in cui cadiamo siano sistematici e per questo prevedibili: dipendono da come si è evoluto il cervello umano. Prendere coscienza di come le emozioni e gli errori sistematici influenzano il nostro comportamento economico, e imparare a comprendere l'impatto che hanno sulle nostre scelte e in ultima analisi sul nostro benessere, è quindi la nuova, importante frontiera in tema di investimento e di risparmio.

Pertanto Schroders, società internazionale di gestione del risparmio, ha deciso di muoversi attivamente in questo campo proponendo nel 2013 *Investimente.it*, la prima iniziativa in Italia che mette i principi teorici della neuroeconomia concretamente al servizio di consulenti d'investimento e risparmiatori. Attraverso la compilazione di un test online – progettato da Matteo Motterlini e basato sulle recenti ricerche di finanza comportamentale – mira a individuare gli aspetti emotivi e gli automatismi mentali

che influenzano il processo decisionale dell'investitore e suggerisce come tenerne conto e possibilmente evitarli. Un'iniziativa di carattere scientifico non solo nelle premesse ma anche nelle finalità. I dati, raccolti in forma anonima, sono andati a costituire un database dinamico che consentirà nel tempo di accrescere le conoscenze sul rapporto tra psicologia e decisioni finanziarie.

L'obiettivo è aiutare promotori finanziari e *private banker* a conoscere meglio i propri clienti e aiutare gli investitori a conoscere meglio se stessi, per una relazione professionale più soddisfacente e scelte d'investimento più consapevoli e ragionate. Siamo entrati nell'«epoca delle relazioni»: rimarrà e prospererà solo chi si accorgerà che i clienti non sono semplicemente «consumatori», ma soprattutto esseri umani. Nella logica dell'evoluzione della consulenza finanziaria, la gestione dell'emotività dovrebbe rappresentare un caposaldo del modello di *client management*. Un pilastro complementare a quello della più tradizionale pianificazione finanziaria, legata a parametri razionali e oggettivi. Questo implica una raccolta sistematica di informazioni anche attraverso questionari che non solo tengano presente l'appetito per il rischio dell'investitore, i suoi obiettivi finanziari e l'ammontare di reddito percepito, ma siano capaci di indagare anche livello di stress, valori emotivi e tratti della personali-



tà. Questo patrimonio informativo costituisce la premessa imprescindibile per definire le modalità comunicative che il consulente deve adottare e per proporre strategie di investimento più adeguate alle reali motivazioni dell'investitore. Ed è questo che in ultima analisi definisce il livello di servizio ricevuto dal cliente e la sua soddisfazione. In tale ottica, la finanza comportamentale rappresenta la nuova frontiera evolutiva del modello di consulenza 2.0.

In questo libro, che risponde anche alle esigenze di approfondimento emerse dall'esperienza di *Investimente.it*, Matteo Motterlini attinge alle ricerche più aggiornate per illustrare come funziona il nostro cervello quando prendiamo decisioni di tipo finanziario, quali sono le trappole mentali in cui più facilmente cadiamo, e quali potenzialità possa esprimere in sé una «economia emotiva». Evidenzia così come, per comprendere i meccanismi dei mercati reali, non basti limitarsi alla loro conoscenza ma occorra essere consapevoli dell'influenza delle emozioni sui nostri comportamenti; e come questo valga tanto per gli analisti quanto, e a maggior ragione, per chiunque, risparmiatore o consulente, si trovi a fare scelte d'investimento. Perché un dato fondamentale che emerge dalla lettura di queste pagine è come l'utilità della finanza comportamentale non dipenda dal livello di competenza del decisore: anche gli esperti possono sbagliare, a volte cadendo nelle medesime trappole

dei «profani», a volte in altre indotte specificamente dall'eccesso di sicurezza o di ottimismo, o addirittura di informazione. Impossibile dunque «schivare le trappole mentali»? No, ma è indispensabile sapere che esistono, quali sono e in quali circostanze vi siamo più esposti.

La crisi economica ha accentuato l'esigenza di una più diffusa cultura finanziaria, da un lato, e dall'altro l'emotività e l'avversione al rischio degli investitori. Per Schroders i due aspetti sono collegati. Fare educazione finanziaria significa accrescere le conoscenze non solo sulla dimensione oggettiva e razionale degli investimenti (tipologie di prodotti, mercati, ecc.) ma anche su quella soggettiva e irrazionale. Apparirà chiaro quindi perché una società di *asset management* abbia scelto di investire in un progetto come *Investimente.it* e perché oggi dedichi a tutti i consulenti finanziari e investitori questo libro: consapevole della propria responsabilità sociale, Schroders si propone infatti di contribuire a migliorare il mondo del risparmio gestito. Oggi più che mai appare necessaria, da parte dell'investitore, una maggiore consapevolezza nelle scelte d'investimento e, da parte del consulente, una maggiore capacità di considerare gli aspetti emotivi nella profilazione del cliente. Il vantaggio di questo «investimento in conoscenza» risulta poi amplificato se alla maggiore consapevolezza che esso porta aggiungiamo le possibilità, che la finanza com-

portamentale offre, di migliorare la qualità della comunicazione tra il risparmiatore e il consulente, per un modello «evoluto» di gestione del cliente.

Così come *Investimente.it*, il libro di Motterlini va esattamente in questa direzione. È un necessario approfondimento, ricco di informazioni ma non tecnico, godibile grazie anche ai molti esempi e casi tratti da situazioni quotidiane. È uno strumento per supportare i consulenti finanziari nello svolgimento della loro attività, per affinare i metodi di dialogo e interazione con i propri clienti e aiutarli a sensibilizzare questi ultimi sul tema. È un ausilio per il risparmiatore che, prendendo coscienza delle sue vulnerabilità e dei possibili «rimedi», potrà guardare in modo più consapevole alle proprie decisioni d'investimento. Una rapida lettura dai risultati durevoli: una presa di coscienza reciproca, per favorire una sorta di autodisciplina dell'investitore e scelte di investimento sempre più ragionate.

Perché, come sottolinea Motterlini, se il mercato non è la somma di decisioni perfettamente razionali postulata dalle teorie economiche classiche, non è però neanche un dio cieco da cui diffidare. È un insieme di processi, anche emotivi, da governare, cercando di avvicinarsi alla saggezza di Ulisse: imparando a riconoscere i limiti della propria razionalità, e a non farsi ammaliare dalle sirene.

Investire nelle emozioni



## INTRODUZIONE

### E tu che investitore sei?

Negli ultimi anni i risparmiatori hanno vissuto molti momenti di passione, in un succedersi continuo di tonfi e rimbalzi del mercato. Mai come in questo periodo occorre essere consapevoli che la paura a breve termine è il fattore più distruttivo per la ricchezza a lungo termine.

Se l'obiettivo è ottenere un ritorno dall'investimento (ROI – *Return on investment*) allora conviene imparare anche a controllare il proprio personalissimo ritorno emotivo (EROI – *Emotional return on investment*). Vi sono momenti in cui questa, e solo questa, è la chiave per essere buoni investitori. Il punto, infatti, non è tanto come si sta comportando il vostro portafoglio titoli (quasi certamente male!), *ma come vi state comportando voi rispetto a esso*. Per semplificare: prendete un normalissimo ETF su qualcuna delle principali piazze d'affari; dal 2004 al 2008 ha perso in media l'1,9 per cento. Quanto ha perso l'investitore medio nello stesso periodo? L'8,2 per cento. Evidentemente il problema non è fuori di noi – i titoli si sa

vanno su e giù, e a volte vanno persino spaventosamente giù – *ma dentro di noi*. Perché anche posto che si sia stati così razionalmente abili da scegliere i migliori titoli sul mercato, non è detto che si sia anche così emotivamente saggi da riuscire a tenerseli.

Che fare? Per esempio provare a capire *che tipo di investitori siete*. Conoscere la propria personalità e il proprio «profilo emotivo» può aiutare a individuare ciò che è meglio per noi e di fronte a quali situazioni siamo maggiormente vulnerabili. Le nuove affascinanti ricerche di finanza comportamentale mostrano che alcuni tratti della personalità (che una volta diventati adulti restano sostanzialmente invariati) sono associati a precisi stili di investimento e ad altrettanti errori tipici. Per esempio, le personalità socievoli ed emotivamente stabili hanno una maggiore ricchezza netta e migliore ritorno annuale dai propri investimenti. I riflessivi e coscienziosi tendono a lasciare correre le perdite troppo a lungo. Gli estroversi hanno un buon ritorno dagli investimenti durante i periodi di crescita dei mercati ma fanno decisamente peggio nei periodi di contrazione. La sensibilità emotiva agisce invece in direzione esattamente opposta. Le persone più umorali e più inclini alla tristezza sembrano difendersi meglio nelle fasi di ribasso dei mercati, ma sono penalizzate da un'eccessiva avversione alle perdite nella fasi di rialzo.

Dal novembre del 2007 gli investitori sono chiamati a compilare, secondo la direttiva comunitaria

MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), un questionario sulle loro «conoscenze ed esperienze in campo finanziario», ma a sei anni di distanza dalla sua introduzione ancora nulla viene chiesto e detto loro sulla conoscenza di se stessi come decisori finanziari, cioè dei meccanismi mentali e dei condizionamenti emotivi che determinano le scelte di tutti noi. Vi sono fasi di mercato in cui è questo tipo di ignoranza a causare i danni maggiori. Anche per colmare questa lacuna, in collaborazione con Schroders e in partnership scientifica con il CRESA (Centro di Ricerca in Epistemologia Sperimentale e Applicata dell'Università San Raffaele), chi scrive ha progettato uno stress test per i risparmiatori e i consulenti finanziari (non per le banche!). Si chiama *Investimente.it* ed è un test psicofinanziario, complementare al questionario MIFID, che mira a individuare i principali aspetti emotivi e cognitivi che possono condurre a scelte di investimento errate.

Conoscersi meglio per investire meglio, questo è l'obiettivo. «Portare a terra» la finanza comportamentale a beneficio delle scelte di consulenti e risparmiatori significa infatti, anzitutto, rendersi conto che quando prendiamo delle decisioni le trappole mentali in cui cadiamo sono ricorrenti, ostinate e sistematiche perché dipendono da come è strutturato il nostro cervello. Dall'avversione alle perdite all'illusione di sapere, dall'eccesso di ottimismo alla



familiarità, dall'effetto gregge alla «legge» dei piccoli numeri, dall'eccessiva sicurezza di sé all'effetto disposizione: siamo predisposti a incorrere in errori di valutazione. Non c'è modo migliore di smascherarli che mettersi alla prova. Da questa prospettiva, *Investimente.it* è uno strumento che trasferisce la teoria in pratica in modo inedito, immediato e soprattutto intuitivo, fornendo suggerimenti personalizzati. Questo libro si pone nel solco dello stesso progetto e condivide identici obiettivi. Basato su una serie di articoli apparsi in diversa forma sulle pagine del «CorrierEconomia», l'inserto settimanale del «Corriere della Sera», negli ultimi cinque anni, *Investire nelle emozioni* approfondisce i temi della finanza comportamentale in modo semplice, pratico, amichevole, fornendo indicazioni pronte per l'uso.

## Dimmi cosa provi e ti dirò come investi

I mercati, come tutti noi, non solo hanno una «mente», ma anche delle «emozioni». Forse lo abbiamo sempre sospettato, ma eravamo lontani dal poter concepire quanto la loro influenza fosse pervasiva, ricorrente, sistematica e, pertanto, prevedibile. Certo, se la nostra mente fosse governata esclusivamente da processi di tipo razionale e deliberato, e il nostro cervello fosse costituito dalla sola corteccia prefrontale (quella parte cioè che ci distingue dai rettili e dagli altri mammiferi, dove hanno sede le attività cognitive «superiori»), allora le teorie della finanza tradizionale sarebbero un eccellente strumento analitico per indagare il funzionamento dei mercati reali. Tuttavia, se così fosse, più che abitanti del pianeta Terra saremmo extraterrestri. Magari vulcaniani dalle orecchie a punta, dotati di una notevole mente matematica, e del tutto incapaci di provare emozioni, proprio come il dottor Spock di *Star Trek*. Ma tranne in casi rari, la vita dei mercati non si consuma sullo schermo piatto di un televisore, e la nostra finanza emotiva è molto

più ricca, varia, viva, astuta, bizzarra, estrosa e divertente di quella che si trova sui manuali del buon risparmiatore.

Già nel Seicento, la saggezza del filosofo e abate Blaise Pascal ci ricordava che «il cuore ha delle ragioni che la ragione non conosce». Le neuroscienze cognitive oggi ci dicono con più precisione e realismo in che cosa tali «ragioni» consistano. Applicando questi risultati all'ambito delle decisioni finanziarie, ecco che possiamo arrivare a catturare il comportamento del nostro investitore emotivo.

Per esempio, se il vostro sentimento dominante è la paura (fate attenzione: non la paura che il mercato possa crollare, ma la paura in generale, magari indotta da fenomeni che con il denaro non hanno nulla a che fare), allora è probabile che siate avversi al rischio. Una persona spaventata è insicura e ha la sensazione di non avere le cose sotto controllo. Chi è preda della paura, di fronte a un mercato in calo, venderà. Viceversa, non sarà questo l'atteggiamento di chi prova un'emozione sempre di valenza negativa, ma di diversa alchimia, come la rabbia. Curiosamente le persone arrabbiate sono perfettamente a loro agio nell'assumersi rischi elevati, proprio come le persone felici. Contrariamente ai paurosi, gli arrabbiati, una volta identificato il nemico, hanno (o ritengono di avere) il controllo della situazione. Di fronte a un mercato che scende, costoro manterranno

pertanto le loro posizioni. Inoltre, sebbene le persone felici, o addirittura euforiche, facciano ampio uso di «scorciatoie cognitive», valutino cioè frettolosamente le informazioni disponibili e le ipotesi alternative e impieghino meno tempo per ogni singola scelta, esse hanno più fiducia nella bontà delle loro decisioni di quanta ne abbiano le persone tristi o depresse. Queste ultime, infatti, sono ben più sagge: non sovrastimano le proprie abilità, e non sottostimano i rischi. D'altra parte, però, sono iper-vigili, ansiose, schiacciate dall'incertezza, e soprattutto pesano in misura sproporzionata le perdite. Un'azione rapidamente colata a picco, per esempio, rappresenterà per un investitore felice e ottimista un'opportunità offerta dal mercato, mentre l'investitore depresso e pessimista vi leggerà il chiaro segnale dell'inizio di una recessione globale. Del resto, ciascuno di noi non può che valutare i cambiamenti della propria ricchezza in funzione del modo personalissimo con cui diamo significato ai guadagni e alle perdite; e questo significato è sempre relativo a un punto di vista distorto sistematicamente dalle emozioni. Per esempio la paura, e gli ormoni che essa rilascia, determinano corte vedute, pensiero concreto, giudizi poveri e poco flessibili. Ma quando il suo effetto si dilegua iniziamo a scorgere opportunità dove prima c'erano solo pericoli.

Quando una stessa emozione è non solo privata e personale, ma condivisa da molti o moltissimi, è

possibile trovarsi nel bel mezzo di un «esperimento in vivo» su larga scala. Si pensi, anche se l'esempio è particolarmente tragico, all'11 settembre 2001: il sentimento prevalente durante le due settimane successive all'attacco terroristico è stato la paura, a cui si sono collegate vendite straordinarie. A questo punto però nel popolo americano (e non solo) ha iniziato a montare la rabbia, a cui non si è associata solo la lunga preparazione della «guerra al terrore», ma anche la durevole crescita dell'indice americano.

Infine, è evidente che se le nostre emozioni sono influenti, lo saranno tutti i mezzi atti a modificarle: tetraidrocannabinolo (hashish), alcol e benzodiazepine (ansiolitici) hanno per esempio effetti simili riguardo al modo in cui influenzano la propensione al rischio. Le persone che fumano qualche spinello di fronte a due opzioni tendono a preferire quella con il ritorno più alto, ma con più basse probabilità di vincita, rispetto al gruppo di controllo trattato con un placebo. E tendono a persistere in quella scelta anche dopo aver perso soldi, contrariamente al gruppo di controllo. Alcol, tranquillanti e ansiolitici stimolano la propensione al rischio in modo ancora più accentuato. Come è noto, l'incremento delle vendite di droghe psicoattive come il Prozac – aumentate da 131 milioni di dollari nel 1988 a 233 milioni dieci anni dopo – è stato indicato come uno dei possibili fattori che hanno contribuito a generare la bolla di

Internet. Gli studi di risonanza magnetica funzionale mostrano come gli inibitori della ricaptazione della serotonina diminuiscano l'attivazione dell'amigdala, quella parte del cervello deputata all'elaborazione della paura. Prozac e simili, perciò, nel ridurre paura e ansia, non solo generano un cieco ottimismo, ma stimolerebbero anche comportamenti di aggregazione sociale e, con ciò, l'effetto «gregge».

Ma non crediate che le emozioni siano lì solo per sabotare i vostri investimenti; in alcuni (pochi) casi fortunati, sono quella sorta di inconscio cognitivo che permette al contrario di fare la cosa giusta in un «batter di ciglia». È il caso di George Soros, il quale decide se modificare la propria posizione sul mercato quando – come racconta il figlio – «la schiena inizia a fargli male da morire. Gli viene letteralmente un crampo: è il primo avvertimento». Soros deve aver capito che, affinché i fragili fili della ragione mettano in atto i loro piani, occorre un aiuto speciale, un meccanismo viscerale: un po' di passione che li assista.

## Le variabili nascoste della psicologia umana

Sentiamo continuamente dire che «i mercati sono dominati dalla psicologia» e che la crisi rischia di avvitarsi su se stessa a causa di «fattori irrazionali». Raramente queste affermazioni sono seguite da una spiegazione convincente, sottendendo invece che psicologia e irrazionalità umana agiscano da variabili nascoste del tutto incontrollabili. Se la crisi ci ha obbligato a prendere atto della loro influenza, allo stesso tempo non sappiamo come trattarle, perché non rientrano nei tradizionali modelli della teoria economica.

Il Premio Nobel per l'Economia Robert Shiller ha sostenuto che l'origine della crisi dei mutui subprime del 2008, per esempio, è il risultato di fattori psicologici prima ancora che economici, frutto dell'«irrazionale euforia» che a sua volta è stata generata dalla prospettiva di «guadagni incessanti». Oltre trent'anni di ricerche nell'ambito dell'economia comportamentale e gli ultimi esperimenti neuroeconomici ci insegnano che l'irrazionalità umana segue percorsi precisi: è sistematica e pertanto prevedibile.

Sappiamo, per esempio, che la sola anticipazione di un guadagno monetario (la suddetta prospettiva di guadagni incessanti) attiva i cosiddetti centri della ricompensa, quelle aree viscerali del nostro cervello ricche di innervazioni dopaminergiche che ci fanno provare piacere, lo stesso indotto da sesso, dolci, cocaina e macchine di lusso. E sappiamo che un'attivazione di queste aree può stravolgere la corretta percezione della relazione tra rischio e rendimento, sbilanciandola a favore di quest'ultimo. Il nostro cervello inoltre traffica con l'incertezza in modo del tutto particolare: risponde con prontezza all'anticipazione di una grossa vincita, ma non all'aumentare o diminuire delle probabilità di ottenerla. L'anticipazione di un guadagno è processata automaticamente e istantaneamente, mentre la stima delle sue probabilità avviene solo in un secondo tempo, in modo riflessivo e deliberato. Come dire che la possibilità di vincere è qui e ora nella stanza, mentre le probabilità sono fuori dalla finestra. Sappiamo inoltre che perdere fa molto male. Per essere precisi: fa più male perdere una certa somma di quanto faccia piacere vincere la medesima somma. Uomini e scimmie (educate all'uso del denaro) manifestano entrambi un'avversione alle perdite che affiora nelle identiche proporzioni e che sembra inscritta nei loro geni.

Certo, sarebbe magnifico avere una totale insensibilità al dolore e un'infinita capacità di provare pia-



cere. Ma se l'evoluzione avesse seguito questo corso, probabilmente non saremmo qui a parlarne. Per gli ominidi, un sistema di allarme che avesse sottostimato i rischi gravi (perdere una preda o un rifugio) sarebbe stato fatale. Non stupisce constatare che più la situazione è ambigua, complessa e incerta e maggiore è la risposta istintiva ed emotiva in termini di ansia e paura. A occuparsene sono specifiche regioni cerebrali. Per esempio, la maggior parte dei soggetti sani, dopo una serie di perdite finanziarie, evita il rischio. Spesso è il dolore per le perdite subite a condizionare le decisioni future. Non così per i pazienti cerebrolesi. In particolare coloro che a causa di un ictus o di un tumore hanno subito un danno selettivo all'insula – un'area sottocorticale del cervello che elabora emozioni negative come ansia e disgusto – sono insensibili al rischio e continuano a investire in asset rischiosi anche dopo aver perso nei turni precedenti. Per tutti gli altri, si stima che dopo una crisi ci voglia un decennio per tornare a «trafficare» con il rischio come prima.

Le emozioni in generale sono detonatori e potenziatori di errori cognitivi. Ma non tutte le emozioni fanno gli stessi danni. Per esempio, la paura è diversa dal panico. La paura è uno stato emozionale anticipatorio che ci prepara ad agire. Come è noto, viene intercettata dall'amigdala, la quale attira la nostra attenzione sul pericolo e prepara il corpo a fronteggiar-

lo attraverso il rilascio di ormoni quali adrenalina e cortisolo. Questi portano ipervigilanza, corte vedute, pensiero concreto, giudizi poveri e poco flessibili e una visione del mondo in bianco e nero. Di questi tempi, un'attivazione dell'amigdala probabilmente vi farà preoccupare per i vostri risparmi. Il panico invece è un'emozione reattiva, caratterizzata dall'urgenza ad agire istantaneamente. Il panico trasforma con facilità un risparmiatore con un orizzonte di investimento di dieci anni in uno con un orizzonte di dieci minuti. Basta un momento di panico per mandare a monte in un batter di ciglia una lunga e ben congegnata strategia di investimento.

Al contrario di quanto siamo abituati a credere, le decisioni finanziarie non hanno necessariamente a che fare con il denaro. Riguardano motivi intangibili, come evitare le perdite o non provare rimpianto. Hanno a che fare con la rabbia, la frustrazione, l'invidia, l'orgoglio, l'onore e – mai come negli ultimi tempi – con la paura e il panico, ovvero con la mancanza di ottimismo e di fiducia. Per questo accanto ai professionisti delle variabili economiche ci vorrebbero i professionisti delle «variabili nascoste»: governi, banche centrali e istituzioni finanziarie dovrebbero insomma dotarsi al più presto di una «Emotional Task Force».

## Ma quanto ci costano le emozioni?

Poche cose generano emozioni forti come il denaro. Perderlo suscita rabbia, paura e tristezza; guadagnarlo, soddisfazione e senso di sicurezza; vincerlo, gioia e piacere puro. Tra gli enormi passi avanti che la scienza delle emozioni ha fatto negli ultimi decenni c'è la scoperta, per esempio, che la percezione del rischio e l'anticipazione del rendimento impegnano ben più le aree emotive del nostro cervello che quelle razionali.

Come abbiamo visto, le emozioni sono utili per la nostra sopravvivenza. Sono scorciatoie viscerali che ci fanno risparmiare tempo ed energie, e che ci preparano a reagire all'istante agli stimoli dell'ambiente che ci circonda. Per molti aspetti sono straordinariamente efficienti e hanno dalla loro la saggezza dell'evoluzione. Per esempio quando ci fanno perseguire un obiettivo, scappare da un pericolo o ci consentono di cogliere l'espressione, e quindi le intenzioni, sul volto di una persona. Al nostro cervello bastano infatti trenta millesimi di secondo, un battito di ciglia,

per intercettare la paura sul volto di qualcun altro, un lasso di tempo in cui il cervello *sa* prima ancora che lo sappiamo noi. La caratteristica principale dei nostri stati affettivi è che essi ci guidano da dietro la cortina della piena consapevolezza. Sono una sorta di pilota automatico, l'opzione di default del nostro meccanismo cerebrale, che ci porta in una direzione piuttosto che un'altra, senza che ce ne rendiamo pienamente conto. Come ciò accada, anche in contesti finanziari, ce lo mostra un semplice esperimento.

Immaginate di dover prendere una decisione di investimento, per esempio se comperare azioni o obbligazioni. Solo che prima di decidere cosa fare, lo sperimentatore cerca di indurvi a provare una certa emozione, effetto che ottiene mostrando delle semplici *emoticons*, ovvero faccine arrabbiate, spaventate o felici. Semplici, sì, ma incredibilmente influenti! Infatti, i risultati di questo esperimento mostrano con chiarezza che dopo aver visto una faccina felice i soggetti si orientavano verso l'opzione di investimento rischiosa, ma invertivano le proprie preferenze dopo aver visto una faccina spaventata. Curioso no? Ancora di più se consideriamo che tutto ciò avviene in modo subliminale, senza cioè che i soggetti ne siano consapevoli. Infatti alla domanda diretta, posta ovviamente solo al termine dell'esperimento, se fossero stati influenzati dalle emoticon a cui erano stati esposti, i soggetti rispondevano in

modo negativo. A riprova che l'influenza delle emozioni agisce in modo inconscio.

L'altro aspetto degno di nota è che l'emozione indotta in un contesto (faccine) protrae il suo effetto in un contesto diverso (investimento) da quello in cui quella stessa emozione si è generata. E ciò senza alcuna logica apparente: ma che tipo di differenza potrebbe mai fare una faccina spaventata sulla mia decisione riguardo a cosa investire? In verità noi siamo di continuo stimolati emotivamente dall'ambiente in cui viviamo – attraverso le notizie, la pubblicità, le persone che ci stanno vicino, quelle con cui lavoriamo – e questi stimoli possono influenzare le nostre decisioni più di quanto siamo disposti a credere.

## Social network & previsioni: chi ci tiene d'occhio (e come)

Come abbiamo detto, le emozioni sono importanti: gli alti e bassi che sperimentiamo tutti i giorni influenzano profondamente le nostre decisioni individuali. Ma quanto vale per i singoli non potrebbe anche darsi per la società nel suo complesso? E, in caso affermativo, lo stato d'animo condiviso dai più può costituire un indicatore economico? Potremmo arrivare a predire l'andamento di un indice borsistico dalla constatazione che la gente è arrabbiata, triste, indignata, felice o tranquilla? È possibile fare soldi misurando l'umore della folla?

Se lo è chiesto un gruppo di informatici e statistici dell'Università dell'Indiana<sup>1</sup> cercando la risposta nell'unico luogo in cui sarebbe stata accessibile: i social network. Nello specifico i ricercatori hanno scandagliato i messaggi su Twitter per otto mesi nel 2008 (da marzo a dicembre) e analizzato circa dieci

1 J. BOLLEN, H. MAO, X.J. ZENG, *Twitter Mood Predicts the Stock Market*, in «Journal of Computational Science», 2(1), 2011.

milioni di tweet, vale a dire 2.700.000 utenti, grazie a sofisticati algoritmi (creati da Google) che rilevano le emozioni attraverso l'analisi semantica dei messaggi (per esempio post che iniziano con le parole: «Mi sento...»). Lo strumento si chiama Google Profile of Mood States e registra sei stati umorali: felicità, gentilezza, allerta, sicurezza, vitalità e tranquillità. Gli stati emotivi registrati sono stati messi in relazione statisticamente con l'indice Dow Jones. Il risultato è il seguente: «I dati indicano che i valori di chiusura dell'indice DJIA possono essere predetti con un'accuratezza dell'87,6 per cento includendo una specifica dimensione dello stato emotivo delle persone: la calma». In pratica ciò significa che se potete effettivamente misurare la «calma della folla» in un dato momento, avrete un'alta probabilità di indovinare che l'indice DJIA (a tre giorni di distanza) salirà.

Apparentemente questo è l'unico dei sei stati emotivi sociali che esibisce una correlazione significativa. Perché proprio la calma debba avere valore predittivo e per quale meccanismo psicologico ciò avvenga, gli autori non ce lo dicono; e anche chi scrive non azzarda un'ipotesi. Ma il risultato è interessante e promette di essere influente. Scandagliare i social network per ottenerne predizioni non sarà una moda passeggera. Google Trends, per esempio, consente di «prevedere» come si comporterà un film al botteghino in base all'analisi delle ricerche nella categoria «film/

cinema», oppure come andranno le immatricolazioni d'auto il prossimo mese. Attraverso Google Flu Trend si è scoperto addirittura che determinati termini di ricerca sono validi indicatori del propagarsi dell'influenza.

Non c'è da sorprendersi allora se arriveremo all'analisi delle emozioni sociali e alla loro influenza economica. C'è già il nome pronto per la disciplina: *socioeconomics*.



## È tutta questione di cervello

Cosa fai oggi con i tuoi risparmi: li investi in azioni o in obbligazioni? In un affascinante capovolgimento della logica che sta dietro la maggioranza degli studi di neuro-immagine – ovvero quegli studi in cui, dato uno stimolo, si osserva grazie alla sofisticata tecnologia della risonanza magnetica funzionale (fMRI) cosa accade nel cervello<sup>2</sup> – un neuroscienziato di Stanford, Brian Knutson, e un neuroeconomista di Caltech, Peter Bossaerts, si sono chiesti se fosse possibile pre-

2 Le tecniche di imaging funzionale con risonanza magnetica permettono di quantificare un segnale magnetico dipendente dal diverso afflusso di sangue. Ogni compito che il cervello svolge richiede alimentazione, fornita dal sangue ossigenato. Quando il cervello svolge un qualche compito e recluta una particolare area, quell'area attira a sé più sangue ossigenato di quanto gliene serva. Ne consegue che le zone principalmente coinvolte in un certo compito sono anche quelle in cui la percentuale di ossiemoglobina è maggiore. Gli scanner fMRI possono calcolare un segnale magnetico emesso dal «carburante» cognitivo, e dipendente dal rapporto tra densità locale di ossi- e deossiemoglobina: il cosiddetto segnale BOLD.

vedere il nostro comportamento in ambito finanziario (per esempio riguardo alla decisione se investire in azioni o in obbligazioni), osservando gli specifici circuiti neurali che si attivano *prima* di una determinata scelta.<sup>3</sup> Se così fosse, avendo la possibilità di «guardare dentro» al cervello di un investitore mentre fruga a caccia di motivi per comperare azioni oppure obbligazioni, sarebbe possibile sapere cosa farà ancora prima che lo faccia, in base alla sua attività cerebrale. Vi sembra poco? Sappiate che si potrebbe addirittura prevedere, e magari perfino farvi evitare, una decisione sbagliata.

Per comprendere l'effetto che i dati sperimentali raccolti dai due studiosi potrebbero esercitare sui risparmi e gli investimenti di tutti noi, occorre conoscere un paio di rudimenti sia di teoria finanziaria sia di anatomia. Per cominciare: ogni scelta finanziaria che si vuole razionale non può prescindere dal considerare la relazione tra rischio e rendimento atteso. Banalmente, per scegliere la strada più accidentata chiediamo un «premio per il rischio»: altrimenti chi abbandonerebbe la via più sicura? Gli investitori dovrebbero cioè essere disposti a sopportare un maggior rischio (acquistando per esempio un'azione) laddove questo sia compensato da un maggiore

3 B. KNUTSON, P. BOSSAERTS, *Neural Antecedents of Financial Decisions*, in «The Journal of Neuroscience», 27(31), 2007.

rendimento rispetto a un titolo meno rischioso (per esempio un'obbligazione).

Tecnicamente si dice che il rendimento cresce linearmente al crescere del rischio. In parole semplici: chi rischia di più, guadagnerà (o perderà) di più; chi rischia di meno guadagnerà (o perderà) di meno. È, tuttavia, un fatto risaputo che i singoli investitori non sempre agiscono in conformità alla teoria. Perché ciò avvenga e perché l'irrazionalità umana si eserciti in maniera sistematica è quanto investiga la neuroeconomia. L'evidenza sperimentale mostra che i circuiti neurali che processano il denaro sono gli stessi con cui processiamo qualsiasi altro bene tangibile: in generale, come si diceva, ricerchiamo il piacere e rifugiamo il dolore.

In ambito finanziario la nostra mente codifica il rischio in termini di *trade-off* tra potenziali vincite e potenziali perdite. Focalizzarsi sui rendimenti attesi, per esempio, fa sì che attribuiamo maggior peso decisionale alle potenziali vincite, col risultato che siamo portati a rischiare di più. Al contrario, focalizzarsi maggiormente sul rischio fa sì che attribuiamo maggior peso decisionale alle potenziali perdite, e saremo quindi indotti a rischiare meno. Entrambi gli atteggiamenti, portati agli estremi, ci fanno perdere di vista la corretta relazione tra rischio e rendimento e ci inducono in errori uguali e opposti: rischiare troppo nel primo caso ed essere troppo conservatori nel secondo.

Ma come si traducono queste considerazioni in fenomeni neurobiologici controllabili per via sperimentale? In un esperimento congegnato proprio per simulare la scelta tra azioni e obbligazioni e il cambiamento da una scelta all'altra, si è potuto constatare come l'attività di due specifiche aree cerebrali, il nucleus accumbens e l'insula, preceda ogni decisione di investimento. E ora i necessari rudimenti di anatomia: il nucleus accumbens del corpo striato è il «centro del piacere» del cervello «emotivo», ricco di innervazioni dopaminergiche e deputato al computo delle ricompense. Sono proprio i neuroni di questa zona che si attivano di fronte a peccati di gola, sesso e droga (in particolare la cocaina). L'insula è invece, come abbiamo già accennato, un'area della corteccia deputata al controllo automatico delle sensazioni viscerali (dolore fisico) e delle corrispondenti valutazioni di stati emotivi negativi.

L'esperimento evidenzia come l'attivazione di questi circuiti influenzi le successive scelte dei soggetti posti di fronte a pacchetti di obbligazioni e di azioni. Per esempio, nella scelta tra l'azione «rischiosa» e l'obbligazione «sicura», l'attivazione del nucleus accumbens precede la scelta per l'azione. In questo caso è lecito supporre che il piacere associato all'anticipazione del possibile «guadagno» surclassi quello per una possibile perdita. Al contrario, l'attivazione dell'insula precede la scelta per l'obbligazione. In

questo caso è l'emozione negativa associata al rischio di una possibile perdita a «pesare di più».

In definitiva: la sola prospettiva di ottenere un guadagno si legherebbe a sensazioni di piacere e di euforia tali da indurci impulsivamente a una maggiore propensione a investire in titoli rischiosi. L'identico meccanismo, in senso opposto, vale per l'attivazione dell'insula; qui è infatti lo stato affettivo negativo a renderci prudenti. Più tristi, forse, ma almeno un po' più saggi. In un senso e nell'altro, però, la corretta relazione tra rischio e rendimento è distorta e adulterata dalle nostre reazioni affettive e viscerali.

«Sorprensamente» concludono gli autori «questo nuovo lavoro suggerisce che gli uomini possono cavalcare i mercati borsistici con gli stessi meccanismi neurali con cui una volta se la dovevano cavare nella savana.» E con cui se la sono di fatto cavata i nostri antenati. Come suggerirebbe un esperimento davvero audace a cui rivolgeremo ora la nostra attenzione e che ha come protagoniste le scimmie.

## Anche le scimmie odiano perdere...

Alcuni degli sbagli che commettiamo nelle nostre scelte economiche quotidiane costituiscono la regola e non l'eccezione. Ricorrono indipendentemente dal contesto, dalla cultura e dalla professione (come ha documentato per via sperimentale il Premio Nobel per l'Economia Daniel Kahneman), e a quanto pare sono addirittura trasversali a diverse specie! Lo afferma uno studio di un gruppo di ricercatori dell'Università di Yale, apparso – fate bene attenzione – non su una rivista di etologia, come sarebbe lecito attendersi dati i soggetti investigati (una colonia di scimmie cappuccine) ma nientemeno che sul «Journal of Political Economy».<sup>4</sup>

Un esempio aiuterà a capire di quali trappole mentali stiamo parlando. Vi è mai capitato di trovarvi a Manhattan all'ora di punta, in una giornata di piog-

<sup>4</sup> M.K. CHEN, V. LAKSHMINARAYANAN, L.R. SANTOS, *How Basic Are Behavioral Biases? Evidence from capuchin monkey trading behavior*, in «Journal of Political Economy», 114(3), 2006.

gia o di neve, e di aver bisogno di un taxi? Vi siete mai chiesti perché sia così difficile trovarne uno? La risposta risiede nella mente dei tassisti. Costoro stabiliscono per ogni giornata lavorativa un obiettivo di guadagno, raggiunto il quale «smontano». Lavorano così meno ore nei giorni in cui c'è maggiore richiesta. In quei giorni semplicemente hanno bisogno di meno tempo per raggiungere il loro obiettivo. Dal punto di vista razionale – cioè secondo l'impeccabile calcolo economico – i tassisti non hanno alcun buon motivo di comportarsi così. Infatti essi dovrebbero calibrare lavoro e tempo libero in modo tale da lavorare di più quando il tasso di salario è alto, cioè quando si guadagna di più, e consumare più tempo libero quando questo «costa meno», cioè quando il salario cui si rinuncia è basso. Proprio il contrario di quanto evidenziano i dati sul campo. Come possiamo spiegare una tale irrazionalità?

Non diversamente dalla maggior parte di tutti noi, i tassisti odiano perdere. E le sconfitte bruciano comparabilmente di più rispetto al piacere arrecato dalle vittorie. I tassisti, come molti di noi, rivelano cioè un'attitudine asimmetrica nei confronti di guadagni e perdite: in particolare la disutilità di una perdita è maggiore (più che doppia) dell'utilità di una vincita delle stesse dimensioni. Studi empirici stimano che il dispiacere «puro» di perdere, poniamo, 100 euro possa essere compensato solo dalla soddisfazione «pura» di guadagnarne almeno circa 250. Ecco spie-

gata la trappola mentale: il fallimento nel raggiungere l'obiettivo di guadagno è percepito dal tassista come una perdita, per cui egli è disposto a lavorare più a lungo; mentre superare l'obiettivo è percepito come una vincita, ottenuta la quale il tassista è meno incentivato a continuare a lavorare.

Anche gli investitori, come i tassisti, odiano perdere e vogliono guadagnare quanti più soldi è possibile. Per farlo, come i tassisti, sarebbe opportuno prendessero decisioni razionali. Ciò significa per esempio gestire il proprio attuale portafoglio di titoli in base a una valutazione della loro performance futura. Se ci si comportasse così, allora il prezzo al quale si è acquistata un'azione dovrebbe essere considerato un punto di riferimento solo in funzione del *capital gain* e quindi delle tasse da pagare. Banalmente, a parità di ritorno atteso conviene vendere un titolo in perdita per evitare di pagare su di esso il 20 per cento di tasse. Uno studio condotto su un campione di investitori molto ampio ha tuttavia mostrato che non è così che ci comportiamo. Le azioni vendute nel giro di un anno superano mediamente del 3,4 per cento quelle tenute in portafoglio: gli investitori vendono cioè troppo presto i titoli che avrebbero dovuto tenere, e tengono troppo a lungo i titoli che avrebbero dovuto vendere. (Lo sa bene Warren Buffett quando ci ammonisce che «vendere i titoli quando si è guadagnato abbastanza è come tagliare i fiori e innaffiare le erbacce».)



Ma quali sono le azioni che si vendono troppo presto? Quelle in guadagno, naturalmente. Il meccanismo psicologico che fa sì che questo accada in modo sistematico è sempre lo stesso: confrontiamo il valore di un titolo in portafoglio con il prezzo di acquisto. Quest'ultimo diventa il punto di riferimento rispetto al quale la nostra mente inizia a codificare vincite e perdite. Se il valore del titolo è superiore al prezzo di acquisto, siamo di fronte a quella che ci rappresentiamo come una vincita allettante. Spinti a vendere il titolo per realizzare il guadagno, ecco che vendiamo troppo presto. Se invece il valore del titolo è sceso rispetto al prezzo d'acquisto, siamo di fronte a una perdita. E qui non ci dispiace attendere un po' con la speranza di scongiurare una sconfitta: ecco che vendiamo troppo tardi.

Fin qui, gli umani. Ma la sorpresa dello studio citato sopra è la scoperta che le scimmie cappuccine, quando devono scambiare delle finte monete di alluminio con pezzi di frutta, si comportano esattamente nello stesso modo. Prendono decisioni in alcuni casi razionali come noi, ma compiono anche molti dei nostri stessi errori. Già si sapeva che, al pari dei ratti e dei piccioni, le scimmie cappuccine apprendono presto a obbedire alla legge della domanda e offerta. E che, in più, le scimmie imparano velocemente la fungibilità del denaro. Ma proprio come l'«uomo della strada» (e contrariamente al razionalissimo *homo*

*economicus* dei manuali) mostrano di subire l'effetto dell'avversione alle perdite, e per giunta proprio nello stesso rapporto di circa 2,25 a 1! Un risultato che suggerisce scenari che vanno ben oltre la gestione del portafoglio e l'offerta di taxi in una metropoli, e solleva dubbi circa il valore predittivo dei modelli di razionalità economica. L'avversione alle perdite infatti sembra essere una caratteristica innata ed evolutivamente antica del nostro sistema di preferenze. Così antica da risalire ad almeno quaranta milioni di anni fa, prima cioè che scimmie cappuccine e uomo si differenziassero a partire dal loro comune antenato. A quanto pare alcune caratteristiche di questo antenato sono ancora biologicamente ben radicate, mentre l'evoluzione dell'«uomo della strada» nell'*homo economicus* è ancora là da venire.

## ... e anche la mandorla del nostro cervello

Se anche voi non accettereste una scommessa che vi dà la possibilità di vincere o perdere 100 euro al 50 per cento è perché la vostra amigdala si attiva a segnalare l'*avversione alle perdite*. La maggior parte delle persone infatti accetterà una scommessa al 50 per cento solo qualora prevedesse la possibilità di perdere 100 euro a fronte di una vincita di circa 225 euro.

Dagli studi di Kahneman sappiamo che l'avversione alle perdite è una potente abitudine mentale, con estese conseguenze. Nel lungo periodo la redditività annuale delle azioni è superiore a quella delle obbligazioni; eppure l'avversione alle perdite fa sì che gli investitori siano più inclini ad accettare il misero rendimento delle seconde. Quello che per molti anni è stato un rompicapo (*premium equity puzzle*) per la teoria finanziaria in realtà non è altro che un meccanismo innato del nostro cervello. La riprova?

Immaginate di partecipare a questo gioco di

investimento: potete decidere se tenervi 100 euro oppure investirli. L'investimento consiste nel darli allo sperimentatore, il quale lancerà una moneta: se uscirà testa avrete perso i 100 euro, se uscirà croce ne avrete vinti 225. Il gioco prevede venti turni. Chi ha voglia può farsi i calcoli, ma chiunque noterà che conviene investire, essendo l'utilità attesa maggiore per ogni turno.

Eppure, proprio perché il nostro cervello emotivo è progettato per evitare le perdite, la maggior parte delle persone «sane di mente» si comporta in modo irrazionale, e nello specifico preferisce guadagnare di meno pur di evitare le potenziali perdite. Non solo – e questo può rivelarsi particolarmente istruttivo riguardo alla vostra reazione di fronte all'andamento dei mercati in tempi recenti – ma si assiste al fenomeno per cui la decisione di investire è fortemente influenzata dall'esito del turno precedente. Dopo una scommessa persa, la volontà di investire nella successiva diminuisce significativamente.

Ma è così per tutti?

Ecco dove arrivano a illuminarci le recenti scoperte di neuroscienze della decisione. Benedetto De Martino (neuroeconomista alla Royal Holloway University di Londra) ha potuto sottoporre ad analoghe scelte di investimento due pazienti con una rarissima lesione focale, simmetrica e bilaterale, all'amigdala e confrontarle con quelle di soggetti senza lesioni cere-

brali.<sup>5</sup> Ebbene, i soggetti cerebrolesi agivano in modo «perfettamente razionale» (verrebbe da dire: in linea con quanto dettato nel manuale del perfetto economista) avvantaggiandosi pienamente delle possibilità di guadagno offerte dal gioco. Il fatto di avere un'amigdala disattivata, è evidente, rende queste persone insensibili agli effetti della disparità psicologica tra guadagni e perdite.

«Per quanto possa apparire strano» commenta De Martino «le persone che hanno un sistema emotivo danneggiato sono paradossalmente più razionali in certi tipi di decisioni.» E sono precisamente quelle decisioni in cui, da efficienti calcolatori di utilità, occorre non subire l'effetto «emotivo» dell'avversione alle perdite. Sebbene tale concetto possa apparire astratto per un economista, è quello che meglio cattura la complessità del comportamento delle persone in carne e ossa e che combacia con quanto sappiamo di come funziona il cervello.

«Pensate a un animale» spiega De Martino «che deve procurarsi il cibo, ma allo stesso tempo proteggersi dai predatori: dal punto di vista dell'evoluzione, è estremamente saggio essere dotati di un sistema che pesi le perdite maggiormente dei guadagni.» Oggi i predatori non sono più quelli di una

5 B. DE MARTINO, *Amygdala Damage Eliminates Monetary Loss Aversion*, in «PNAS», 107(8), 2010.

*... e anche la mandorla del nostro cervello*

volta, ma è verosimile che ci sia sempre l'amigdala alla base di quel meccanismo biologico che inibisce i comportamenti rischiosi associati alla possibilità di una perdita.

## La «mente» del mercato

Dai tulipani alle dot.com, dalla bolla immobiliare alla crisi dei subprime, i cui effetti non ci siamo ancora lasciati alle spalle, al centro della scena c'è, insomma, sempre l'irrazionalità umana. Un'irrazionalità innescata dall'ottimistica e fiduciosa aspettativa di guadagni incessanti prima, e dalla pessimistica e drammatica prospettiva di finire rovinati poi. Se quest'ultima crisi ha raggiunto le proporzioni attuali, minacciando di fare deragliare l'economia del mondo, è evidentemente perché in quattrocento anni non ci siamo ancora dotati degli opportuni anticorpi. Individui e istituzioni non sanno come prevenire e far fronte alle bolle speculative, e forse il motivo per cui i professionisti non ci sono d'aiuto è che sono esperti nel campo sbagliato. In questo senso, le neuroscienze possono venirci in soccorso?

Lo stesso Benedetto De Martino ha recentemente pubblicato un lavoro sui meccanismi cere-

brali che presiedono alle decisioni finanziarie.<sup>6</sup> I partecipanti a questo studio scambiavano azioni come fa un normale trader quando investe in Borsa, all'interno però di uno scanner di risonanza magnetica, che ha permesso di visualizzare le regioni del cervello attive in ogni fase del processo. Il valore intrinseco delle azioni era noto ai partecipanti e diminuiva progressivamente nel corso dell'esperimento. Ecco che però in alcuni casi si formava una bolla: le azioni cioè cominciavano a essere comprate a prezzi ben più alti del loro valore intrinseco.

«Abbiamo scoperto» spiega De Martino «che l'area del cervello chiamata corteccia ventromediale (o vmPFC), che nella vita di tutti i giorni codifica il valore che assegniamo alle cose, è significativamente più attiva quando la bolla si gonfia. Come se, anche a livello neurale, il valore “soggettivo” di un'azione perdesse il contatto con il suo valore “oggettivo”. Inoltre l'attività in questa stessa regione predice quali individui contribuiranno di più a gonfiare i prezzi e perderanno più denaro.»

Ma la speculazione richiede anche una scommessa su ciò che faranno gli altri. Non importa indovinare il titolo migliore, occorre saper scegliere quello

6 B. DE MARTINO, *In the Mind of the Market. Theory of mind biases value computation during financial bubbles*, in «Neuron», 79(6), 2013.



che sceglierà la maggioranza di persone. E la ricerca ha indagato il ruolo delle aree cerebrali che hanno questa capacità di «leggere la mente degli altri». Effettivamente, continua De Martino «l'alterazione che si registra nella formazione del valore di un titolo è proprio dovuta alla nostra capacità cognitiva di interpretare le intenzioni degli altri. I soggetti dell'esperimento iniziano a immaginare come gli altri trader si comporteranno e questo li porta a modificare la propria valutazione dei titoli. Diventano meno attenti alle informazioni e al valore intrinseco dell'azione e interamente concentrati a intuire cosa faranno gli altri. E questo processo lascia la sua impronta specifica in aree del cervello che abbiamo potuto individuare».

La cosa interessante, dunque, è che il nostro cervello finisce per trattare il mercato come se esso stesso avesse una «mente»: più che cercare di interpretare le intenzioni dei singoli altri agenti cerchiamo di intuire «le intenzioni del mercato» visto come un unico agente dall'intelligenza umana, un mercato antropomorfo! «Se ci si pensa» nota De Martino «questa è una costante nella cultura umana. In passato gli uomini per analizzare l'ambiente circostante hanno creato divinità antropomorfe di cui interpretare le intenzioni. Il nostro cervello dopotutto si è evoluto per fare questo.»

Ma questa tendenza a vedere intenzionalità un po' ovunque può essere a volte svantaggiosa. «La ca-

pacità di metterci nei panni degli altri per capirne le intenzioni ci ha dato ovvi vantaggi evolutivi come animali sociali, ma può rivelarsi dannosa in ambito finanziario, facendoci perdere di vista il valore di quello che si compra o vende» ha sostenuto De Martino in un'intervista.

Alla luce di questo «rischio interpretativo», dunque, la neuroeconomia può suggerire come progettare migliori istituzioni finanziarie? «Siamo appena agli inizi» osserva De Martino, «ma sono convinto che le applicazioni arriveranno presto e potranno essere utilizzate per aggiustare alcune anomalie della finanza che sono sotto gli occhi di tutti. In fondo, è difficile riparare una macchina se non si capisce come funziona il motore.»

In sostanza, il mercato non ha veramente una mente, ma noi sì. E imparare a difenderci dai tranelli che ci tende è ciò che farà di noi investitori migliori.

## Trappole mentali

A chiunque è capitato di dover affrontare una decisione difficile e di essere stato esortato a dirimere la propria incertezza facendo appello alle proprie sensazioni viscerali. La «pancia» è una guida preziosa, ma fino a che punto?

Le nostre intuizioni sono uno stupefacente concentrato di strategie in grado di elaborare in un batter d'occhio i dati necessari per reagire con immediatezza alle sollecitazioni dell'ambiente: un «sesto senso» indispensabile per la sopravvivenza. Ma la loro rapidità va a scapito dell'accuratezza, perché il pensiero intuitivo ci guida senza passare al vaglio del ragionamento deliberato. L'informazione convogliata da questa «via bassa» dei nostri sistemi cerebrali è in larga misura «implicita», il prodotto cioè di quell'«inconscio cognitivo» che è una delle più affascinanti scoperte delle neuroscienze sperimentali. Questo «pilota automatico» opera nel retrobottega della nostra mente, dietro la cortina della piena coscienza, lasciandoci liberi di pensare consapevolmente ad altro mentre svolgiamo

compiti di routine; ma influenza al contempo – e a nostra insaputa – giudizi, sentimenti e comportamenti della vita di tutti i giorni.

Supponiamo di essere a Londra. A un certo momento, sul ciglio della strada, guardiamo a sinistra e attraversiamo e... troppo tardi! In Inghilterra le macchine viaggiano sul lato opposto: è prima a destra che avremmo dovuto guardare. Ha prevalso l'abitudine, in modo automatico (e a dispetto dei numerosi avvertimenti scritti a caratteri cubitali sull'asfalto di fronte a noi). Tra i corsi d'azione possibili che potevano presentarsi alla nostra mente, voltarsi a sinistra è quello più rapidamente accessibile, ma inadeguato. Per riuscire a guardare a destra serve l'intervento di quella struttura nel nostro sistema nervoso che è in grado di vagliare ed eventualmente sovrascrivere il messaggio rapido ma inadeguato della «via bassa», struttura di cui ci ha dotato, in anni relativamente recenti, l'evoluzione: la corteccia prefrontale, sede delle facoltà cognitive di ordine superiore, che si mette in moto lentamente e va piano ma sano e lontano.

Comprendere da un lato l'anatomia e la sistematicità dei nostri errori, dall'altro il modo in cui la mente vi pone rimedio, potrebbe permetterci allora di costruire strategie (meta-)cognitive che gestiscano la nostra irrazionalità fisiologica. Ma per quanto sofisticate possano essere le astuzie del pensiero deliberato, neutralizzare del tutto le tentazioni irrazionali

del nostro inconscio cognitivo è difficile. L'incapacità di scontare fino in fondo la «trappola», anche se identificata, è davvero la madre di tutte le trappole mentali: il prezzo che dobbiamo pagare per avere una mente in grado di operare su un doppio binario, conscio e inconscio, deliberato e automatico, razionale e intuitivo.

Tuttavia, sia nelle banali scelte quotidiane come guardare prima di attraversare la strada sia nelle scelte finanziarie (o di altro genere, come quelle lavorative o quelle sentimentali) non dobbiamo per forza arrenderci a un destino biologico prefissato. Tutt'altro. È possibile cercare di conoscere le «trappole» che la nostra mente ci tende più di frequente e dotarci dell'armamentario necessario, se non sufficiente, per cercare di neutralizzarle: esattamente l'intento del test *Investimente.it*. Nei capitoli successivi ne vedremo alcune tra le più comuni.

## *Home bias e overconfidence*

«La ricchezza è migliore della povertà, se non altro per ragioni economiche.» La battuta è di Woody Allen, che alla sua maniera ci spiega per quali indiscutibili motivi avere più soldi è una cosa desiderabile. Ma gestire questa ricchezza una volta che l'abbiamo in tasca può generare ansia e paura. Investire infatti è un processo emotivamente e intellettualmente dispendioso: richiede la conoscenza dei mercati, la necessità di raccogliere, integrare e soppesare numerose informazioni, la comprensione di relazioni macroeconomiche, quindi la capacità di prendere una decisione. Per difendersi dall'angoscia dell'incertezza la nostra mente attiva una sorta di sostegno psicologico: tendiamo a sovrastimare le nostre capacità predittive e ci illudiamo di controllare gli eventi. Purtroppo si tratta di un tipico caso in cui il rimedio è peggiore della malattia.

Un esempio di una simile fallacia del controllo è la semplificazione. Ci sono migliaia di titoli in Italia, decine di migliaia in Europa, decine e decine di

migliaia negli Stati Uniti, in Giappone e in giro per il mondo. Ebbene, come li scegliamo? Analizziamo correttamente il ritorno atteso e il rischio di ogni investimento e ogni investimento in relazione a ogni altro? No, compriamo le azioni delle società sotto casa. Il 93 per cento degli investimenti americani sono in azioni USA. Il 98 per cento di quelli giapponesi in azioni giapponesi; quelli inglesi per l'82 per cento in azioni UK. La sede madre della Coca-Cola è ad Atlanta, Georgia. E chi detiene il 16 per cento delle azioni della multinazionale Coca-Cola? Gli abitanti di Atlanta. C'è poco da stupirsi quindi che gran parte dei sottoscrittori di obbligazioni Parmalat fossero emiliani; e che la maggior parte delle persone comperi le azioni della società per cui lavora.

Semplicemente, insomma, accade che investiamo i nostri soldi nelle società che ci sono più familiari. E le società che crediamo di conoscere meglio sono quelle più vicine a noi, le quali per misteriose ragioni di quartiere sono quelle di cui ci fidiamo di più. Ma la familiarità non ha nulla a che fare con la valutazione razionale della relazione rischio-rendimento di un titolo. È solo una tipica scorciatoia che prende il nostro cervello, sostituendo un'unica variabile alle tante che dovrebbe tenere in considerazione, illudendoci così di trovarci esposti a meno rischi di quelli che stiamo realmente correndo. Di nuovo, il caso Parmalat insegna.

Vi è un rischio contrario, ma non meno insidioso, rispetto alla semplificazione: l'*overconfidence*, ovvero l'eccessiva sicurezza di sé, sovrastimare la propria capacità di governare la varietà e la complessità delle informazioni. Ed ecco che serie storiche, trend, analisi tecniche, prezzi, volumi di scambio, notizie, consensi, raccomandazioni, forum e così via ci rendono – *fatalmente* – iper-attivi. Crediamo di avere una notizia utile, quando invece non abbiamo notizia alcuna.

Due economisti finanziari dell'Università della California, Brad Barber e Terrance Odean, hanno esaminato per cinque anni il comportamento di 6000 investitori arrivando alla conclusione che chi compra e vende azioni più frequentemente ottiene rendimenti peggiori. Il 20 per cento che ogni anno aveva un turnover del 250 per cento del portafoglio, e che quindi comprava e vendeva più degli altri, aveva infatti ottenuto una media del 7 per cento di ritorni netti in meno rispetto al gruppo con il profilo di turnover più basso. Questo non era dovuto necessariamente a scelte di investimento sconsiderate, ma ai costi di commissione che accompagnano ciascuna transazione.

E chi sono le persone che comprano e vendono sopra la media? È chiaro: coloro che considerano le proprie abilità di investitori sopra la media, e che credono di poter dominare il caso facendo tesoro delle informazioni che raccolgono. Fra costoro ci sono,



curiosamente, più uomini che donne, ma soprattutto i trader online. Come se poter gestire il proprio portafoglio con un click del mouse, e poter accedere a una smisurata quantità di informazioni grazie a Internet, potenziasse insieme l'«illusione di controllo» e l'«illusione di sapere», mostrando tutta l'evidenza dell'equazione: *overconfidence* + trading online = minori profitti.<sup>7</sup>

Gli esperti non sono da meno; anzi, l'iper-sicurezza è funzione diretta della «competenza», vale a dire della percezione delle nostre abilità e conoscenze. Lo testimonia il caso ben noto del Long Term Capital Management Hedge Fund, gestito nientemeno che da un paio di Premi Nobel, Myron Scholes e Robert Merton, ossia un autentico guru della finanza di Salomon Brothers e l'ex vice presidente della Federal Reserve, e da altri illustri accademici. In un solo mese del 1998, in seguito a una catena di eventi (evidentemente imprevista) che ebbe inizio con la svalutazione della moneta russa e il crollo dei mercati emergenti, questo formidabile gruppo di esperti perse il 90 per cento del patrimonio del fondo, fino a mettere sotto pressione la stessa Federal Reserve.

7 B. BARBER, T. ODEAN, *Trading is Hazardous to Your Health*, in «Journal of Finance», 55(2), 2000; T. ODEAN, *Do Investors Trade Too Much?*, in «American Economic Review», 89(5), 1998; B. BARBER, T. ODEAN, *The Internet and the Investor*, in «The Journal of Economic Perspectives», 15(1), 2001.

Ogni giorno milioni di esperti e di comuni investitori si vedono costretti a calcolare il prezzo della propria iper-sicurezza e dell'«illusione del controllo». Quanti di loro sapranno riconoscerne l'esatta natura di potentissime «trappole mentali»?

## Perché scegliamo di essere cicale o formiche

Siamo nel IV secolo a.C. I Greci e i loro alleati hanno fatto un gran numero di prigionieri. Occorre ora dividere il bottino. Conone, il generale ateniese, fa due parti: da un lato raggruppa i prigionieri nudi, dall'altro i loro gioielli e tutto ciò che indossavano. Dichiarò che lui e i suoi uomini si accontenteranno di prendere quel che gli altri lasceranno. Gli alleati, stupiti di questa proposta, scelgono naturalmente i gioielli e gli altri oggetti posseduti dai prigionieri. Reputano, infatti, di nessun valore i corpi dei nemici. Ma non passerà molto tempo prima che comprendano che Conone – contando sulla loro propensione a cadere in una trappola mentale, diremmo noi – li ha astutamente tratti in inganno. Giorni dopo, infatti, arrivano i parenti dei prigionieri e li riscattano pagando somme altissime, che arricchiscono Conone e i suoi uomini.

Generalmente le persone, in modo simile agli alleati di Conone, preferiscono un guadagno sicuro e immediato, piuttosto che uno più ingente, ma incerto e più in là nel tempo. Tendiamo, in altri termini,

a «scontare» eccessivamente il futuro, scivolando in una trappola mentale tesa in primo luogo dalle nostre passioni.

Portiamo l'esempio più vicino a noi provando a cimentarci con una scelta concreta.

Preferite:

- a) 1000 € immediatamente
- b) 1100 € tra una settimana?

Ancora, preferite:

- c) 1000 € tra un anno
- d) 1100 € tra un anno e una settimana?

La maggior parte di chi si sottopone a questo semplice test sceglie «a» nella prima situazione, ma «d» nella seconda. Tuttavia, se ci si pensa, si tratta in entrambi i casi di attendere una settimana per avere 100 € in più. Una settimana, adesso, sembra, però, un'attesa troppo lunga per mettere le mani su quei soldi. Al contrario, tra un anno, rimandare la gratificazione di un'altra settimana non pare poi così costoso.

La trappola, ovvero l'incoerenza intertemporale delle nostre preferenze, risiede nel fatto che il valore che attribuiamo a un certo guadagno cambia in vari istanti di tempo, ed è più alto oggi che domani, o fra un mese o un anno.

Uscendo dal campo economico, le cose non cambiano. Mettetevi ora nei panni di un fumatore. Di recente avete deciso di smettere; a freddo, la motivazione è che in futuro la vostra salute ne trarrà gran beneficio. Ma andate a prendere un caffè con un collega, quello si accende una sigaretta e ve ne offre una. Gli stavate giusto per dire che avevate deciso di smettere... Ma mentre pensate di farlo sentite l'aroma del tabacco e il piacere del primo tiro si affaccia con prepotenza nella vostra mente. «Cosa sarà mai una sigaretta in più? Smetterò domani!»

Quando si tratta di smettere di fumare, di mettersi a dieta, di conservare risparmi per la vecchiaia, destinare il proprio TFR, o, più in generale, quando dobbiamo scegliere tra i costi presenti e i benefici futuri di un'azione, ci ritroviamo un po' tutti alle prese con la forza quasi irresistibile della sigaretta che un ex-fumatore si vede offrire «a tradimento».

Si badi che scontare il futuro non è di per sé irrazionale, dal momento che del domani non vi è certezza. Ma dovremmo comunque scontare il futuro in modo esponenziale, cioè in funzione delle probabilità di riuscire a conseguire un determinato beneficio. Tale sconto, pertanto, dovrebbe crescere in maniera costante nel tempo. Un illuminante esperimento ci mostra però che così non è: lo scontiamo in modo iperbolico!

La preferenza tra la sigaretta subito («l'uovo oggi») e i polmoni sani tra dieci anni («la gallina do-

mani») è stravolta e ribaltata quando subito è proprio adesso, *ora*. A caldo, sentiamo i nostri desideri del momento come più potenti di quelli futuri. La gratificazione che ci arreca il soddisfacimento di un bisogno viscerale immediato pare avere più forza motivazionale delle ragioni che potrebbero giustificare una decisione lungimirante. In tal modo ci focalizziamo su guadagni facili da ottenere perché «a portata di mano» (come i preziosi dei prigionieri di Conone), e non sul valore di un beneficio futuro potenzialmente molto vantaggioso (come il ricavato dei riscatti pagati per quei prigionieri).

Dal IV secolo a.C. ai giorni nostri, evidentemente, la natura umana non è cambiata molto. Cambiati sono però i modi di investigarla. In particolare, attraverso le solite tecniche di neuro-immagine, possiamo ora esplorare cosa avviene nel nostro cervello quando per esempio prendiamo una decisione di questo tipo. Un team di ricercatori di primissimo piano, composto da Samuel McClure (Stanford) e Jonathan Cohen (Princeton), David Laibson (Harvard) e George Loewenstein (Carnegie Mellon), ha pubblicato su «Science» alcuni risultati molto interessanti rispetto alla particolare trappola di cui stiamo parlando, ovvero rispetto al perché è così difficile rinunciare a *quella* sigaretta. Si è visto infatti che, mentre siamo alle prese con il problema di scelta con cui ci siamo misurati poco fa, nel

nostro cervello inizia una competizione tra due diversi sistemi neurali. Il primo (che la celebre favola di Esopo ci suggerisce di chiamare «cicala») ci spinge a scegliere la gratificazione immediata in seguito all'attivazione della regione del corpo striato – il centro del piacere e della ricompensa caratterizzato da una rilevante innervazione dopaminergica – e di altre aree cerebrali del sistema limbico. Il secondo (la «formica») ci invita invece ad agire in modo deliberato e razionale, cerca una mediazione con i nostri «bisogni viscerali» e risulta associato all'area della corteccia prefrontale (in particolare dorsolaterale, ventrolaterale e orbitofrontale destra), che sappiamo essere deputata a forme di ragionamento astratto e al mantenimento dell'obiettivo.

Ed ecco la parte più interessante: l'attività relativa ai due diversi sistemi è significativamente correlata con la scelta effettuata. Vale a dire che la decisione dipenderà da quale dei due sistemi vincerà la competizione nel cervello di ogni singola persona. Una maggiore attivazione del sistema limbico (cicala) consente di prevedere che la scelta cadrà sui 1000 euro subito. Mentre una maggiore attivazione della corteccia prefrontale (formica) consente di prevedere che la «pura» ragione sta avendo la meglio sui «bisogni viscerali» e che saremo capaci di rinunciare a una gratificazione immediata per un maggior guadagno futuro (1100 euro tra una settimana).

Insomma, fumarsi quella (ultima!) sigaretta è la cosa più naturale del mondo. Se mai, ciò che richiede una spiegazione è come facciamo, almeno in alcune circostanze, a dominare i nostri impulsi per comportarci in modo razionale.



## Sapere o non sapere

Meglio sapere o non sapere? Quanti di noi si pongono quotidianamente il dubbio se andare a controllare o meno il valore del proprio portafoglio titoli quando le borse sono sull'ottovolante? Un investitore razionale dovrebbe ricavare utilità dai propri asset quando li liquida. Tanto più che se segue le istruzioni di qualunque ipotetico «manuale dell'investitore» saprà bene che investendo in azioni non è alla volatilità del presente che deve guardare, ma, si spera, ai ricavi nel lungo periodo. Perché allora controlliamo così di frequente, se non ossessivamente, magari online o via app, l'andamento di titoli, fondi, ETF, ecc. consapevoli che comunque non li compreremo o venderemo oggi sulla scorta di «nuove» notizie?

La risposta arriva da un paio di studi di finanza comportamentale e di psicologia dell'attenzione.<sup>8</sup> A

8 N. KARLSSON, G. LOEWENSTEIN, D. SEPPI, *The Ostrich Effect. Selective attention to information*, in «Journal of Risk and Uncertainty», 2009.

quanto pare vi è un modo del tutto particolare in cui le persone ricavano utilità in materia di investimenti: non solo dall'ovvio accrescersi del valore del portafoglio, ma anche dal meno scontato valore dell'informazione finanziaria in se stessa. L'altalena delle notizie è anche un'altalena delle emozioni. Proviamo cioè piacere se le notizie sono buone (quindi i titoli salgono); proviamo dolore se le notizie sono cattive (quindi i titoli scendono).

Si conferma così, se ce ne fosse stato bisogno, che anche in campo economico si ripropone l'atteggiamento «umano, troppo umano» di cercare il piacere e rifuggire il dolore. Dati alla mano, i ricercatori hanno scoperto infatti che gli investitori controllano il portafoglio molto più spesso nei giorni in cui i mercati salgono di quanto facciano quando i mercati scendono. Come gli struzzi, mettono la testa nella sabbia: non vogliono conoscere le cattive notizie e fingono che queste non ci siano. L'informazione ha evidentemente un valore edonistico, e siamo portati a proteggerci non prestandovi attenzione quando temiamo possa farci male: se le cose vanno bene, alziamo le antenne, ci documentiamo, leggiamo avidamente i giornali e corriamo a guardare compiaciuti il nostro portafoglio che sale; ma quando l'ottovolante è in discesa, ecco che ci giriamo dall'altra parte, preferiamo non sapere, e stare alla larga dalle informazioni. I dati dicono che nelle giornate negative le persone

che fanno «log in» nel loro account per controllare il portafoglio sono l'8,7 per cento in meno rispetto alle giornate positive.<sup>9</sup>

Si è constatato inoltre che «l'effetto struzzo» non è lineare. Nei casi estremi, di crollo profondo dei mercati, le persone controllano eccome il portafoglio. Qui «l'effetto curiosità» predomina sull'«effetto struzzo», e il panico ha verosimilmente la meglio sul cercare di evitare il dolore. Gli uomini incorrono nell'effetto più delle donne e sono anche quelli che controllano il portafoglio più di frequente. Interessante infine notare che l'effetto è un tratto della personalità che non cambia negli anni.

9 N. SICHERMAN et al., *To Look or Not to Look. Financial attention and online account logins*, in corso di pubblicazione al momento della chiusura di questo testo: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2120955](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2120955).

## L'effetto gregge

*Pooo – po – ro – po – po – pooo – po.* Come dimenticare quel motivetto che è echeggiato ovunque per una intera estate, e in particolare in quella notte del 2006 in cui la Nazionale italiana vinse i Mondiali? Molti di noi nel frattempo hanno appreso che si trattava del tema di *Seven Nation Army*, una canzone dei White Stripes. Ma se vi fosse stato chiesto perché quella notte lo cantavate a squarciagola probabilmente non avreste trovato altra risposta se non: «Perché lo facevano tutti... Perciò lo facevo anch'io!». Semplicemente, accodarsi alla folla in festa e cantare la propria gioia con quel motivetto era la cosa più naturale.

Il meccanismo che in certe occasioni ci spinge a seguire il gregge è molto simile a quello delle epidemie di qualche malattia infettiva. In questo caso, a essere trasmessi non sono virus ma idee e comportamenti, però la contaminazione può essere altrettanto rapida. L'effetto gregge determina lo sviluppo di mode e di atteggiamenti conformisti. Vi sono molte pulsioni, comprese quelle mosse dal senso di identi-

tà e dalla ritualizzazione, che inducono a seguire il comportamento di tutti gli altri. Quanto più è ignaro un individuo, compatto il gruppo a cui appartiene e forti le emozioni in gioco, tanto più clamoroso sarà l'effetto. Una descrizione immortale delle dinamiche interne alla massa e della pressione della folla sull'individuo è quella del Manzoni quando descrive i tumulti a Milano: «Chi forma poi la massa [...] è un miscuglio accidentale d'uomini [...] un po' riscaldata, un po' furbi, [...] avidi ogni momento di sapere, di credere qualche cosa grossa, bisognosi di gridare, d'applaudire a qualcheduno, o d'urlargli dietro [...]; pronti anche a finirla, quando manchino gl'istigatori, a sbandarsi, quando molte voci concordi e non contraddette abbiano detto: andiamo; e a tornarsene a casa, domandandosi l'uno con l'altro: cos'è stato?».

Non diversamente dalla massa dei *Promessi sposi*, anche quella di Piazza Affari presenta, più o meno consciamente, la tendenza a conformarsi all'andamento del mercato. La maggioranza degli investitori, per esempio, sale con molta più facilità sul treno già affollato di un titolo in forte rialzo, piuttosto che su quello semivuoto di un titolo stabile o in ribasso. Così, talvolta, il comportamento del mercato dipende dalla propensione ad accordarsi alle decisioni degli altri investitori e alle previsioni o alle profezie degli analisti (che proprio per questo possono diventare profezie che si auto-avverano).

Un caso tipico in cui il «contagio dei pensieri» e la tendenza a seguire il gregge determinano comportamenti di gruppo irrazionali è quello delle situazioni di crisi, nelle quali il mercato tende a reagire con un ribasso alimentato dalla paura, dalla mancanza di *self control* e dall'incapacità di valutare con equilibrio le notizie disponibili. Processi di ribasso del genere, superato un livello critico, tendono ad autoalimentarsi facendo leva sull'irrazionalità degli operatori. Si perde il controllo e scatta un meccanismo psicologico di imitazione: «Tutti vendono... Vendo anch'io!». Ed è subito coro: *Pooo - po - ro - po - po - pooo - po*.

## Eccitazione collettiva in laboratorio

Come mostra il caso dell'effetto gregge, per comprendere i mercati occorre non limitarsi alla conoscenza dei mercati come esito delle azioni di agenti razionali e onniscienti, ma rivolgersi allo studio dei mercati come sottoprodotto di un ordine emergente che dipende in larga misura dall'interazione di uomini in carne ed ossa, con le loro emozioni e i loro limiti di razionalità. Questa è la lezione di un altro Premio Nobel, l'economista sperimentale Vernon Smith.

Per farlo occorre andare, appunto, in laboratorio e fare economia sperimentale, ossia simulare la realtà dei mercati e osservarla, per così dire, al microscopio, «in vitro», dove le diverse variabili, anche le emozioni, possono essere controllate. Aggiungeteci ora l'importanza di comprendere, se non di prevedere, le bolle speculative e la sottostima sistematica dei rischi che le genera, ed ecco l'idea per un audace esperimento di un gruppo di ricercatori della Haas Business School dell'Università di Berkeley, *Bubbling With Excite-*

*ment*:<sup>10</sup> è possibile misurare come un certo tipo di emozione più di altre contribuisce a gonfiare (e a far scoppiare) una bolla?

Per scoprirlo, Terrance Odean e colleghi hanno creato quarantotto mercati artificiali (ma con soldi veri) nei quali i soggetti dovevano comperare e vendere titoli, ma con una variante decisiva. Negli «investitori» venivano indotte, di volta in volta, specifiche emozioni, utilizzando dei videoclip. Alcuni di questi mostravano l'elettrizzante scena di un inseguimento, con lo scopo di indurre eccitazione; altri una scena horror, per indurre paura; altri una scena drammatica, per indurre tristezza; infine una scena neutra, documentario storico, come condizione di controllo. Ecco creati dei «mercati emotivi» artificiali.

Risultato: sia la grandezza sia l'estensione della bolla sono sensibilmente maggiori nella condizione di eccitazione, rispetto a quelle di paura e tristezza. L'eccitazione aumenta la propensione al rischio, attivando i circuiti della ricompensa, gli stessi che l'imaging cerebrale ha rilevato attivarsi per l'anticipazione di un guadagno monetario. È possibile quindi che entrare in un mercato con questo stato d'animo ci renda più audaci e sensibili alle opportunità di arric-

10 In corso di pubblicazione al momento della chiusura di questo testo: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2024549](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2024549).



chirsi (e meno sensibili alle possibilità di perdere). Il che aggiungerebbe eccitazione all'eccitazione amplificandone l'effetto. I prezzi salgono velocemente innescando la stessa eccitazione che ha generato la crescita, e quindi generando ulteriore eccitazione e prezzi ancora più alti. Ecco creata in laboratorio una bolla.

E nel mondo reale?

## La tentazione di dominare l'incertezza

La scienza medica ritiene che per capire il funzionamento del corpo sano sia utile investigare l'organismo malato. Lo studio della patologia può essere però una preziosa fonte di insegnamento anche in economia, e la crisi finanziaria offre un eccellente banco di prova. Un'occasione per scardinare i falsi miti, e insieme per comprenderne la necessità psicologica.

Uno dei miti più pregnanti riguarda la nostra capacità di fare previsioni. Meglio specificare: previsioni circa il futuro; a «prevedere» il passato siamo tutti bravissimi. A posteriori, infatti, non abbiamo dubbi che sulla base delle informazioni disponibili le cose non sarebbero potute andare in modo diverso da come si sono svolte, al punto da sorprenderci davvero che chi aveva avuto quelle stesse informazioni si sia rivelato incapace di prevedere correttamente. Forse, come le stagioni, anche il futuro «non è più quello di una volta». Ma argomentare che la capacità dei modelli finanziari di catturare la realtà economica è ridotta dalla crescente complessità del mondo, che aumenta

anche il ruolo dell'imprevedibile, è solo una buona scusa: il prodotto di un errore di fondo. Il fatto, cioè, di pensare che qualsiasi fenomeno, finanziario e non, si distribuisca come una gaussiana: la famosa curva a campana per cui la maggior parte di osservazioni si aggira intorno alla media e le probabilità di una deviazione diminuiscono esponenzialmente via via che ce ne si allontana.

La caratteristica principale di tale distribuzione, come ha mostrato in modo magistrale Nassim Taleb, matematico e filosofo autore di diversi bestseller, è che ci permette di ignorare i «cigni neri», ossia gli eventi che si collocano all'estremità della curva. Ne seguono misurazioni dell'incertezza che, se adatte a catturare l'ordinario, si lasciano però sfuggire l'impatto di quei «salti repentini e discontinuità» che caratterizzano i momenti di crisi: eventi rari, ma non così improbabili come la gaussiana ci induce a credere, e soprattutto dalle conseguenze complessive potenzialmente dirompenti, e per questo tutt'altro che trascurabili. Negli ultimi cinquant'anni, per esempio, i dieci giorni più estremi dei mercati rappresentano *la metà degli utili*. Dieci giorni su cinquant'anni! Taleb, che dell'imprevedibilità ha fatto un business, rivendica venti milioni di dati che lo hanno convinto a pensare che l'insostenibile leggerezza della curva a campana costituisca una autentica «frode intellettuale». Ma allora perché ci affidiamo acriticamente a essa? La spiegazione è psicolo-

gica. E nasce dall'esigenza di «dominare l'incertezza» o, meglio, di opporci al «dominio del caso»: ecco che ci aggrappiamo a dei numeri, e quelli offerti dalla media statistica ci appaiono «meglio di niente». E, invece, in alcune circostanze sarebbe meglio niente! Nulla ci dice che il futuro assomiglierà al passato. Ma questo per la nostra mente è difficile da accettare.

Trafficare con l'incertezza genera fatalmente un senso di inquietudine e di angoscia. Non è sorprendente allora che ciascuno (incluso chi è esperto) si prodighi per eliminare queste emozioni negative e, dove ciò sia possibile, tenti di tenere il rischio sotto «controllo». L'approssimazione della gaussiana offre l'illusione di eliminare il caso dalle nostre vite, ma è la coperta di Linus degli analisti finanziari: la confortevole falsa «certezza di avere certezze». A sua volta questa è assai difficile da sradicare perché a sua difesa opera un'altra astuta trappola mentale che abbiamo già incontrato, vale a dire l'eccessiva fiducia in sé. Come mostrano le indagini su un gran numero di esperti in vari campi, gli analisti sarebbero comparativamente i peggiori a fare previsioni, ma anche i più sicuri delle proprie capacità. Un'impudenza a tutela della propria autostima, ma che li espone di più a errori di valutazione (basti pensare alle predizioni sul prezzo del petrolio negli ultimi anni).

Che fare, allora? Per esempio cominciare a ipotizzare che molta parte della realtà sia scalabile e non

gaussiana: ovvero che la velocità con la quale le probabilità diminuiscono allontanandosi dalla media rimangano costanti. Imparare quindi ad apprezzare l'ineliminabilità del caso; senza cioè assecondare la tendenza del nostro cervello ad ancorarsi a certezze posticce. Per quanto si giochi mentalmente con il rischio cercando di addomesticarlo, prima o poi siamo chiamati a renderne conto. Tanto vale saperlo prima.

## Mai investire «col senno di poi»

Siete tifosi appassionati, è la partita che decide la stagione. A tre minuti dalla fine sullo zero a zero viene fischiato un rigore per la vostra squadra. Trepidanti pregustate la vittoria vedendo il vostro idolo posare la palla sul dischetto, prendere la rincorsa, calciare e... Un attimo di pausa e sentite la vostra voce esclamare: «Lo sapevo che avrebbe sbagliato!».

Fra predire gli sviluppi futuri di una situazione e spiegare il corso di eventi già accaduti c'è però una bella differenza. Col senno di poi, infatti, siamo tutti bravi (e in perfetta buona fede). Comunque siano andati, i mercati hanno sempre una spiegazione pronta: se le borse sono salite, è perché gli operatori hanno reagito alla prospettiva di un rilancio dell'economia; se sono scese, è perché gli effetti delle prospettive di rilancio sono già state «scontate dal mercato» e prevalgono nuove preoccupazioni per lo scenario politico internazionale, e così via. Neanche le fluttuazioni più sfuggenti restano senza una spiegazione plausibile, nei casi peggiori si può sempre fare riferimento a

un «assestamento tecnico» dei listini. Naturalmente gli investitori sanno fin troppo bene quanto un fenomeno complesso e incerto come il mercato azionario sia difficile da prevedere, anche per gli analisti più capaci. Per motivi analoghi, ci sono più storici che profeti (a parte quelli falsi, s'intende), ed è per esempio più facile guadagnarsi da vivere come commentatori sportivi che scommettendo sui risultati delle partite. Ammettiamolo: abbiamo una speciale attitudine a dare senso agli eventi passati descrivendoli come conseguenze inevitabili di condizioni presenti fin dall'inizio. Talvolta questo nostro peculiare talento ci induce a credere fallacemente che fatti già avvenuti si sarebbero potuti (o dovuti) prevedere, considerate le informazioni delle quali si disponeva in anticipo («Ma come! Non dirmi che non sapevi che quel mercato era una bolla clamorosa?!»).

Quello che chiamiamo «senno di poi» si fonda spesso su una sorta di fatalismo riguardo al passato che è il frutto inconsapevole e fuorviante di uno sguardo all'indietro. Si tratta della «distorsione restrospectiva del giudizio» messa in luce da Baruch Fischhoff della Carnegie Mellon University in una serie di ingegnosi esperimenti,<sup>11</sup> ma di cui in Italia chiunque può trova-

11 B. FISCHHOFF, *Hindsight ≠ Foresight. The effect of outcome knowledge on judgment under uncertainty*, in «Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance», 1, 1975.

re un'altrettanto ingegnosa testimonianza al bar ogni lunedì mattina. La trappola del senno di poi funziona proprio come i «commissari tecnici del giorno dopo»: il solo fatto di sapere a posteriori l'esito della partita ci induce a ritenere sistematicamente più probabile quell'esito alla luce dei fatti che erano disponibili fin dal principio. Dopo che un determinato evento si è verificato, semplicemente questo ci appare più probabile di quanto prima pensavamo che fosse. Con una battuta di Mark Twain: «Nella vita reale la cosa giusta non accade mai nel posto giusto nel momento giusto; è compito dello storico rimediarvi». La nostra mente procede proprio come uno storico più zelante che accorto: mette in riga i fatti, li ordina in una concatenazione di cause ed effetti che ci appare inconfutabile e necessaria.

Proprio per questo apprendere dagli errori commessi, da noi stessi o da altri, è cosa molto più complicata di quanto possa sembrare. Se avete affidato i vostri risparmi in gestione, per esempio, dopo aver visto come è andata la Borsa potreste facilmente cadere nell'errore di credere che avreste saputo giudicare e decidere in modo tale da ottenere risultati altrettanto buoni o anche migliori di quelli del vostro gestore. Se invece a vestire i panni del gestore siete voi stessi, potreste per esempio arrivare a un giudizio sbagliato inferendo impropriamente dalle informazioni in vostro possesso, e quindi compiere scelte inadeguate.



Un esito positivo dei vostri investimenti è comunque possibile per ragioni indipendenti dalle vostre decisioni (fortuna, congiuntura favorevole, fusioni imprevedibili e così via). Questo potrebbe incoraggiarvi a procedere nello stesso modo in un successivo caso simile. Viceversa, un esito sfortunato, ma basato su un giudizio corretto, potrebbe indurvi a mettere erroneamente in discussione un procedimento di analisi e una scelta impeccabili, basate su conoscenze e ragionamenti solidi, e a modificare in peggio la vostra pratica successiva. Ragionare con il senno di poi può quindi corroborare pratiche inadeguate, o suggerire l'abbandono ingiustificato di quelle appropriate.

In conclusione, imparare dal passato può sembrare semplice e intuitivo; in realtà è un percorso pieno di trabocchetti. La prossima volta che analizzerete i vostri investimenti, prima di ritenere di aver imparato la lezione, pensateci bene: potreste aver imparato la lezione sbagliata.

## Vedrai che cambierà

Sono tempi duri. Le cose vanno male. Ed è difficile pensare che possano andare meglio. È *difficile* in senso letterale, perché per come è fatta la nostra mente, è difficile pensare in modo diverso da come pensiamo. Capita infatti di cadere in trappola, e la trappola in questo caso scatta quando restiamo incastrati nel qui e ora, facendo dipendere i nostri giudizi e le nostre decisioni dalle emozioni che stiamo provando nel presente, dando per scontato che saranno le stesse che proveremo in futuro. La trappola, nota appunto come «distorsione proiettiva» dei nostri stati viscerali, ci porta per esempio a scegliere un luogo di vacanza (troppo) caldo se sfogliamo il catalogo mentre fuori è inverno, e a ordinare a inizio pasto, perché affamati, più di quello che desidereremo quando arriveremo alla fine.

In generale le persone tendono a sottostimare quanto il futuro possa essere differente dal presente, e quindi a non anticipare correttamente ciò che arrecherà loro piacere e felicità in un momento diverso

da quello che si trovano a vivere. Questo meccanismo mentale è documentato da un esperimento piuttosto superficiale ma che rende bene l'idea. Ai soggetti veniva chiesto che tipo di snack avrebbero desiderato a una settimana da oggi. Potevano optare per un alimento sano e dietetico oppure per uno più goloso e calorico. A un primo gruppo la domanda veniva rivolta a pancia piena dopo pranzo, mentre a un secondo a pancia vuota a metà pomeriggio. Ebbene, gli affamati del pomeriggio sceglievano lo snack poco salutare e ingrassante oltre il doppio delle volte rispetto ai componenti del primo gruppo. Dimostrando così come lo stato viscerale presente fosse proiettato in avanti di una settimana, determinando le loro preferenze.

Un caso limite riguarda i pazienti clinicamente depressi. Costoro hanno la tendenza a proiettare la propria condizione di abbattimento non solo nel futuro ma anche nel passato: sono incapaci di pensare a momenti in cui si sentiranno più felici, o un po' meno tristi, e incapaci di far emergere i ricordi del tempo in cui lo sono stati.

Questo discorso è valido anche in economia: se i mercati sono tranquilli, gli investitori tendono a proiettare questa tranquillità anche sul futuro. Se i mercati salgono, tendono a pensare che continueranno così. Se scendono e sono volatili i risparmiatori vivono ansia e paura come stati viscerali che permarranno

per sempre. E magari come abbiamo visto si liberano dei titoli solo per sfuggire a questo stato di afflizione.

Ma il futuro tende ad assomigliare al passato molto meno di quanto noi crediamo, e da ciò traiamo un consiglio e una speranza. Il consiglio: non andate al supermercato a stomaco vuoto. E non svendete i vostri titoli sopraffatti dall'ansia. La speranza: che la trappola per cui non riusciamo a vedere un futuro diverso dal presente sia veramente tale, cioè appunto solo un inganno della mente.

## Status quo: cui prodest?

Avete ricevuto un'eredità familiare, composta per il 75 per cento da obbligazioni a interesse fisso e sicuro, e per il restante 25 per cento da azioni ad alto rischio e ad alto potenziale di rendimento. Andate da un consulente finanziario che prospetta due possibilità: mantenere tutto così com'è, oppure invertire la composizione del portafoglio. *Cosa scegliete?*

Adesso immaginate lo stesso scenario, con un'unica sostanziale differenza. Le percentuali iniziali sono capovolte: la vostra eredità è cioè ora composta per il 25 per cento da obbligazioni e per il 75 per cento da azioni. Potete mantenere tutto così come è oppure invertire la composizione del portafoglio. *Cosa scegliete?*

In entrambi i casi, se siete come la maggior parte delle persone, sceglierete di lasciare le cose come stanno. I più onesti di noi ammetteranno di essere insieme pigri e conservatori. Ma forse non tutti sanno che la propensione allo status quo è una vera e propria trappola mentale. Ovviamente, come tale, non rientra nell'economia dei manuali, ma non per questo il

fenomeno è meno universalmente diffuso nel mondo che ci circonda.

Ecco un esperimento che non è stato condotto in qualche laboratorio universitario, ma che ha avuto luogo, accidentalmente, a cielo aperto e su larga scala nei primi anni Novanta in due vicini Stati americani, la Pennsylvania e il New Jersey. I cittadini che sottoscrivevano l'assicurazione della propria auto potevano scegliere nei due Stati tra due opzioni grossomodo equivalenti. Nel New Jersey, se l'assicurato non faceva esplicita domanda scritta di conversione, la polizza tipo era a buon mercato ma il suo costo non diminuiva anche se nel corso degli anni l'automobilista non incorreva in incidenti per sua colpa. Anche in Pennsylvania l'assicurato poteva optare per la formula a buon mercato, ma sempre e solo tramite esplicita domanda di conversione. Qui infatti la polizza tipo era quella più cara, ma soggetta a sconti progressivi se l'automobilista non incorreva in incidenti per sua colpa.

Opzioni equivalenti sì, ma invertite riguardo alla formula predefinita. Ebbene, in ciascuno di questi due Stati, la stragrande maggioranza (oltre l'80 per cento) conservava la formula che veniva proposta di default senza presentare la richiesta di conversione. Si tratta di un business di miliardi di dollari. Proprio come quello tutto italiano che ha visto la deregolamentazione del mercato degli operatori telefonici:

la maggior parte dei clienti tende a perseverare nella scelta fatta a dispetto della convenienza di passare a un altro operatore.

Adesso che conoscete la trappola dello status quo forse riuscirete a darvi una spiegazione delle strategie sempre più aggressive con cui i vari operatori di telefonia fissa e mobile cercano di strapparsi i clienti vincendo la loro naturale «pigrizia». Ma se non è solo di soldi e tariffe telefoniche che vi preoccupate, è interessante vedere che un meccanismo cognitivo del tutto simile infatti entra in gioco quando dobbiamo decidere se donare o meno gli organi. Una citatissima ricerca apparsa su «Science»<sup>12</sup> ha infatti mostrato come il tasso di donazione di organi aumenti significativamente quando il consenso all'espianto è l'opzione di default. Dalla propensione allo status quo possono dipendere insomma non solo le nostre fortune economiche, ma le nostre probabilità di sopravvivenza.

12 E.J. JOHNSON, D.G. GOLDSTEIN, *Do Defaults Save Our Lives?*, in «Science», 302, 2003.

## Il dio dei piccoli numeri

Le azioni sono, nel lungo periodo, l'investimento in titoli che produce rendimenti più alti: è cosa non solo risaputa, ma anche confermata da autorevoli studi. Tra questi c'è una ricerca di Ibbotson Associates basata sull'andamento della Borsa americana dal 1926 al 2000, da cui si evince che le probabilità di ottenere un rendimento positivo da un portafoglio diversificato in azioni USA per chi le conserva su un periodo di cinque anni sono del 90 per cento; e salgono addirittura al 100 per cento se il periodo si estende a quindici anni. Ovviamente nessuno dovrebbe aspettarsi che una tale percentuale si manifesti anche nel breve periodo. Per lo stesso motivo non ha molto senso estrapolare una tendenza su come si comporteranno i mercati nei prossimi mesi in riferimento all'andamento, poniamo, degli ultimi dodici. Eppure chi non è tentato di farlo?

Se questo è anche il vostro caso, sappiate che a trarvi in inganno è una precisa trappola mentale che Daniel Kahneman ha chiamato con giusta ironia «leg-



ge dei piccoli numeri»: il credere cioè statisticamente vero per piccole serie ciò che è solo approssimativamente vero per serie molto lunghe (e rigorosamente vero per serie che si approssimano all'infinito).

Il fatto è che, come notavamo in precedenza a proposito dell'attitudine a immaginare una «mente divina» all'opera nell'universo, la nostra mente ha un peculiare talento nell'identificare un ordine anche dove ordine non c'è. Se non addirittura nell'attribuire un particolare significato a eventi che non ne hanno affatto. Ci aspettiamo per esempio che se tiriamo in aria una moneta per venti volte si manifesti una corretta distribuzione di teste e croci. Potrebbe bastare che uscissero quindici teste su venti lanci per farci subito saltare alla conclusione che la moneta è truccata. Ma in sequenze così brevi nessuno può assicurarci una perfetta distribuzione al cinquanta per cento, come si avrebbe (per effetto della «legge dei grandi numeri», quella vera) per una serie molto, molto lunga.

Solo che noi non ci accontentiamo, e vogliamo che la nostra intuizione delle regole del caso, corretta per i grandi numeri, valga anche qui e ora per «piccoli numeri». Ed ecco allora che siamo portati (ma attenzione, lo fanno anche gli esperti) a credere che le fluttuazioni dei titoli azionari siano più prevedibili di quanto non siano nella realtà. Una serie del tutto casuale di fluttuazioni semplicemente non ci apparirà tale, ma sarà subito interpretata secondo qualche

«modello coerente» che attribuirà a quelle deviazioni un particolare significato o un particolare valore predittivo, magari sul fatto che il titolo salirà o scenderà. Con una caustica battuta di Warren Buffett: «Le previsioni sul futuro dicono poco sul futuro, ma dicono tanto su chi le fa». Quel significato o quella previsione non risiedono infatti nelle poche informazioni a disposizione, bensì nella nostra mente, portata comunque a generalizzare; anche quando il campione statistico non lo consentirebbe.

Lo avrà constatato chiunque abbia frequentato un reparto di maternità in qualche ospedale: serie (solo in apparenza) sorprendenti di nascite di maschietti o femminucce vengono «spiegate» secondo forze misteriose (e naturalmente non verificabili): per esempio le fasi lunari. E non crediate che le infermiere siano le uniche a essere «stregate dalla luna».

Alcuni economisti non sono da meno. Lo testimonia un articolo<sup>13</sup> di tre ricercatori dell'Università del Michigan in cui le fasi lunari sono messe in relazione con i mercati azionari di ben quarantotto Paesi, per concludere nientemeno che le azioni tendono a scendere nei giorni «intorno» alla luna piena e a salire nei giorni «intorno» a quella nuova. Un

13 K. YUAN, L. ZHENG, Q. ZHU, *Are Investors Moonstruck? Lunar phases and stock returns*, in «Journal of Empirical Finance», 13(1), 2006.

effetto che sarebbe stato quantificato nell'ordine del 3-5 per cento.

Come avrete certamente capito, il consiglio non è quello di investire in Borsa facendosi guidare dalle fasi lunari. Al contrario, per non finire in questa e altre simili trappole, abbiate sempre presente la subdola forza della «legge dei piccoli numeri» e la debolezza delle vostre predizioni.

## Imparare a rassegnarsi alla sconfitta

L'amministratore delegato di una compagnia aerea ha investito dieci milioni di euro in un progetto di ricerca per costruire un velivolo che non possa essere avvistato dai radar convenzionali. Il progetto è completato al 90 per cento quando si diffonde la notizia che un'altra compagnia ha già messo sul mercato un aereo uguale, ma più veloce ed economico. Domanda: trovandovi nei panni dell'amministratore della prima compagnia aerea, investireste il restante 10 per cento per finire il progetto? Se siete come la maggior parte delle persone (e come l'85 per cento dei soggetti cui gli psicologici cognitivi americani Hal Arkes e Catherine Blumer sottoposero questo test nel 1985) risponderete in modo affermativo. Fatto trenta, facciamo trentuno (e continuiamo a farci del male). Attenzione però: perché quando si ripropone lo stesso scenario azzerando i costi sommersi, chiedendo cioè chi sarebbe disposto a spendere un milione di euro per progettare un prodotto nettamente inferiore a uno rivale,

la percentuale di coloro che investirebbero i propri soldi cala drasticamente. In questo secondo caso la maggior parte di persone non ha difficoltà a valutare in maniera del tutto corretta la propria strategia esclusivamente in base ai costi e ai benefici *futuri*. Ma allora perché nel primo caso scatta la trappola dei costi sommersi? Probabilmente, suggeriscono i due ricercatori, per un'indebita generalizzazione della regola di comportamento per cui «non si deve sprecare»: generalizzazione da cui l'evidenza sperimentale mostra che sarebbero curiosamente immuni bambini e animali.

Fra gli investitori c'è, per contro, una ben documentata e marcata tendenza a onorare i costi sommersi. Capita a tutti di finire in trappola, e il pensare «ho investito troppo in termini di tempo, impegno, energie, soldi, sentimenti per mollare ora» può facilmente degenerare in una spirale rovinosa, tanto da condurci a pagare un euro fino a oltre tre volte il suo valore! Il meccanismo l'ha illustrato Martin Shubik, matematico ed economista di Yale, attraverso un gioco divenuto famoso. Un gioco molto semplice e divertente, di quelli che si possono proporre durante una festa, a un pubblico numeroso, quando il livello alcolico è già alto e la propensione a calcolare è minore.

È un'asta: in vendita c'è una moneta da un euro. C'è un banditore e ci sono gli offerenti. Vince l'eu-

ro in palio chi fa l'offerta più alta. La base d'asta è un centesimo. L'unica eccezione – peraltro cruciale – rispetto a un'asta normale è che il secondo miglior offerente deve pagare al banditore la somma che ha offerto, in cambio della quale, essendo arrivato secondo, non otterrà nulla. In un'escalation di imbarazzo, stress e coinvolgimento, giochi di questo tipo finiscono frequentemente con qualcuno che «vince» l'asta portandosi a casa un euro per 3 euro e 40 centesimi. E qualcun altro, il secondo, che paga poco di meno al banditore. Possiamo sospettare che ci sia in giro una notevole quantità di fessi. Ma basta ragionare passo dopo passo per sentire la forza del meccanismo che ci incatena a un investimento passato, anche solo di pochi centesimi.

Supponiamo che qualcuno abbia offerto 10 centesimi per l'euro in palio. Non sarà difficile trovare qualcun altro disposto a offrirne 11. Ma allora, a quello che aveva offerto 10 converrà andare avanti e avere l'euro per 12 centesimi, dal momento che in quanto secondo si troverebbe nella posizione di dover pagare 10 centesimi senza vincere nulla. Ovviamente lo stesso ragionamento, dopo che la posta è stata alzata a 12, lo farà anche l'altro giocatore, quello che aveva offerto 11; ora è lui a essere secondo. E così via, rilancio dopo rilancio. Arriviamo alla prima soglia critica, quella dei 50 centesimi. Il rilancio è a 51, il che significa che l'autentico vinci-

tore sarà il banditore, dal momento che riceverà sia la prima che la seconda puntata per un totale di un euro e un centesimo. Superata quella soglia, l'altro momento critico sarà a 1 euro. Sino a 99 centesimi, ci sarà sempre un guadagno, sia pure minimo, almeno per l'offerente. Arrivati a un euro, chi lo offre va in pareggio: paga un euro per un euro. Ma il secondo perderebbe 99 centesimi, e per la stessa logica che ha generato la spirale di offerte fin dall'inizio, egli riterrà preferibile perdere un centesimo offrendo un euro e un centesimo che perderne 99: «Non sarò mica io l'idiota!». L'avversario, tuttavia, fa lo stesso ragionamento, ed ecco che facilmente in brevissimo tempo ci si ritroverà di fronte a offerte che si inseguono al rialzo fino a 3, 4, 5 euro per una moneta da 1.

Se all'inizio si è motivati dal fatto di poterci guadagnare, la spirale del gioco è alimentata da fattori irrazionali e da forte emotività: salvare la faccia, minimizzare le perdite, paura di rovinarsi, punire l'avversario per averci trascinato fino a quel punto, eccetera. Tutti elementi che ci terranno zavorrati al peso della decisione già presa e che non ci consentiranno di determinare liberamente le scelte attuali.

Due sono gli antidoti per evitare simili situazioni di escalation. Il primo, banale, è di riconoscere in anticipo la trappola e stare fuori dal gioco. Se però ci si finisce dentro, l'unica scappatoia altrettanto ba-

nale ma, come abbiamo visto, difficile da attuare è: uscirne il prima possibile. Accettando che il passato è passato e rassegnandosi a incassare la perdita. Si subirà una sconfitta, ma si eviterà un danno sensibilmente maggiore.



## Il giusto mezzo

Se la performance di una squadra è peggiore dopo una partita vinta quattro a zero, e migliore dopo una partita persa quattro a zero, è semplicemente perché i risultati conseguiti in prima battuta erano estremi, dunque improbabili. L'incapacità di renderci conto di questo fenomeno, noto come «regressione ai valori medi», è uno dei tanti modi in cui ci inganniamo riguardo al manifestarsi del caso. La presunta efficacia delle celebri strigliate dell'allenatore o dei ritiri punitivi è spesso confusa con questo banale fatto statistico: quando un risultato o un valore è estremo, la sua controparte tenderà a essere più vicina alla media.

Per quanto questa sia una ovvietà, anche facile da cogliere, noi spesso non riusciamo a essere sufficientemente «regressivi», non scontiamo cioè a sufficienza gli estremi. Ci aspettiamo che una squadra che ha giocato in modo eccezionale lo faccia in qualche misura anche nella partita successiva, e che un mercato o un titolo azionario che ha regalato rendimenti strabilianti lo faccia in qualche misura anche nel prossimo futuro.

Nulla di male, se non fosse che questo modo di ragionare ci porta facilmente a ignorare i trend di lungo periodo e a reagire in modo sproporzionato alle performance recenti, alle nuove notizie e alle mode del momento. Lo ha mostrato con dovizia di dati empirici l'economista sperimentale, nonché padre della finanza comportamentale, Richard Thaler: siamo eccessivamente pessimisti per le aziende e i titoli *past losers* ed eccessivamente ottimisti per le aziende e i titoli *past winners*. Una trappola mentale da lui stesso denominata *winner-loser effect*, e che si manifesta sia a livello di singoli titoli sia a livello di mercati. Esaminando una serie storica dal 1926 al 1982, Thaler ha potuto verificare che le azioni del New York Stock Exchange che in un intervallo di tre anni hanno goduto di ritorni estremi nel periodo successivo hanno inesorabilmente visto il proprio prezzo muoversi nella direzione opposta. Thaler ne ha tratto una lezione generale (sulla quale, è degno di nota, si fondano la strategia di investimento e il successo della Fuller&Thaler Asset Management Inc.): se gli investitori sono esageratamente ottimisti o pessimisti riguardo al valore di un particolare titolo, e se i fondamentali della società non subiscono variazioni, allora il loro atteggiamento si rovescerà nel corso del tempo.

Un po' come ci comportiamo nei confronti del nostro campione preferito e della nostra squadra del cuore, per cui ogni piccolo indizio è motivo di esal-

tazione o di depressione. Fino ad arrivare a rasentare la pura superstizione, come mostra un caso diventato piuttosto famoso: la cosiddetta «maledizione di "Sport Illustrated"». Per chi non lo sapesse, esiste una vera e propria superstizione per cui il personaggio o la squadra che si conquista la copertina del celebre magazine l'anno successivo va incontro a ogni tipo di sfortuna: cattivi risultati, infortuni, inarrestabile declino e così via. La serie di atleti è lunghissima, e le «spiegazioni» di natura psicofisica si sprecano. Ma l'unica spiegazione plausibile è che non ci sia bisogno di alcuna spiegazione. A finire su quella copertina è solo chi abbia recentemente ottenuto risultati fuori dalla norma, del tutto eccezionali. Niente di più prevedibile che tali performance estreme siano seguite da performance che si avvicinano alla media. E nella media degli eventi, se si è un atleta, sono incluse in considerazione la possibilità di subire qualche infortunio e quella di giocare stagioni non del tutto brillanti. Ma questo ovviamente non ha nulla a che vedere con il fatto che «Sport Illustrated» porti sfortuna. Tutt'al più ha a che fare con le nostre personalissime illusioni mentali.

## Resistere alle tentazioni

Legarsi all'albero per non farsi irretire dalle Sirene. La saggezza che permise a Ulisse di tornare a Itaca si declina, in questo famoso episodio, in modo del tutto particolare. L'eroe dell'*Odissea*, infatti, era consapevole di essere prevedibilmente irrazionale, sapeva che la forza della ragione sarebbe stata insufficiente a salvaguardarlo dalla appassionata attrazione del canto delle magnifiche creature marine. Eppure, a differenza dei suoi uomini, seppe individuare e neutralizzare questo suo limite.

Come abbiamo visto, ci troviamo spesso nei panni di Ulisse quando vogliamo smettere di fumare, perdere peso, accantonare risparmi, investire in modo responsabile, ossia in tutti quei casi in cui dobbiamo decidere se indulgere in una gratificazione immediata oppure differire la soddisfazione più lontano nel tempo. Ma nel trovare l'albero a cui legarci siamo molto meno efficienti. Lui aveva preso sul serio i consigli della maga Circe, mentre noi non prendiamo altrettanto seriamente i limiti del nostro autocontrollo.

Eppure non sarebbe così difficile. Ecco un esempio. Avete bisogno di risparmiare, vostra moglie soffre di shopping compulsivo da carta di credito e voi stessi non sapete trattenervi dagli acquisti online? Sappiate che pagare con i «soldi di plastica» cambia fondamentalmente il calcolo mentale. Le carte rendono la transazione del tutto astratta, riducendo in misura notevole l'attivazione di quella parte del nostro cervello sensibilissima al dolore di perdere. Come se la carta – al contrario delle banconote – anestetizzasse la chimica dei neuroni deputati a intercettare l'emozione negativa associata a un pagamento. Due ricercatori della Business School del MIT di Boston hanno potuto verificare sperimentalmente che in un'asta per acquistare i biglietti di una blasonata partita di basket, a parità di condizioni, l'offerta di chi pagava con carta di credito era doppia rispetto a chi pagava in contanti. Non solo si è disposti a pagare di più, dunque, ma con la carta di credito aumentano anche gli acquisti d'impulso, nonché per esempio si comprano molte più bibite, merendine e altro cibo poco nutriente ma di immediata soddisfazione.

Un altro interessante studio mostra che, per la verità, lo stesso avviene anche con le banconote, se di piccolo taglio: 20 euro in una singola banconota non sono trattati allo stesso modo degli identici 20 euro in pezzi da 1 euro. Nel secondo caso infatti escono dal portafogli molto più in fretta. Evidentemente a

piccole dosi il dolore della perdita è meno intenso e risulta più difficile resistere a una gratificazione immediata rispetto a un risparmio di là da venire (suggerimento di psicoeconomia quotidiana: uscite con una banconota da cento euro e lasciate a casa la carta di credito).

Il meccanismo cerebrale da cui Ulisse cercò, con successo, di tutelarsi è insomma lo stesso che rende noi spendaccioni. Le carte di credito si avvalgono di un baco nel nostro cervello per cui il nostro sistema limbico tende a sopravvalutare il piacere immediato dato da un acquisto (un paio di scarpe, il nuovo smartphone) e a sottovalutare il costo delle conseguenze finanziarie sul lungo periodo.

Che fare? Semplice: ibernando la tentazione. In senso letterale. Si prenda un bicchiere, lo si riempia d'acqua e vi si immerga la carta di credito. Quindi lo si metta nel congelatore. Al prossimo impulso di acquisto non vi resterà che attendere che la carta si scongeli. A quel punto è probabile che, come Ulisse, stiate navigando in acque più tranquille e il vostro «cervello emotivo» abbia mollato la presa e con essa il desiderio di gratificazione immediata, per un più saggio risparmio futuro. La stessa logica vale ovviamente per la prossima sigaretta, il prossimo piatto di patatine fritte, e... giudicate voi stessi, se non vale anche per i vostri investimenti alla ricorso dell'ultimo titolo dot.com. Ibernare la decisione, di quel poco (o

tanto) che serve può significare mettersi in condizioni di prenderla con più razionalità.

Fuor di metafora: l'unico modo per essere razionali nelle vostre decisioni è sapere che non lo siete. E trovare il freno adatto a seconda delle circostanze.

## Non farsi fregare dai rimpianti

La scena è di quelle memorabili. Casablanca, 1941, sullo sfondo una pista d'aeroporto. Rick (Humphrey Bogart) fissa profondamente negli occhi Ilsa (Ingrid Bergman): «Entrambi dentro di noi sappiamo che tu appartieni a Victor. Se questo aereo decollerà e tu non sarai con lui, te ne pentirai. Forse non oggi, forse non domani, ma presto e per il resto della tua vita».

Che sia una storia d'amore, la scelta di un corso di studi o di una professione, l'acquisto di una casa o un investimento in Borsa, prima o poi nella vita a ciascuno di noi capita di trovarsi su quella pista. E come per Ilsa la nostra decisione potrebbe dipendere dal timore per il rimpianto che proveremmo se la scelta si rivelasse sbagliata: «Se solo fossi salita su quell'aereo...».

Ci infiliamo nella spirale del rimpianto quando abbiamo perso un treno per una manciata di minuti, quando abbiamo fallito l'agognato guadagno per un soffio, quando sarebbe bastato nulla per evitare la tragedia, quando la palla ha colpito il palo. Non



possiamo allora sottrarci a quel «ruminare interiore» in cui la nostra mente mette in fila tutti gli istanti in cui le cose sarebbero potute andare diversamente, consumandoci di delusione, amarezza, frustrazione, senso di impotenza. Un ruminare determinato dalla vicinanza palpabile a un «mondo possibile» che avvertiamo essere stato a portata di mano sebbene non si sia realizzato.

Nel rimpianto, emozione e cognizione sono visceralmente connesse; anzi, l'emozione scaturisce ed è amplificata proprio da un ragionamento. Per la precisione, dal pensiero di ciò che sarebbe potuto essere o avrebbe potuto accadere se avessimo agito diversamente. Ma dove sta la trappola? Innanzitutto nell'irrazionalità del giudizio dettato dal rimpianto. Immaginiamo il signor Rossi che arriva trafelato in stazione e vede il suo treno allontanarsi sui binari senza di lui. E immaginiamo il signor Bianchi che sotto identiche circostanze perde lo stesso treno perché arriva in stazione in ritardo di oltre quindici minuti. Chi proverà maggior rammarico? La situazione è oggettivamente la stessa; entrambi dovranno aspettare il prossimo treno. Eppure Rossi sarà più dispiaciuto. Perché? Perché il «mondo possibile» in cui Rossi avrebbe potuto arrivare in tempo gli apparirà molto più vicino alla realtà rispetto al «mondo possibile» di Bianchi. Per Rossi è facile immaginare che, se solo il taxi avesse evitato quella strada intasata di traffico,

ce l'avrebbe fatta. Proprio come l'atleta olimpionico medaglia d'argento, che non potrà non paragonarsi al suo vicino con la medaglia d'oro, solo un gradino più in su. A differenza del terzo classificato, battuto dal secondo, ma meno rammaricato se non addirittura (irrazionalmente) più felice.

Attenzione: la vera forza del rimpianto non scaturisce solo dall'emozione che proviamo nel contemplare un passato che avrebbe potuto essere ma anche dal modo in cui, proiettando nel futuro quella stessa emozione, lasciamo che determini le nostre decisioni (proprio come nel caso di Ilsa). Del resto, le nostre emozioni ci preparano continuamente per il futuro: immaginiamo come ci sentiremmo se vincessimo a una lotteria, se i mercati salissero o scendessero del 10 per cento, se ci trasferissimo a vivere in California, se ci aumentassero lo stipendio.

Anche l'anticipazione dell'emozione del rimpianto gioca un ruolo cruciale. E non solo per i risparmiatori più sprovveduti. Il rimpianto infatti miete vittime illustri. Fra di esse nientemeno che Harry Markowitz, vale a dire il Premio Nobel per l'economia del 1990, «per i suoi contributi pionieristici nell'ambito dell'economia finanziaria». Stiamo parlando proprio di colui che negli anni '50 ha sviluppato la «teoria della frontiera del portafoglio»: cioè un modo per ottimizzare la rendita degli investimenti diversificandoli e combinandoli al fine di ottenere il massimo

rendimento per un dato livello di rischio. Ebbene, quando Markowitz ha dovuto decidere il suo schema pensionistico, che cosa ha fatto? Lo ha raccontato lui stesso al settimanale «Money»: «Avrei dovuto calcolare la covarianza storica per tutte le classi di titoli, quindi tracciare una frontiera efficiente. Invece ho visualizzato la mia afflizione se il mercato azionario fosse andato su e io non fossi stato dentro; o se fosse andato giù, e io fossi stato dentro completamente. La mia intenzione è stata di minimizzare il rimpianto futuro, quindi ho diviso il mio investimento 50/50 tra azioni e obbligazioni». Quando si tratta dei propri soldi, anche Markowitz ha finito con lo scegliere «di pancia», piuttosto che mettere in pratica la teoria che gli è valsa il Nobel.

## Anche i numeri ingannano

Immaginate di partecipare a una lotteria. Se estraete una pallina rossa da un'urna, vincete 50 euro. Potete scegliere di pescare da una fra due diverse urne: la A contiene 1 pallina rossa su 10, la B 8 rosse su 100. Quale scegliete? Le probabilità di vincita sono maggiori scegliendo l'urna A piuttosto che la B (10 per cento contro 8 per cento). Non poche persone, tuttavia, cedono alla tentazione di scegliere l'urna B, ignorando del tutto il calcolo delle probabilità. Coloro che scelgono l'urna B si costruiscono un'immagine mentale delle palline vincenti che li spinge a preferire le 8 dell'urna B. Dopotutto, nella A c'è una sola pallina rossa: perché mai dovrei aspettarmi di pescare proprio quella?

La forza di questa rappresentazione mentale mette in secondo piano il numero totale delle palline nelle due urne e le relative probabilità facendo prevalere, erroneamente, una valutazione irrazionale. Paul Slovic dell'Università dell'Oregon ha studiato questo e altri casi simili, riconducendoli agli effetti di una rea-

zione emotiva di fronte a un problema. Fare ricorso a un'impressione emotiva immediatamente disponibile è, come abbiamo visto, un processo cognitivo più rapido della considerazione analitica di diversi aspetti, ma non per questo più corretto, anzi. Slovic ha osservato che la componente emotiva può costituire guida molto potente (e fallace) al giudizio e alla decisione; e ha coniato il termine di «euristica degli affetti».

I risultati dell'esperimento delle due urne, a prima vista, possono far sorridere. Ma provate a considerare un caso come questo:

- a) il cancro causa ogni anno in media 24,14 morti su 100;
- b) il cancro causa ogni anno in media 1.286 morti su 10.000.

È facile rendersi conto che nel primo caso il livello di rischio di morte per cancro è circa il doppio che nel secondo: 24,14 per cento contro il 12,86 per cento sul rischio totale di morte. Eppure, un esperimento ha mostrato che il 75 per cento delle persone considera il cancro più rischioso nel secondo caso! Evidentemente il diverso ordine di grandezza a cui le due cifre si riferiscono non esercita il peso che dovrebbe.

Se si tratta di risparmi e investimenti, le conseguenze più notevoli della «euristica degli affetti» si osservano quando presentazioni diverse delle stesse

informazioni sollecitano reazioni emotive, e quindi potenziali decisioni, di segno opposto. Vediamo un esempio. Un anno fa avete acquistato due fondi di investimento che avevate pagato 1 euro. Incontrate il vostro consulente che vi informa che il primo ha guadagnato il 12 per cento del suo valore iniziale, mentre il secondo ha perso il 20 per cento. Ora fate attenzione, perché il vostro consulente potrebbe non amare le percentuali, e dirvi che il primo fondo è aumentato di 0,12 euro e il secondo è diminuito di 0,20 euro. In che misura questa differente descrizione dell'identico stato di cose potrebbe modificare la vostra soddisfazione per l'investimento e le decisioni che ne seguono? Una ricerca ha mostrato che se il rendimento è positivo le persone sono più soddisfatte se il risultato è presentato in termini di percentuale («12 per cento» è «emotivamente» meglio di «più 0,12»); ma se il rendimento è negativo sono più soddisfatte (cioè meno insoddisfatte) se il risultato è presentato in formato decimale («meno 0,20» è «emotivamente» meno peggio di «meno 20 per cento»).

Ho chiesto all'autore di questo studio, Enrico Rubaltelli dell'Università di Padova, perché la nostra mente reagisca in questo modo e con quali conseguenze sulle scelte di investimento: «Il dato percentuale utilizza un formato numerico di valore assoluto più elevato. E questo genera reazioni emotive più intense e motiva gli investitori a vendere un titolo sia

quando esso guadagna, perché sembra di aver ottenuto un buon rendimento, sia quando perde, perché si rimane delusi dalla scelta fatta. Quando invece viene usato un formato decimale, caratterizzato da un valore assoluto minore, le reazioni sono meno intense e gli investitori tendono a non vendere». La prossima volta che guardate le performance del portafoglio non dimenticate di considerare gli «oggettivi» valori numerici togliendovi le lenti distorcenti delle vostre emozioni. Per la nostra personalissima economia emotiva non tutti i numeri sono uguali.

## Malati di ottimismo

La tendenza ad aspettarci un futuro migliore del presente è nota come ottimismo. Non poche ricerche ne hanno evidenziato le conseguenze positive: gli ottimisti, se paragonati ai depressi, parrebbero avere maggiori probabilità di guarire da un tumore, minori probabilità di soffrire di malattie cardiovascolari, e in media una vita più lunga. Qualcuno ha addirittura inserito il pessimismo tra i fattori di rischio per la salute, come il fumo e l'obesità. Secondo uno studio piuttosto singolare sullo stato d'animo delle suore (dedotto dall'esame delle loro emozioni quotidiane espresse nei diari privati), quelle dal temperamento allegro vivrebbero di media un decennio in più delle loro colleghe tristi.

L'ottimismo non giova evidentemente solo al benessere individuale, ma anche alla società nel suo complesso; basti immaginare un Paese in cui nessuno si assuma il rischio di creare nuove aziende, investire in ricerca, cercare nuovi farmaci. Tuttavia, se una giusta dose di ottimismo è da auspicare, l'ottimismo



eccessivo è un vero e proprio boomerang. Tanto pericoloso, quanto diffuso. La maggior parte di persone ne soffre.

L'iper-ottimista sottostima i rischi e sovrastima le probabilità di successo, pianificando le proprie azioni di conseguenza. Si aspetta che il futuro abbia in serbo eventi positivi anche quando non vi è nessuna prova a sostegno di tale previsione. Gli studenti universitari, per esempio, tendono a sovrastimare il numero di lavori che saranno loro offerti e il loro primo stipendio; la maggior parte dei fumatori ritiene di avere meno probabilità della media di incorrere in una malattia associata al proprio vizio; la maggior parte degli sposi sottostima la probabilità di divorziare (anche quando vengono loro esplicitamente mostrate le statistiche), e la maggior parte di tutti noi si aspetta di vivere più a lungo e più in salute di quanto si evincerebbe dai dati di media.

E gli analisti finanziari? Non fanno eccezione.

Lo documenta uno studio su «McKinsey Quarterly»<sup>14</sup> rilevando come nell'arco del periodo dal 1985 al 2009 gli analisti si siano mostrati «tipicamente troppo lenti nel rivedere le proprie stime di fronte al cambiare delle condizioni economiche, e troppo veloci nel fornire previsioni incrementalmente inac-

14 M. GOEDHART, R. RAJ, A. SAXENA, *Equity Analysts: Still Too Bullish*, in «McKinsey Quarterly», 2010.

curate durante le fasi di declino di crescita economica». Solo in rarissime circostanze gli utili per azione che si sono effettivamente realizzati sono risultati più alti degli utili per azione previsti. E solo due volte in venticinque anni, la crescita effettiva ha superato la crescita stimata (in entrambi i casi durante il recupero in seguito a una recessione). «In media» conclude lo studio «le stime degli analisti sono risultate circa del 100 per cento troppo alte.» Il 100 per cento è la misura di quanto possano essere (sistematicamente) mal calibrati i giudizi degli esperti intrappolati da un ottimismo eccessivo.

Questa trappola mentale, del resto, trascende sesso, età, educazione e nazionalità. Nessuno ne è immune, tranne un caso, a cui abbiamo accennato: le persone affette da disturbi depressivi. Costoro non cercano di autocompiacersi addolcendo la realtà, hanno una visione più disincantata della vita, non sotto-stimano i rischi e fanno previsioni più accurate della media. Sono indubbiamente più tristi, ma più saggi.

## Indigestione di news

Abbiamo visto in precedenza che essere più informati non significa necessariamente investire meglio. Ma nello specifico, esiste un modo in cui anche l'informazione funziona, a volte, come una trappola mentale. Vi siete mai chiesti, infatti, che effetto hanno le notizie finanziarie sul modo in cui gestite i vostri risparmi? Alcuni studiosi di Harvard hanno cercato la risposta per via sperimentale.

Ad alcuni soggetti, divisi a caso in due gruppi, è stato chiesto di gestire un identico portafoglio di azioni, con l'obiettivo evidente di guadagnare il più possibile. Ma con una variante decisiva. Il primo gruppo era esposto a tutta l'informazione che potesse desiderare: telegiornali finanziari, articoli specializzati, pareri di esperti, ecc. Inoltre potevano assistere minuto per minuto alla fluttuazione del valore del proprio portafoglio. Il secondo gruppo non aveva un tale privilegio, e anzi era invitato a evitare di acquisire qualsiasi informazione, sia sullo stato dell'economia e dei mercati, sia sul portafoglio titoli. Quale dei due

gruppi ha guadagnato di più al termine dell'esperimento? Chi si è febbrilmente informato, o chi ha tranquillamente oziato?

Il primo gruppo – quello degli informati – ha fatto significativamente peggio di quello dei disinformati. Il risultato di per sé sorprendente è ancora più rilevante se si considera che, nelle fasi di volatilità dei mercati, il primo gruppo aveva una performance addirittura *del doppio peggiore* rispetto al secondo. E ciò, si noti bene, indipendentemente dal fatto che le notizie fossero buone (mercati in crescita) o cattive (mercati in flessione), tante o poche, accurate o inaccurate, precise o fuorvianti.

Il problema infatti non sta nelle quantità o qualità dell'informazione (o perlomeno non solo qui), ma nell'inadeguatezza della nostra mente. Soprattutto da quando Internet ha reso l'accesso all'informazione in tempo reale rapido, efficiente, semplice come mai, siamo esposti a un fuoco di fila di serie storiche, trend, prezzi, volumi di scambio, notizie, consensi, raccomandazioni, forum e così via. Una marea di dati, commenti e consigli che non fanno che renderci iper-attivi e iper-reattivi. Ansiosi e preoccupati per i nostri risparmi corriamo a comprare o a vendere titoli sulla scorta delle ultimissime notizie, di cui sovrastimiamo sistematicamente la rilevanza. Per di più, il bombardamento di news «fa reazione» con un'altra illusione a cui come abbiamo visto siamo esposti,

ovvero la convinzione che ciò che vale per il breve debba valere anche per il lungo periodo. Con l'effetto di spalancare sotto i nostri piedi – e dentro i nostri portafogli – una gigantesca trappola mentale.

Anni fa un noto servizio di trading online della prima ora, proposto da una banca italiana, aveva scelto come proprio slogan *You've got the power*, ma è evidente che si tratta al più di un'illusione di potenza. Inoltre non dimentichiamo che, come abbiamo visto dati alla mano, chi compra e vende azioni più frequentemente ha performance peggiori.

Attenzione, dunque. Se la fretta, come da saggezza contadina, è cattiva consigliera, anche i media non scherzano, persino quelli più specializzati, se assunti in modo acritico e in dosi massicce. In più, l'effetto dei media è particolarmente forte quando i mercati sono volatili. E negli ultimi anni i mercati lo sono stati molto.

## La trappola del ricordo

Avete scoperto di avere una carie e vi trovate sulla scomoda poltrona del dentista. Preferireste:

- a) farvi trapanare dolorosamente il dente per trenta minuti;
- b) farvi trapanare dolorosamente il dente per trenta minuti, quindi in modo meno aggressivo e relativamente gradevole per altri quindici?

«A freddo» ci sembrerà del tutto ragionevole scegliere l'esperienza «a», così da risparmiarci almeno il quarto d'ora supplementare. Ma non sempre quello che è ovvio «a freddo» è quanto si verifica «a caldo».

In un esperimento – che dobbiamo ancora al genio di Daniel Kahneman – un gruppo di volontari è stato pagato per sottoporsi all'esperienza «a» e all'esperienza «b». È stato quindi chiesto loro quale delle due esperienze avrebbero preferito ripetere. Sorprendentemente oltre l'80 per cento dei soggetti ha scelto di sottoporsi nuovamente alla procedura più

lunga «b». Come è possibile? A quanto pare non sempre quanto crediamo di sapere circa ciò che ci arrecherà maggior piacere o dolore corrisponde alla realtà, come possiamo constatare *dopo* che abbiamo fatto esperienza diretta di quel piacere o dolore.

La nostra memoria, come ben sappiamo, non è una neutrale e spassionata collezione di fatti, ma ci fornisce una ricostruzione degli eventi inestricabilmente legata alle emozioni che li hanno accompagnati. Cosicché nel valutare una data esperienza, succede che si trascuri la durata complessiva dell'episodio e che il giudizio finale venga piuttosto determinato dall'intensità del momento più doloroso (il picco dell'episodio) e dagli ultimi istanti (la fine dello stesso episodio), secondo la regola detta, appunto, «del picco e della fine». Semplicemente, *prima* di un'esperienza diretta, preferiamo meno dolore; *dopo* ne preferiamo di più, purché ci lasci un ricordo migliore!

Immaginate ora di accostare l'andamento del dolore provato sulla poltrona del dentista e quello provato sull'altalena della Borsa. Per testare la vostra razionalità, o viceversa la forza delle emozioni legate al ricordo, provate a chiedervi se le vostre decisioni di investimento «a freddo» possano variare rispetto alle decisioni «a caldo», quelle cioè maturate *dopo* avere vissuto gli alti e bassi dei mercati e soprattutto *dopo* le oscillazioni delle ultime settimane. Tutto sommato, recarsi dal proprio promotore finanziario quando le

cose in Borsa non sono andate bene, o addirittura quando sono andate malissimo, può essere doloroso (e costoso) come sottoporsi al trapano del dentista. Da questo punto di vista, nel ricostruire e anticipare le proprie esperienze, gli investitori non sono affatto diversi dai pazienti. E come per i pazienti, anche il loro modo di percepire un'esperienza passata – per esempio il percorso seguito da un mercato, un fondo o un titolo – può influenzarne sensibilmente le scelte future.

Ecco un esempio. Poniamo che un anno fa abbiate comperato molte azioni di due titoli, una società biotech e una dot.com, in entrambi i casi a 10 euro per azione. Nel corso dell'anno la dot.com perde costantemente e lentamente valore fino ad arrivare a 7. Il titolo biotech resta invece fermo a 10 per tutto il periodo salvo crollare di colpo a 8 euro negli ultimissimi giorni. Chiaramente al termine dell'anno le azioni biotech sono state un investimento migliore delle dot.com, ma l'emozione legata al modo in cui avete visto calare il valore del vostro investimento è molto diversa. Nel primo caso un lungo declino; nel secondo una perdita fulminea alla fine dell'anno. Attenti, perciò, perché scegliere in base alle emozioni potrebbe indurvi a preferire per l'anno successivo proprio il titolo che oggettivamente ha perso di più.



## Mai mettersi in viaggio senza airbag (emotivo)

Abbiamo visto come emozioni dalla sfumatura tipicamente «sentimentale» quali il ricordo e il rimpianto possano avere effetti eminentemente pratici sulle nostre finanze. Il secondo in particolare, dato che integra il primo: il rimpianto – lo dice la parola – è un ricordare piangendo. E segue percorsi strani. Chiedetevi per esempio se, a fronte di un'equivalente perdita monetaria, rimpiangerete di più avere venduto un titolo «vincente» troppo presto, oppure avere tenuto un titolo «perdente» troppo a lungo. Se siete come la maggior parte delle persone, il secondo scenario è quello emotivamente più doloroso, quello cioè che suscita un rimpianto più intenso.

Ora immaginate uno scenario simile, con la differenza che il corso d'azione vi è stato suggerito dal promotore finanziario di vostra fiducia. Che ne è del vostro rimpianto? I dati di un esperimento<sup>15</sup> progetta-

15 B. BRUCE (ed.), *Handbook of Behavioral Finance*, Edward Elgar Pub, 2010.

to proprio allo scopo di investigare il rimpianto (o la soddisfazione) indotto da investimenti finanziari hanno messo in luce che quando i soggetti guadagnano per aver accettato il (buon) consiglio del promotore, provano un livello di soddisfazione inferiore rispetto a quando agiscono con successo di propria iniziativa; tuttavia quando perdono, soffrono maggiore rimpianto se hanno agito da soli invece che su consiglio altrui.

Due sono gli aspetti interessanti. Primo, il rammarico (o la soddisfazione) per un investimento non è una semplice funzione del suo risultato finale. Come al solito, guardiamo all'esito dei nostri investimenti attraverso lenti colorate di emozioni. Secondo, le decisioni mediate dai consigli di un consulente hanno un minore impatto emotivo. Il promotore finanziario agirebbe in questo senso da *emotional shock absorber* attenuando il rimpianto per le perdite. Una sorta di airbag emotivo, pronto all'uso, per farsi meno male se si va a sbattere, e quindi utile per prendere decisioni migliori (meno condizionate da eventi negativi) la prossima volta.

## CONCLUSIONE

### I 10 comandamenti dell'investitore psicoeconomicamente consapevole

1) *Non procrastinare.* Investire i propri risparmi è un compito gravoso, soprattutto dal punto di vista emotivo. Ma rimandare non è la soluzione ai problemi.

2) *Non investire tutto sotto casa.* I titoli familiari non sono per questo i più sicuri, chiedetelo agli emiliani che hanno sottoscritto Parmalat. La loro presunta «sicurezza» è frutto di un'illusione per cui riteniamo che ciò che conosciamo bene sia anche meno incerto. Sostituiamo un'unica variabile alle tante che dovremmo tenere in considerazione cercando così di allontanare il senso di inquietudine associato al rischio. In realtà, lo aumentiamo.

3) *Non credere che il futuro sia uguale al passato.* Se nell'ultima settimana ha fatto bel tempo, non significa che domani non vi servirà l'ombrello. La nostra mente si inventa tendenze e relazioni dove queste non sussistono. Inferisce sistematicamente troppo da troppo pochi dati. È un altro palliativo all'angoscia

dell'incertezza; ma come tale vi farà stare bene solo il tempo di un'illusione.

4) *Essere regressivi.* Non aspettatevi che un titolo azionario che ha regalato l'anno scorso rendimenti strabilianti lo faccia anche quest'anno. Proprio come non dovrete aspettarvi che un padre alto due metri abbia un figlio più alto di lui. In entrambi i casi ciò che è più ragionevole ipotizzare è appunto una regressione ai valori medi. Se state scommettendo su un titolo vincente che ha già vinto è la prova che non ci siete riusciti.

5) *Non investire come le scimmie...* Si è visto che scimmie addestrate all'uso del denaro subiscono l'effetto dell'avversione alle perdite proprio come noi. Anche loro per compensare il dolore inflitto da una perdita di 10 euro hanno bisogno di vincerne poco più del doppio. L'avversione alle perdite è una caratteristica innata ed evolutivamente antica, ben radicata nel nostro cervello. Risale ad almeno quaranta milioni d'anni fa. L'avversione alle perdite porta con sé un atteggiamento di puro autolesionismo quando viene applicata alla gestione del proprio portafoglio: vendiamo troppo presto i titoli in guadagno per mettere le mani su un guadagno certo (le azioni vendute nel giro di un anno superano mediamente del 3,4 per cento quelle tenute in portafoglio) e teniamo

troppo a lungo i titoli in perdita con la speranza di recuperare. Anche se vi viene innaturale, provate a fare l'esatto contrario.

6) ... *e neppure come le pecore*. L'istinto che ci spinge a seguire il gregge è molto simile a quello delle epidemie di malattie infettive. Quanto più ne siamo ignari, quanto più ci troviamo in un gruppo coeso e in balia di forti emozioni, tanto più l'effetto sarà clamoroso. E di pecore ricche in giro ancora non se ne sono viste.

7) *Non stare sempre sul prezzo*. Fissato un orizzonte temporale per il vostro investimento, correre dietro a ogni fluttuazione controllandone spasmodicamente l'andamento non lo farà andare meglio, così come la torta non cuocerà prima se la state a guardare. Anzi, è probabile che possiate fare danni. Proprio perché le perdite fanno più male di quanto i guadagni ci rendano felici, potreste diventare sempre meno inclini a restare investiti e privarvi di una porzione importante di ritorni sul lungo periodo. L'iperattività non aiuta i risparmi. I dati mostrano che un maggiore turnover di portafoglio significa minori ritorni (inferiori fino al 7 per cento) e che chi è passato dagli ordini telefonici a quelli online ha visto diminuire i propri ricavi (mentre aumentavano in commissioni quelli della banca).

8) *Non illudersi di controllare gli eventi.* L'imprevedibile accade. Come mostrano le indagini su un gran numero di esperti in vari campi, gli analisti sarebbero comparativamente i peggiori a fare previsioni, ma anche i più sicuri delle proprie capacità. Per quanto si giochi mentalmente con il rischio cercando di addomesticarlo, prima o poi siamo chiamati a renderne conto. Meglio saperlo prima.

9) *Non autocompiacersi.* Ascrivere i successi alle nostre capacità e scaricare i fallimenti sugli altri o sulle circostanze non è il modo migliore di imparare dall'esperienza.

10) *Non sottostimare questo decalogo e i consigli di questo libro.*



## APPENDICE

### Investimento

*Cosa rivela il test sul comportamento  
di promotori e risparmiatori*

*a cura del CRESA,  
con la collaborazione di Luciano Canova  
e Tommaso Reggiani*





### Investimente, *il test per capire e poi investire*

In queste pagine abbiamo visto quanto, e in parte come, le emozioni ci guidino in scelte di risparmio e di investimento che, come peraltro vorrebbero molte teorie economiche classiche, riteniamo invece «razionali». Abbiamo anche visto quanto la finanza comportamentale possa aiutare nell'evidenziare queste dinamiche emozionali per migliorare la consapevolezza e la qualità delle nostre scelte, oltre che della nostra comunicazione in materia economica e finanziaria. Partendo da questa nuova consapevolezza, viene spontaneo chiedersi: e io, quanto sono esposto a queste «trappole mentali» nelle mie decisioni finanziarie? A quali, in particolare?

Per questo Schroders nel 2013 ha sostenuto l'iniziativa *Investimente.it*, il progetto di ricerca attraverso test individuali a cui si è già accennato nell'Introduzione. Vediamone qui più nel dettaglio funzionamento e risultati. Si tratta di un test psico-finanziario che consente di isolare il ruolo giocato da differenti

stati emotivi e dai tratti di personalità nel modificare il contesto di scelta di ogni rispondente; detto in altre parole, consente di valutare il livello di emotività degli investitori.

A un anno dal lancio dell'iniziativa, sono state raccolte più di 2.000 osservazioni, e si può quindi passare a trarre qualche conclusione, o perlomeno a rilevare qualche linea di tendenza. Innanzitutto, esistono correlazioni significative tra le principali trappole cognitive e gli stati d'animo. In secondo luogo, e di conseguenza, è possibile prevedere con una certa precisione quale tipo di errore decisionale si rischia, quando siamo sotto l'effetto di una determinata emozione. E stare all'erta.

In un profilo ideale – non solo di investitore! – fatica, confusione, tensione, tristezza, rabbia e paura sono basse, mentre il vigore è alto. In questo caso si è in «equilibrio» e nella condizione migliore per prendere decisioni. Al contrario, un livello di stress significativo può condizionare negativamente il processo decisionale. Come se non bastassero le emozioni, poi, anche alcuni tratti della personalità influenzano in modo significativo le nostre scelte. Indulgere nelle gratificazioni immediate, comportarsi in modo gregario o avere uno spiccato autocontrollo, per esempio, sono tratti che possono renderci investitori più o meno accorti. Aver consapevolezza di queste caratteristiche (e quindi conoscere meglio se stessi) è uno

dei passi principali verso decisioni finanziarie più responsabili e soddisfacenti.

Di certo, non è possibile con un test valutare a 360 gradi carattere, attitudini, sentimenti e sensazioni, ma è possibile raccogliere alcune indicazioni significative, facendo le domande giuste. Per esempio, il test chiede di definire i propri stati d'animo e i tratti della personalità assegnando un valore su una scala da 1 a 10 a determinate variabili. Gli stati d'animo sono proposti per aggettivi, come: energico, confuso, ansioso, distratto. Il tasso di «intrappolamento», ovvero di esposizione a una trappola, viene espresso poi con la stessa scala: chiaramente, valori bassi indicano un livello basso di intrappolamento; valori alti stanno a indicare il contrario.

Cosa succede? Quel che era lecito aspettarsi da un qualunque animale: presi dal panico, smettiamo di ragionare. O, per essere più precisi, se siamo spaventati o tesi saremo più facilmente «intrappolati», mentre se ci sentiamo felici e pieni di energia il contesto di scelta migliorerà. Non in tutti i casi, però. Esistono trappole, prima fra tutte l'*overconfidence* (l'eccessiva sicurezza di sé), per cui uno stato d'animo più «euforico», dal momento che agisce da integratore della fiducia, aumenta la possibilità di sbagliare. E, confermano i dati, sbaglia di più, cioè tende a cadere nella trappola in modo intenso, chi è più sicuro di sé, dunque chi più confida nella propria esperienza: nel

nostro campione, i promotori rispetto ai risparmiatori. Di questa influenza del contesto professionale, di per sé inevitabile, bisogna essere consapevoli perché può avere impatto sulla modalità di interazione con il cliente.

Più inaspettato è invece il fatto che la stessa dinamica si presenti riguardo all'«effetto disposizione» (riassumibile come «vendo troppo presto i vincenti e tengo troppo a lungo i perdenti»). Chi è più esperto, compresi i promotori finanziari, si dimostra più esposto anche a questa trappola. Perché? La risposta si trova probabilmente di nuovo nel contesto in cui gli operatori sono immersi, con più informazione e quindi più fortemente esposti agli umori del mercato. In momenti di crisi e di mancanza di fiducia a livello macroeconomico aumenta in generale la tendenza a vendere titoli buoni troppo presto (per aumentare la liquidità) e a mantenere, d'altro canto, troppo a lungo un portafoglio con una performance scarsa.

È interessante notare una distribuzione di genere a proposito, di nuovo, della trappola dell'*overconfidence*: le donne vi cadono meno spesso, anche se lo scarto non è enorme. E il contrario? Esiste anche la trappola degli insicuri? Esiste ed è il cosiddetto *snake-bite effect*, ovvero l'eccessiva prudenza determinata da una perdita precedente. In questo tranello cadono più facilmente i più anziani: c'è da presumere che

l'accumulo di esperienze pregresse induca a una maggior prudenza. Anche troppa.

Ma torniamo alla distinzione da cui siamo partiti, cioè quella tra stati d'animo positivi e negativi. In fondo, è soprattutto questo che vogliamo sapere: da quali tipi dobbiamo difenderci quando ci sentiamo «al massimo», per esempio dopo una vincita o in una fase di euforia dei mercati, e da quali invece quando succede il contrario?

*Come investono le persone (in)felici*

L'effetto felicità esiste. E anche il suo contrario. Livelli maggiori di infelicità rendono a quanto pare più esposti alla paura di sbagliare di nuovo: certo, il tema andrebbe approfondito, ma come abbiamo osservato nel libro il rimpianto è una molla potente per orientare le nostre azioni. Ma soprattutto, i dati rivelano che la felicità agisce come una specie di scudo emotivo: le persone che si dichiarano felici (assegnando a questa caratteristica un valore di almeno 7 punti su 10) sono meno propense a cadere nelle trappole, in tutte quante. Un dato che fa riflettere più di ogni altro sulla nostra presunta razionalità. Vedremo in questo paragrafo esattamente in che modo e quanto diverse trappole siano influenzate da diversi stati d'animo.

Prima di farlo occorre una piccola precisazione sugli indicatori usati per investigare l'impatto di stati

emotivi e tratti della personalità. Sono due: il primo cattura lo stato emotivo del soggetto che deve prendere una decisione; il secondo rappresenta invece la percezione di controllo sulla propria vita, che deriva dai propri tratti di personalità. Insomma il primo indicatore serve a definire se siamo felici o infelici, il secondo se siamo il tipo di persona che si sente sicura e padrona della situazione oppure no. Entrambi gli indicatori sono stati utilizzati come variabili indipendenti del modello, in cui abbiamo testato le singole trappole.<sup>16</sup> Vediamo quali sono le principali, e quali regolarità emergono.

*Avversione alle perdite.* Ha due aspetti: la tendenza a vivere le perdite in modo traumatico, e la tendenza a subire un effetto psicologico più intenso dalle perdite rispetto ai guadagni. Di fronte a una data perdita, per recuperare

<sup>16</sup> Senza entrare nel merito delle tecniche statistiche utilizzate, specifichiamo che le regressioni a loro volta dipendono da altre variabili come il genere dei rispondenti, la loro età, il fatto che siano promotori o clienti, il livello di esperienza in termini di decisioni finanziarie. Il modello utilizzato è quello del cosiddetto *ordered probit*, che serve a stimare l'impatto di ogni variabile sulla probabilità che ogni trappola assuma i diversi valori di una scala da 1 a 10. Le variabili relative a stati emotivi e tratti della personalità sono sempre significative all'1 per cento e questo ci rassicura sull'esistenza di una correlazione molto forte, anche se non si può pretendere di farne derivare una causalità assoluta.

la sofferenza psicologica subita si ha cioè bisogno di un guadagno maggiore.

Come abbiamo accennato sopra, vi è più soggetto chi prova infelicità o rimpianto e, aggiungiamo ora, chi non ha una forte attitudine a tenere sotto controllo la propria vita. Vi cadono meno facilmente gli investitori maschi ma, soprattutto, sono poco soggetti al primo aspetto di questo tipo di distorsione – un po' di più al secondo – gli esperti (promotori finanziari); possiamo ipotizzare che una maggiore consapevolezza e una maggiore familiarità con il rischio finanziario e con le sue conseguenze li renda più «impermeabili».

*Overconfidence.* È la tendenza ad avere eccessiva sicurezza in se stessi, che può alterare anche il rapporto tra promotore finanziario e investitore. Chi tende a sopravvalutare le proprie capacità impara meno facilmente dai propri errori e potrebbe essere portato ad assumere più rischi del necessario o a movimentare troppo il portafoglio.

In questa trappola cadono lievemente di più le persone felici, probabilmente a causa della loro personale euforia, ma non è una correlazione forte. Molto più forte è il legame con il livello di percezione di controllo della propria



vita: più ci si sente sicuri, più è facile finire con il sentirsi *troppo* sicuri. Gli esperti, come abbiamo visto, tendono a cadere in questa trappola molto più spesso rispetto agli investitori normali, forse perché a volte troppo fiduciosi del proprio background e dell'esperienza maturata sul campo. Probabilmente per lo stesso motivo, tra gli investitori è più facile che cadano nell'*overconfidence* i più anziani rispetto ai più giovani.

«*Effetto disposizione.*» Ricordiamolo, è la trappola per cui quando il titolo sale lo si vende appena si ritiene di aver realizzato un utile, anche se, dato il potenziale dell'investimento, converrebbe attendere per realizzarne un rendimento maggiore. Al contrario, quando scende l'avversione a subire un ribasso induce a tenere i titoli troppo a lungo per non incassare la perdita, finendo col subirne una maggiore. Si tratta di uno dei comportamenti irrazionali più diffusi. Dal punto di vista psicologico, infatti, guadagnare è appagante, mentre perdere fa soffrire. E, si sa, noi rifuggiamo il dolore e cerchiamo il piacere.

Ebbene, chi è preda di uno stato emotivo negativo è più esposto a questa trappola, il che ci fa pensare che potremmo anche ribattezzar-

la «trappola del pessimismo». Chi vede tutto nero avrà meno fiducia nel fatto che le cose possano andare di bene in meglio, e più paura delle sensazioni negative prodotte dal vendere in perdita.

*Projection bias.* È la tendenza a credere che il futuro somigli al presente, portando per esempio a pensare che la fase economica del momento durerà «per sempre». La mente umana è «naturalmente» predisposta a ricercare la regolarità, scovandola anche in eventi del tutto governati dal caso. Così facendo, le persone spesso cadono nell'irrazionale tentazione di pensare che un mercato in salita continuerà a esserlo o che la crisi economica non finirà mai, rendendo difficile la pianificazione finanziaria.

Dunque non stupisce che uno stato emotivo negativo renda più facile cadere in questa trappola. Il *projection bias* è talmente forte che vi sono esposti, sebbene in misura minore, coloro che hanno un'alta percezione di autocontrollo sulla propria vita, e che quindi pensano di «sapere come andranno le cose».

*Optimism bias.* È la tendenza a sovrastimare le probabilità di successo e a sottostimare i rischi.

Molte persone hanno aspettative troppo rosee. Questo può portare a un'inefficace pianificazione e a rischiare cocenti scottature. Infatti, se una «giusta» dose di ottimismo è da auspicare, l'ottimismo eccessivo in finanza può risultare un vero e proprio boomerang.

I dati non hanno evidenziato regolarità significative rispetto agli stati d'animo, forse perché si tratta di una caratteristica davvero molto diffusa, ma come per tutte le altre trappole, le donne vi risultano meno esposte, mentre non si nota differenza tra gli «addetti ai lavori» e gli investitori.

*Effetto gregge.* È la tendenza a conformarsi alle decisioni della maggioranza: la maggior parte degli investitori infatti sale molto più facilmente sul treno già affollato di un titolo in forte rialzo, piuttosto che su quello semivuoto di un titolo stabile o in ribasso. Talvolta, il comportamento del mercato dipende da questa generalizzata propensione a uniformarsi agli altri investitori e alle previsioni degli analisti (che proprio per questo possono diventare profezie che si auto-avverano).

Agli errori di valutazione causati dall'effetto gregge sono sensibilmente più esposte le persone che si trovano in uno stato emotivo nega-

tivo. Appare logico che, in momenti in cui ci si sente tristi o impauriti, si tenda a fidarsi più delle valutazioni degli altri o a seguire la corrente. Però, anche se in misura assai minore, anche un alto livello di percezione di controllo della propria vita e di autodeterminazione può rendere più soggetti a questa trappola.

*Snake bite effect.* È la tendenza a lasciar condizionare le decisioni d'investimento future dagli eventi negativi del passato. Le persone che vivono questa esperienza tipicamente tendono a non tornare più su un profilo di rischio uguale al precedente, anche se è «ragionevole». Lasciano che il ricordo negativo determini le loro decisioni future.

Soggetti affetti da stati emotivi negativi sono sensibilmente più soggetti allo *snake bite effect*, così come lo sono gli investitori più anziani. Come abbiamo visto nel corso del libro, le esperienze negative ci colpiscono più di quanto quelle positive ci gratifichino. E quando ci siamo «scottati», e in più siamo in un momento infelice, ci capita di aver paura di qualsiasi cosa somigli al fuoco, anche se è solo una lampadina. Alti livelli di percezione di controllo della propria vita non mitigano in modo sostanziale questa attitudine.

### *Conclusioni*

Il primo tentativo in Italia di applicare lo studio della finanza comportamentale alle sue attività quotidiane fornisce quindi un insieme di dati interessanti, che già da soli possono costituire per i consulenti finanziari uno strumento importante di lavoro, e per gli investitori un'utile indicazione per orientare meglio le proprie scelte.

Il soggetto di studio è potenzialmente infinito e nuovi risultati sono certo destinati a emergere. Schroders ha voluto aprire la strada nell'ottica che la contraddistingue: guardare lontano, anticipare i trend, intervenire non solo sui singoli prodotti o servizi ma sul quadro complessivo, sull'ambiente cognitivo in cui promotori e clienti lavorano e comunicano e sul modo in cui lo fanno. Ciò che è sempre più evidente infatti è la necessità che gli istituti finanziari comincino ad attrezzarsi con strumenti scientificamente solidi, con cui tenere conto del ruolo giocato dalle emozioni e dall'irrazionalità, e raccogliere informazioni utili per quanto possibile a scontare tale fattori per calibrare meglio il proprio lavoro.

Se termini come «fiducia», «depressione», «malcontento» e in generale «umore» sono sempre più spesso applicati ai mercati e alle piazze finanziarie, è perché stiamo parlando di attività umane, gestite da esseri umani. Comprendere questo fatto e «digerirlo» è importante per evitare di commettere gli stessi er-

rori, in un contesto economico in cui sbagliare è più che mai un lusso. *Investire nelle emozioni* significa invece contribuire a costruire un «ecosistema finanziario» sano, virtuoso e più stabile. Nell'interesse di tutti: perché «interesse» non è solo un termine tecnico.



# Sommario

<i>Presentazione</i>	1
<i>E tu che investitore sei?</i>	9
1. Dimmi cosa provi e ti dirò come investi	13
2. Le variabili nascoste della psicologia umana	18
3. Ma quanto ci costano le emozioni?	22
4. Social network & previsioni: chi ci tiene d'occhio (e come)	25
5. È tutta questione di cervello	28
6. Anche le scimmie odiano perdere...	33
7. ...e anche la mandorla del nostro cervello	38
8. La «mente» del mercato	42
9. Trappole mentali	46
10. <i>Home bias e overconfidence</i>	49
11. Perché scegliamo di essere cicale o formiche	54



12. Sapere o non sapere	60
13. L'effetto gregge	63
14. Eccitazione collettiva in laboratorio	66
15. La tentazione di dominare l'incertezza	69
16. Mai investire «col senno di poi»	73
17. Vedrai che cambierà	77
18. Status quo: cui prodest?	80
19. Il dio dei piccoli numeri	83
20. Imparare a rassegnarsi alla sconfitta	87
21. Il giusto mezzo	92
22. Resistere alle tentazioni	95
23. Non farsi fregare dai rimpianti	99
24. Anche i numeri ingannano	103
25. Malati di ottimismo	107
26. Indigestione di news	110
27. La trappola del ricordo	113
28. Mai mettersi in viaggio senza airbag (emotivo)	116
29. I 10 comandamenti dell'investitore psicoeconomicamente consapevole	118
<i>Investimento</i>	123