



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**FINANZA COMPORTAMENTALE ED ERRORI NELLE SCELTE DI**  
**INVESTIMENTO CHE HANNO CAUSATO LA CRISI FINANZIARIA**  
**DEL 2008**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. BRUNO MARIA PARIGI**

**LAUREANDA: GIADA SALVO**

**MATRICOLA N. 1114835**

**ANNO ACCADEMICO 2017-2018**

*Alla mia famiglia*

# INDICE

Introduzione .....	4
CAPITOLO 1 .....	5
LA FINANZA COMPORTAMENTALE	
1.1 Che cos'è la finanza comportamentale .....	5
1.2 La teoria del prospetto .....	6
1.2.1 Fasi della teoria del prospetto .....	7
1.2.2 La funzione di valore .....	8
1.2.3 La funzione di ponderazione .....	9
1.3 Le euristiche .....	10
1.3.1 Rappresentatività .....	11
1.3.2 Disponibilità .....	12
1.3.3 Ancoraggio .....	13
1.3.4 Affetto .....	13
1.4 Bias cognitivi .....	14
1.4.1 Bias dell' <i>overconfidence</i> .....	14
1.4.2 Bias dell'iper-ottimismo .....	15
1.4.3 <i>Hindsight</i> bias .....	16
1.4.4 Bias di conferma e di auto-attribuzione .....	16
1.5 Effetti <i>framing</i> .....	17
1.5.1 Avversione alla perdita ed avversione alla perdita certa .....	17
1.5.2 Effetto certezza e contabilità mentale .....	18
CAPITOLO 2 .....	20
LA CRISI FINANZIARIA DEL 2008	
2.1 I contenuti .....	20
2.1.1 Origini della crisi finanziaria .....	20
2.1.2 Cause della crisi finanziaria .....	22
2.2 Cause della crisi in ottica comportamentale .....	23
2.2.1 Euforia irrazionale .....	23
2.2.2 Errori comportamentali: le euristiche .....	25
2.2.3 Errori comportamentali: i bias .....	26
CAPITOLO 3 .....	28
IL DEBIASING	
3.1 Che cos'è il debiasing .....	28
3.2 Educazione finanziaria .....	28
3.3 Consulenza finanziaria .....	31
3.4 Il ruolo delle istituzioni .....	34
CONCLUSIONI .....	36
BIBLIOGRAFIA .....	38

## Introduzione

La finanza comportamentale o *behavioral finance* è un nuovo approccio della finanza, che prende le distanze dai paradigmi classici, e cerca di dimostrare come la sfera emozionale possa influenzare le scelte di investimento. La razionalità assoluta degli agenti economici viene messa fortemente in discussione e prende posto il concetto di razionalità limitata, aggiungendo una prospettiva psicologica alle decisioni economiche. Commettiamo tutti degli errori nelle scelte di investimento, ed il compito della finanza comportamentale è quello di dimostrare che gli errori non sono casuali, bensì persistenti e sistematici.

Si tratta di una materia ancora molto eterogenea, poiché si è sviluppata attraverso studi e metodologie molto diversi. Tuttavia si deve tener conto che l'obiettivo originario della finanza comportamentale non era proporre una visione unitaria e coerente di tutti i fenomeni, ma quello di descrivere gli errori comportamentali degli investitori e l'andamento dei mercati. Solo nel corso degli anni è emersa l'esigenza di trovare possibili soluzioni agli errori, partendo da soluzioni che tengano conto di come pensano e agiscono effettivamente le persone. Il processo prende il nome di debiasing, e consiste in un insieme di tecniche il cui obiettivo è ridurre gli effetti degli errori comportamentali durante il processo decisionale.

L'obiettivo della tesi è di analizzare la finanza comportamentale ai fini di una maggiore comprensione delle cause della crisi finanziaria del 2008 e dei suoi aspetti comportamentali e di comprendere, attraverso il processo di debiasing, quali strategie si sarebbero potute attuare per contrastarla.

L'analisi si articola in tre capitoli, il primo dei quali si incentra sullo studio della finanza comportamentale: il lavoro parte dall'analisi della *prospect theory*, teoria che ha inaugurato gli studi su questa materia. Successivamente verranno trattate le euristiche principali - rappresentatività, disponibilità, ancoraggio e affetto – ed infine i bias di maggiore rilevanza per questo trattato.

Il secondo capitolo, dopo una breve spiegazione circa le cause della crisi finanziaria, si soffermerà sugli errori comportamentali della crisi e si sottolineeranno gli effetti del comportamento umano sulle decisioni finanziarie.

Infine, il terzo capitolo, tratterà il processo di debiasing, esponendo in maniera chiara quali azioni sono possibili per contrastare gli errori comportamentali: l'educazione finanziaria, la consulenza finanziaria e il ruolo delle istituzioni come garanti della trasparenza e della diffusione delle informazioni finanziarie.

# Capitolo 1: La finanza comportamentale

## 1.1 *Che cos'è la finanza comportamentale*

La teoria della finanza tradizionale è stata per lungo tempo il paradigma principale di analisi dei fenomeni finanziari. Si sviluppa a partire dalle ipotesi dei mercati efficienti di Eugene Fama, dalla teoria del portafoglio di Harry Markowitz e dalla teoria dell'utilità attesa di John von Neumann e Oskar Morgenstern. Negli anni settanta raggiungono l'apice del successo negli ambienti accademici, tanto da essere ritenute dagli studiosi adeguate a comprendere il mondo finanziario nella sua totalità. Infatti, nel 1978 Michael Jensen affermava che non esistono altre proposizioni in economia con un'evidenza empirica più solida<sup>1</sup>. Le teorie della finanza tradizionale hanno permesso di affrontare in modo rigoroso e coerente un ampio ventaglio di problemi, sebbene per molti aspetti non sono state in grado di rappresentare in maniera concreta la realtà. A partire dagli anni settanta, in contemporanea con gli studi della finanza tradizionale, ha iniziato a farsi strada un approccio alternativo – la finanza comportamentale – che, applicando i risultati della psicologia cognitiva alle tematiche finanziarie, ha privilegiato il realismo delle ipotesi al rigore del metodo o dei risultati<sup>2</sup>.

Autori classici come Adam Smith, Irving Fisher e John Keynes sono stati i primi ad introdurre una componente psicologica nei loro lavori, e negli anni cinquanta Hebert Simon introdusse il concetto di razionalità limitata. I primi lavori propriamente di finanza comportamentale furono pubblicati da Daniel Kahneman, Amos Tversky e Paul Slovic, i quali tentarono di dimostrare come la psicologia cognitiva poteva dare un contributo al rinnovamento della teoria delle decisioni economiche.

Hersh Shefrin, nel suo trattato del 1999 ha definito la finanza comportamentale come l'applicazione della psicologia al comportamento finanziario<sup>3</sup>. Le persone commettono degli errori durante il processo decisionale, e le informazioni di cui dispongono sono soggette a pregiudizi, errori ed illusioni percettive. La finanza comportamentale tenta di spiegare il comportamento degli investitori e le anomalie dei mercati azionari, integrando modelli psicologici legati al comportamento individuale e sociale. Questo nuovo approccio non si distacca completamente dalla finanza tradizionale ed è in grado di spiegare le irregolarità delle

---

<sup>1</sup> Cfr Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, p. 95, 1978.

<sup>2</sup> Cfr Borsa Italiana, *Finanza Comportamentale*, a cura di Cervellati e Rigoni, p. 25, 2011.

<sup>3</sup> Cfr Shefrin, *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance*, p. 3, 1999.

teorie classiche tenendo conto degli errori comportamentali e delle violazioni delle ipotesi di razionalità.

È importante sottolineare una differenza tra i due metodi. La teoria classica è una teoria normativa, detta l'insieme di norme da seguire per la massimizzazione dell'utilità attesa, invece, la teoria della finanza comportamentale è descrittiva, considera i limiti cognitivi degli individui e valuta gli impatti che gli errori commessi hanno sulle decisioni<sup>4</sup>.

## 1.2 La teoria del prospetto

La teoria del prospetto è un'analisi critica della teoria dell'utilità attesa e dei suoi assiomi, formulata da Daniel Kahneman<sup>5</sup> e Amos Tversky nel 1979. Un prospetto  $(x_1, p_1; \dots; x_n, p_n)$  è un contratto che produce l'esito  $x_i$  con probabilità  $p_i$ , dove  $p_1+p_2+\dots+p_n=1$ .

La teoria ha come obiettivo quello di descrivere il comportamento degli individui in condizioni di rischio ed incertezza, partendo dall'osservazione dei comportamenti effettivi di scelta. Si basa su quattro presupposti:

1. L'effetto isolamento, che descrive come gli individui tendano a focalizzarsi sugli elementi distintivi di una scelta, e non su quelli in comune;
2. L'effetto riflesso, che descrive come gli individui si comportano quando valutano un guadagno oppure una perdita potenziale. In caso di guadagno potenziale, gli individui sono avversi al rischio e preferiscono l'equivalente certo ad una lotteria rischiosa. In caso di perdita potenziale, gli individui preferiscono rischiare piuttosto che subire una perdita certa;
3. L'effetto certezza, secondo cui gli individui danno troppo peso agli eventi considerati molto probabili o molto improbabili. Incrementi di probabilità nella fascia 0-10% hanno un impatto psicologico maggiore rispetto a cambiamenti di probabilità nella fascia intermedia. Questo viola gli assiomi dell'utilità attesa, secondo cui l'utilità di eventi rischiosi è ponderata linearmente alla probabilità dell'evento;
4. L'effetto contesto, definito anche dipendenza dal *frame*, il quale influenza il modo in cui i problemi sono inquadrati dall'individuo durante il processo decisionale.

---

<sup>4</sup> Vedi [www.rodolfovanzini.com/wp-content/uploads/2013/10/BehavFin.pdf](http://www.rodolfovanzini.com/wp-content/uploads/2013/10/BehavFin.pdf), Vanzini, *La finanza comportamentale*, 2013.

<sup>5</sup> Premio Nobel in Economia nel 2002.

### 1.2.1 Fasi della teoria del prospetto

La teoria del prospetto si articola in due fasi, *editing* ed *evaluation*.

Gli individui non valutano le lotterie oggettivamente, ma utilizzano degli schemi mentali. L'obiettivo della fase di *editing*, o di strutturazione, è quello di semplificare il problema decisionale, attraverso l'identificazione delle scelte, dei possibili esiti e conseguenze, dei valori e delle probabilità associate agli esiti, ed infine l'organizzazione e riformulazione delle opzioni. La fase dell'*editing* si divide in quattro parti<sup>6</sup>:

1. Codificazione: le persone percepiscono i risultati come guadagni o perdite, considerati i punti di riferimento, piuttosto che come stati finali di ricchezza;
2. Combinazione: qualora due prospetti abbiano risultati identici, questi vengono mentalmente combinati e valutati come un unico risultato. Ad esempio, supponiamo di avere il prospetto (200, 0.25; 200, 0.25), questo sarà valutato come (200, 0.5);
3. Segregazione: la componente priva di rischio viene separata dalla componente rischiosa. Ad esempio, la lotteria (300, 0.8; 200, 0.2) è scomposta in un guadagno sicuro di 200 più la componente di rischio (100, 0.8);
4. Cancellazione: diretta conseguenza dell'effetto isolamento, l'individuo cancella gli elementi in comune tra più lotterie, e si concentra sulle differenze, per determinare il risultato dominante e dominato. Ad esempio, la scelta tra le lotterie (200, 0.20; 100, 0.50; -50, 0.30) e (200, 0.20; 150, 0.5; -100, 0.3) viene semplificata in (100, 0.50; -50, 0.30) e (150, 0.5; -100, 0.3).

Ciascuna operazione svolge il compito di semplificare il processo decisionale indipendentemente, senza un ordine prestabilito. In generale si usa quello più adatto a seconda dell'esigenza di strutturazione del problema.

La seconda fase della teoria del prospetto consiste nella valutazione delle alternative e nella scelta del prospetto con il valore più alto. Il valore di un prospetto si determina attraverso la seguente equazione:

$$V(x, p, y, q) = \pi(p)v(x) + \pi(q)v(y),$$

---

<sup>6</sup> Cfr Kahneman e Tversky, *The Prospect Theory*, pp. 274-275, 1979.

Le decisioni, dunque, si basano su due valori, da un lato in base al valore dei risultati possibili  $v$  (funzione di valore), dall'altro in base alla probabilità soggettiva attribuita ai risultati possibili  $\pi$  (funzione di ponderazione).

### 1.2.2 La funzione di valore

Quando gli individui sono esposti a degli stimoli, quali ad esempio la luce, i rumori o le temperature, usano l'esperienza presente e passata nel valutarli, determinando il proprio livello di adattamento allo stimolo, che si chiama punto di riferimento. Quindi uno stesso oggetto può essere considerato freddo o caldo da due individui diversi, in relazione al proprio punto di riferimento. Lo stesso vale per altri elementi non sensoriali, come la salute, il potere o la ricchezza. Infatti, lo stesso livello di ricchezza può implicare assoluta povertà per una persona, e ricchezza per un'altra, in relazione al punto di riferimento. Allo stesso modo, nella teoria del prospetto, il valore viene misurato in termini di cambiamenti di ricchezza e benessere in relazione al punto di riferimento<sup>7</sup>.

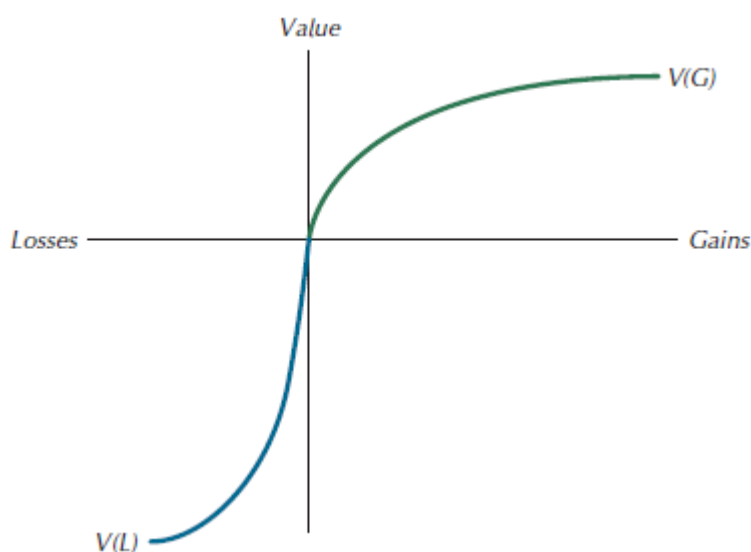


Figura 1: Funzione di valore

Fonte: Robert H. Frank, *Microeconomics and Behavior*, McGraw-Hill International, 2009.

La funzione di valore ha le seguenti caratteristiche<sup>8</sup>:

1. È definita sulle deviazioni da un punto di riferimento;

<sup>7</sup> Ivi, pp. 277-278.

<sup>8</sup> Cfr Levy, *An Introduction to Prospect Theory*, p. 181, 1992.



2. È concava nei guadagni e convessa nelle perdite;
3. È più ripida nell'area delle perdite rispetto che in quella dei guadagni. Ciò implica che l'utilità marginale dei guadagni diminuisce più rapidamente della disutilità marginale delle perdite.

Come si nota dalla figura 1, la funzione di valore ha un andamento non lineare. Il centro del grafico rappresenta il punto di partenza, la ricchezza iniziale. Nell'area dei guadagni la funzione è concava e nell'area delle perdite è convessa: piccole variazioni considerate nell'area di partenza (sia nel dominio positivo che negativo) hanno un impatto maggiore rispetto a grandi variazioni in aree distanti dal punto di origine. Infine, la curva è più ripida nell'area delle perdite, il che riflette l'effetto dell'avversione alle perdite.

La funzione di valore è in contrasto con le teorie della finanza classica, le quali affermano che un individuo può essere avverso, neutrale o amante del rischio, ma non avverso al rischio in alcune situazioni e propenso in altre.

### *1.2.3 La funzione di ponderazione*

La funzione di ponderazione è definita come la misura della probabilità di un evento sulla desiderabilità di un prospetto. Le caratteristiche della funzione sono<sup>9</sup>:

1. Non è ben specificata nei punti finali, riflettendo la caratteristica di imprevedibilità dei comportamenti sotto piccole o grandi probabilità;
2. Aumenta nelle regioni indeterminate, di conseguenza cambiamenti di probabilità vicino a 0 o 1 generano degli effetti sproporzionati nella valutazione dei prospetti;
3. Ha un'inclinazione minore di 1, eccetto nei punti finali;
4. Basse probabilità sono sovrastimate ed alte probabilità sono sottostimate;
5. Per ogni  $0 < p < 1$ ,  $w(p) + w(1-p) < 1$ , cioè la somma dei pesi di eventi complementari è minore di 1, quindi è inferiore al peso dato ad un evento certo.

La funzione di ponderazione ha la seguente rappresentazione:

---

<sup>9</sup> *Ivi*, pp. 182-183.

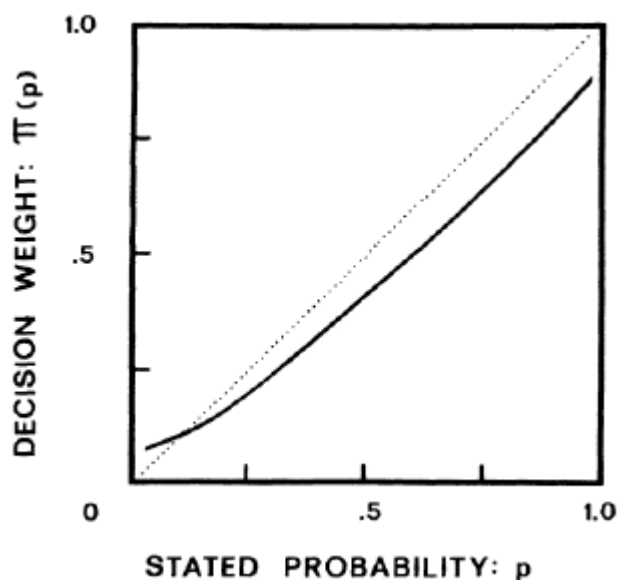


Figura 2: Funzione di ponderazione  
 Fonte: *The Prospect Theory*, Kahneman e Tversky, *Econometrica*, 1979

Nella figura 2, la linea tratteggiata rappresenta la funzione lineare di probabilità del modello classico, invece la curva è la funzione di ponderazione. La rappresentazione dà risalto alle caratteristiche della funzione: gli individui danno troppa importanza ad eventi con probabilità estreme, e troppa poca ad eventi con probabilità intermedie. Questo spiega perché le persone comprano polizze assicurative, anche ad un premio non attuarialmente equo, e lotterie, anche se si trattano di eventi altamente improbabili<sup>10</sup>.

### 1.3 Le euristiche

Le teorie classiche della finanza considerano soltanto i vincoli esterni, quali le risorse e le informazioni disponibili, come limiti alle loro azioni. Invece la teoria della finanza comportamentale considera anche i vincoli interni, quali le limitate capacità di calcolo, l'impossibilità di conoscere tutte le alternative possibili e le emozioni. Questo concetto fa parte della teoria della razionalità limitata di Simon, premio Nobel in economia nel 1978. Egli fu il primo ad introdurre il concetto di euristica, definendola come “*rules of thumb*”<sup>11</sup>, ossia una scorciatoia mentale che deriva dall'esperienza personale e che permette di evitare le fasi del processo decisionale, giungendo direttamente alla decisione finale<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> Cfr Cervellati, *Finanza Comportamentale e Investimenti*, p. 62, 2012.

<sup>11</sup> La regola del pollice, viene spesso utilizzata in matematica, economia ed informatica per indicare una linea guida o regola pratica suggerita dall'esperienza.

<sup>12</sup> Cfr Simon e Newell, *Human Problem Solving*, p. 148, 1972,

Quindi le euristiche sono un insieme di strategie, processi e tecniche che spiegano come le persone risolvono velocemente e danno dei giudizi a dei problemi complessi o con poche informazioni disponibili. Sono state determinanti durante la crisi finanziaria del 2008, perché hanno influenzato il modo di analizzare una situazione economica. Infatti, le euristiche non possono essere applicate alle decisioni finanziarie, le quali richiedono una solida base scientifica e tecnica. L'utilizzo di queste strategie comporta un'alta probabilità di commettere errori, definiti bias cognitivi.

Le principali euristiche sono state sviluppate e analizzate da Daniel Kahneman e Amos Tversky nel 1974. Di seguito analizzeremo le quattro principali.

### *1.3.1 Rappresentatività*

L'approccio tradizionale afferma che gli individui sono in grado di elaborare le informazioni razionalmente. Qualora si aggiungano nuove informazioni, le persone sono in grado di applicare "l'aggiornamento bayesiano" al fine di prendere una decisione. In statistica l'aggiornamento bayesiano, che prende il nome dal suo inventore Thomas Bayes, consiste nel ponderare l'importanza dell'informazione recente con quelle passate, aggiornando le informazioni dando il giusto peso a quelle nuove e a quelle passate. Nella realtà, l'evidenza empirica mostra che le persone non utilizzano questo ragionamento rigoroso. Nei processi di aggiornamento delle informazioni prevale l'euristica della rappresentatività, secondo cui gli individui ragionano per analogie, pensando a quanto sia rappresentativo l'evento con riferimento ad un particolare stereotipo che hanno in mente. Gli individui stabiliscono la probabilità di un evento tenendo conto di quanto l'evento considerato sia rappresentativo di una classe di eventi o a quanto assomigli ad un'esperienza che hanno vissuto o che gli è familiare. Inoltre, Kahneman ha dimostrato che l'euristica della rappresentatività viola la legge della congiunzione, principio fondamentale della probabilità. Consideriamo un esempio ormai classico, noto come il "problema di Linda". Ai partecipanti di un esperimento venne fornito il profilo di una persona, e si chiedeva di determinare la probabilità che eserciti un determinato mestiere o prediliga un certo hobby<sup>13</sup>:

Linda ha 31 anni. È nubile ed è una persona schietta e molto brillante. Ha una laurea in filosofia. Da studentessa era impegnata a battersi contro la discriminazione razziale e per la giustizia

---

<sup>13</sup> Cfr Cervellati, op. cit., p. 17.

sociale e partecipava anche a manifestazioni antinucleari. Si considerino le 8 scelte disponibili, secondo le quali:

- Linda è una insegnante di scuola elementare;
- Linda lavora in una libreria e frequenta corsi di yoga;
- Linda è un'attivista nei movimenti femministi;
- Linda è un'assistente sociale;
- Linda è membro all'associazione donne votanti;
- Linda è un'impiegata di un'impresa assicurativa;
- Linda è una cassiera in banca;
- Linda è una cassiera in banca ed un'attivista nei movimenti femministi.

La maggior parte del campione (circa l'80%) ha ritenuto più probabile l'evento congiunto "cassiera in banca e attivista in movimenti femministi", violando così la legge della congiunzione. Gli individui non solo sovrastimano la probabilità di due eventi congiunti, ma anche sottostimano la probabilità di due eventi disgiunti. La distorsione nel giudizio trova spiegazione nel fatto che i soggetti fanno riferimento ad un prototipo evocato dalla descrizione di Linda, cioè un meccanismo cognitivo di base che costruisce una rappresentazione della categoria.

### *1.3.2 Disponibilità*

Gli agenti economici prendono delle decisioni considerando maggiormente le informazioni più a portata di mano e che sono più facili da ricordare, tralasciando il resto. Questo è ciò che Kahneman e Tversky definiscono euristica della disponibilità. Consideriamo un esempio: viene chiesto ai partecipanti di un sondaggio quale pensano sia la causa maggiore di decessi tra omicidi ed infarti. Le persone soggette all'euristica della disponibilità risponderanno omicidi, perché nei media se ne parla più spesso rispetto ai casi di infarto. Tuttavia, dalle statistiche emerge che i casi di infarto sono maggiori rispetto ai casi di omicidio, quindi questa euristica porta l'agente economico ad una errata valutazione. Le persone sono portate a pensare che la frequenza degli avvenimenti che porta al decesso dipenda esclusivamente dal numero di casi che si riesce a ricordare, ossia disponibili. Il meccanismo cognitivo supporta questa teoria, in quanto gli individui ricordano meglio gli accadimenti più recenti e le esperienze personali, pesandoli il doppio rispetto ai dati statistici che al contrario non impattano emotivamente<sup>14</sup>. Gli studi psicologici hanno dimostrato che non è tanto la rilevanza di una informazione, ma quanto

---

<sup>14</sup> *Ivi*, pp. 15-16.

la frequenza con cui le informazioni si presentano ad essere considerati dagli individui. Le informazioni hanno una forza ed un peso. Quando l'individuo le confonde, allora tenderà a sovra-reagire o a sotto-reagire a seconda di come percepisce l'informazione. Si ha una sovra-reazione quando l'informazione ha una forza elevata ma un basso peso, al contrario una sotto-reazione quando la forza è bassa, ma il peso è alto. Di conseguenza il modo in cui le persone percepiscono le informazioni, ad esempio nei media, è fondamentale. Anche se non c'è un'informazione rilevante sul valore di un'azienda, ma compare ancora nei giornali, può influenzare la percezione che si ha dell'azienda stessa<sup>15</sup>.

### *1.3.3 Ancoraggio*

Spesso gli agenti economici nel prendere una decisione stabiliscono mentalmente dei valori, così da determinare un punto di partenza (ancora mentale), che modificano a seconda delle nuove informazioni disponibili, ma non in maniera sufficiente. Infatti, il punto scelto inizialmente influenza fortemente il giudizio finale, perché l'individuo non riesce a liberarsi completamente di quell'ancora mentale. Un esempio molto comune in finanza è quello di un investitore che fissa un prezzo d'acquisto di un titolo azionario. Questo prezzo influenzerà il modo in cui valutare guadagni e perdite. Il punto di partenza blocca la valutazione in quanto consente lievi scostamenti dal valore di riferimento. In un esperimento venne chiesto ad un gruppo di studenti di determinare in 5 secondi il risultato di una moltiplicazione con numeri discendenti a partire dall'8 ( $8 \times 7 \times 6 \times 5 \times 4 \times 3 \times 2 \times 1$ ) e ad un altro gruppo di calcolarlo con numeri ascendenti ( $1 \times 2 \times 3 \times 4 \times 5 \times 6 \times 7 \times 8$ ). Il risultato mediano del primo gruppo è 2250 ed il risultato del secondo gruppo è 512, mentre la risposta giusta è 40320. Poiché i numeri discendenti dall'otto sono più alti, l'esito è stato giudicato più alto perché i partecipanti erano ancorati mentalmente ad un valore più alto<sup>16</sup>.

### *1.3.4 Affetto*

Nonostante l'affetto abbia da sempre avuto un ruolo fondamentale nelle teorie comportamentali, non è mai stato riconosciuto come un elemento importante nel giudizio umano e nel prendere delle decisioni in ambito finanziario. L'affetto, inteso come un'emozione quale paura, amore, sorpresa, può portare l'individuo ad un errore durante il processo decisionale, in quanto la decisione è presa usando l'intuito e non l'intelletto. Le reazioni affettive rappresentano le prime reazioni automatiche del cervello, le quali influenzano il

---

<sup>15</sup> Cfr Griffin e Tversky, *The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence*, p. 413, 1992.

<sup>16</sup> Cfr Kahneman e Tversky, *Judgment under Uncertainty: Heuristic and Biases*, p. 1128, 1974.

processo cognitivo ed il modo in cui si valutano le informazioni. Alcuni studi hanno mostrato che un affetto positivo verso una certa situazione porta ad una percezione distorta che sottovaluta il rischio e sopravvaluta i benefici attesi<sup>17</sup>. Tale euristica è così forte che anche successivi eventi negativi non modificano la decisione presa d'impulso. Quando si prendono delle decisioni in ambito finanziario viene richiesto un buon livello di conoscenze tecniche e logiche. L'euristica porta ad una valutazione errata della relazione rischio-rendimento, credendo che sia inversamente proporzionale. Dalla finanza tradizionale sappiamo che è l'opposto, maggiore è il rischio, maggiore è il rendimento.

## 1.4 *Bias cognitivi*

Ogni giorno l'essere umano deve valutare una situazione diversa, utilizzando le proprie facoltà mentali. Il giudizio può essere influenzato da diversi fattori, quali le mappe mentali, il livello culturale, le proprie credenze, l'esperienza, l'opinione altrui. Il termine bias viene spesso tradotto in italiano come "errore", anche se più propriamente significa pregiudizio, ossia opinione preconcepita capace di far assumere atteggiamenti ingiusti nell'ambito del giudizio<sup>18</sup>. Il bias è una distorsione della valutazione di un concetto, che può influenzare un'idea o un comportamento, portando l'agente economico in errore. Di seguito si riportano i bias cognitivi che maggiormente hanno influenzato le cause della crisi finanziaria, ossia: il bias dell'*overconfidence*, dell'iper-ottimismo, dell'*hindsight*, di conferma e infine di auto-attribuzione.

### 1.4.1 *Bias dell'overconfidence*

Il termine viene spesso tradotto con iper-sicurezza, anche se è meglio tradurlo con "eccessiva confidenza", proprio a sottolineare che si tratta di situazioni in cui si confida troppo nei propri attributi personali. L'individuo *overconfident* è un individuo che sopravvaluta le proprie capacità e qualità rispetto a quelle dei suoi pari o ritiene di avere delle conoscenze o delle informazioni di portata superiore. Si tratta principalmente di un errore di percezione del proprio Io.

In ambito statistico, l'*overconfidence* si estrinseca nel fatto che, nel determinare un certo intervallo di confidenza nel quale deve ricadere la risposta corretta, le persone tendono a fissare

---

<sup>17</sup> Cfr Finucane, Alhakami, Slovic e Johnson, *The Affect Heuristic in Judgment of Risk and Benefits*, pp. 1-17, 2000.

<sup>18</sup> Vocabolario Treccani.

intervalli troppo poco ampi e dunque ad aumentare la probabilità di errore<sup>19</sup>. Ad esempio, quando viene chiesto di determinare l'intervallo di valori per rispondere alla domanda “Quanti alberi ci sono nella foresta amazzonica?”, è generalmente troppo piccolo e conduce le persone in errore.

In ambito finanziario, l'*overconfidence* si manifesta quando gli investitori individuali non realizzano di avere meno informazioni o capacità rispetto agli investitori professionali. Una conseguenza è quella di movimentare troppo il portafoglio titoli, riducendo così la performance dello stesso al netto dei costi di transazione. L'*overconfidence* degli investitori individuali li ha portati all'*overtrading*, il quale non ha migliorato il rendimento, ma anzi ha causato l'incremento dei costi<sup>20</sup>. Un esempio di investitore *overconfident* è colui il quale crede di essere in grado di investire soltanto in titoli azionari che hanno un rendimento sopra la media. Ai partecipanti di un sondaggio è stato chiesto di rispondere al seguente quesito: «Ritengo di essere in grado di investire in titoli con ritorni sopra la media»; per favore, indica la tua opinione cerchiando la risposta che più si addice al tuo atteggiamento tra «Estremamente in disaccordo» ed «Estremamente d'accordo», classificando il peso della risposta tra 1 e 10. Dai risultati è emerso che gli uomini sono maggiormente *overconfident* rispetto alle donne, le quali sono più propense ai rimpianti. Inoltre, si è scoperto che i giovani sono più confidenti rispetto agli adulti e che la tolleranza al rischio delle persone *overconfident* è maggiore rispetto a quella di coloro che non lo sono<sup>21</sup>.

### 1.4.2 Bias dell'iper-ottimismo

Secondo una credenza popolare, le persone sono inclini a pensare di essere invulnerabili. Si aspettano che siano gli altri ad essere vittime di eventi sfortunati, non loro stessi. Questa idea conduce in un errore di giudizio definita da Neil Weinstein come ottimismo irrealistico<sup>22</sup>. Se le persone pensano che la loro possibilità di trovarsi in una situazione negativa è minore rispetto alla media, allora stanno commettendo un errore sistematico. Numerosi dati statistici lo possono dimostrare. Infatti, in un sondaggio è stato chiesto a degli automobilisti quale fosse il loro livello di abilità alla guida: la maggior parte degli intervistati ha risposto di saper guidare sopra la media<sup>23</sup>. Un altro esempio è quando viene chiesto alle persone di predire i risultati delle elezioni

---

<sup>19</sup> Cfr Cervellati, op. cit., p. 7.

<sup>20</sup> Cfr Barber e Odean, *Trading is Hazardous to your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investor*, pp. 772-806, 2000.

<sup>21</sup> Cfr Pan e Statman, Questionnaires of risk Tolerance, Regret, Overconfidence and other Investor Propensities, pp. 54-55, 2012.

<sup>22</sup> Cfr Weinstein, *Unrealistic Optimism About Future Life Event*, p. 806, 1980.

<sup>23</sup> Cfr Mishra e Metilda, *A study on the impact of investment experience, gender, level of education on overconfidence and self-attribution bias*, pp. 231-232, 2015.

politiche: le predizioni coincidono con il partito che hanno votato nella maggior parte dei casi<sup>24</sup>. L'iper-ottimismo porta le persone a sovrastimare le possibilità di esiti favorevoli e a sottostimare quelle di risultati sfavorevoli. Soprattutto in ambito finanziario e aziendale questo bias può portare a grossi errori di valutazione. Gli investitori troppo ottimisti potrebbero ritenere che il titolo azionario che hanno scelto avrà delle performance superiori di quanto sarebbe opportuno ritenere in base al rischio del titolo stesso. I manager iper-ottimisti, invece, tenderanno a formulare stime distorte riguardo ai progetti dell'azienda<sup>25</sup>.

La differenza fondamentale tra iperottimismo e *overconfidence* è che il primo riguarda la percezione dell'ambiente, il secondo la percezione che si ha di sé.

### *1.4.3 Hindsight bias*

L'*hindsight* bias, ossia l'agire con il senno di poi, è la tendenza degli individui di ritenere a posteriori che sarebbero stati in grado di predire un evento prima ancora che si fosse verificato. Fischhoff e Beyth dimostrarono questo bias per la prima volta nel 1975, attraverso un'indagine condotta su un gruppo di studenti<sup>26</sup>. Gli venne chiesto di prevedere la probabilità dei possibili esiti della visita del presidente Nixon in Cina e URSS. Tra le due settimane e i sei mesi dopo la visita, chiesero agli stessi studenti di ricordare le previsioni fatte in precedenza e confrontare l'esito con quelle davvero verificatesi. Gli studenti ricordavano di aver dato probabilità più alte ad eventi che sono poi accaduti, e probabilità più basse ad eventi che non sono accaduti. Le risposte successive indicavano che gli intervistati ritenevano di sapere da sempre cosa sarebbe accaduto, anche se in verità non erano stati in grado di prevederlo nelle ipotesi prima della visita. Lo studio ha mostrato l'evidenza empirica del bias.

### *1.4.4 Bias di conferma e di auto-attribuzione*

Il bias di conferma è un errore cognitivo che consiste nella ricerca, selezione ed interpretazione delle informazioni in modo da confermare le proprie convinzioni ed ipotesi, ed al contrario, in modo da rifiutare le obiezioni che sono discordanti. Si manifesta, quindi, nella raccolta dei dati ed impedisce di osservare il fenomeno da più punti di vista<sup>27</sup>. Si tratta di una forma di autoinganno, che potrebbe derivare da un tentativo di difesa personale: gli individui tentano di

---

<sup>24</sup> Cfr Jost e Hardin, *On the Structure and Dynamics of Human Thought: The Legacy of William J. McGuire for Social and Political Psychology*, pp. 21-49, 2011.

<sup>25</sup> Cfr Cervellati, op. cit., p. 6.

<sup>26</sup> Cfr Fischhoff e Beyth, "I knew It would happen" – *Remembered Probabilities of Once-Future Things*, pp. 1-16, 1975.

<sup>27</sup> Cfr Nickerson, *Confirmation Bias: A Ubiquitous Phenomenon in Many Guises*, pp. 175-176, 1998.



proteggere le proprie idee e opinioni. Questo implica che chi è affetto dal bias non riesce a confutare un'ipotesi che potrebbe rivelarsi sbagliata.

Il bias di auto-attribuzione (*self-attribution*) è la tendenza degli individui di attribuire risultati positivi alle proprie capacità e risultati negativi a fattori esterni. Questo bias amplifica gli effetti dell'*overconfidence*, in particolare in presenza di performance positive negli investimenti. Uno studio di Hoffmann e Post del 2014 dimostra questa evidenza, ossia che gli individui tendono a ritenere che le proprie abilità si riflettano nelle performance, quando queste sono positive, discordano da questa affermazione in caso di performance negative<sup>28</sup>.

## 1.5 Effetti framing

Il termine *framing*, dall'inglese "inquadratura", fa riferimento all'impatto che può avere la rappresentazione di un problema sull'interpretazione soggettiva delle informazioni. Il contenuto di un messaggio, pur rimanendo invariato, può avere effetti positivi o negativi a seconda del modo in cui è rappresentato. Nella finanza comportamentale si incomincia a parlare di effetto *framing* a partire dagli studi successivi di Daniel Kahneman e Amos Tversky del 1981. L'esperimento classico con il quale è stato presentato prende il nome di "malattia asiatica". Agli intervistati è stato posto il seguente quesito<sup>29</sup>:

Immaginate che gli Stati Uniti si stiano preparando ad affrontare una malattia asiatica che potrebbe causare la morte di 600 persone; per fronteggiare il problema vengono proposte due cure, scegliete il programma preferito:

- Programma A: 200 persone si salvano;
- Programma B: 600 persone si salveranno con probabilità 1/3, nessuno con probabilità 2/3.

Il 72% degli intervistati ha scelto il programma A, preferendo l'esito sicuro rispetto all'esito rischioso.

Ad un altro gruppo di intervistati veniva posto lo stesso quesito, ma in maniera diversa:

- Programma C: 400 persone muoiono;

---

<sup>28</sup> Cfr Hoffman e Post, *Self-attribution bias in consumer financial decision-making: How investment returns affect individuals*, pp. 23-28, 2014.

<sup>29</sup> Cfr Kahneman e Tversky, *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice*, p. 453, 1981.

- Programma D: nessuno morirà con probabilità 1/3, 600 persone muoiono con probabilità 2/3.

Il 78% degli intervistati ha scelto il programma D, preferendo l'opzione rischiosa rispetto alla morte certa di 400 persone. Attraverso questo esperimento si evidenzia fortemente la dipendenza dal *frame*. Infatti, il primo gruppo identifica le 200 vite salvate come un guadagno e quindi assume un atteggiamento avverso al rischio, invece il secondo gruppo identifica le 400 vite perse come una perdita ed assume un atteggiamento propenso al rischio. La teoria tradizionale non riesce a spiegare questo fenomeno, in quanto il valore atteso in entrambi i casi è di 200, quindi gli individui dovrebbero essere indifferenti tra i due programmi, ma nella realtà non lo sono. Quattro fenomeni rappresentativi dell'effetto *framing* sono avversione alla perdita, avversione alla perdita certa, effetto certezza e contabilità mentale, che verranno analizzati di seguito.

### *1.5.1 Avversione alla perdita ed avversione alla perdita certa*

Per avversione alla perdita si descrive l'evidenza per cui il dispiacere della perdita di una somma di denaro è maggiore rispetto al piacere del guadagno della stessa somma. In generale le persone danno più importanza alle perdite di una percentuale pari a 2-2,5 volte in più rispetto ai guadagni. Il fenomeno dell'avversione alla perdita certa, invece, si riferisce alla tendenza degli individui di assumersi maggiori rischi pur di recuperare una perdita pregressa. Consideriamo un esempio. Si immagina di dover scegliere tra due alternative: accettare una perdita sicura di 75 oppure rischiare di perdere 100 con probabilità del 75% e nulla con probabilità del 25%. La maggior parte degli intervistati opta per la seconda scelta, nonostante dovrebbero essere indifferenti tra le due scelte, poiché hanno lo stesso valore atteso. Si immagina ora di aver perso 74 e di dover scegliere tra accettare la perdita o perdere 100 con probabilità del 75%, nulla con probabilità 25%. La maggior parte degli intervistati sceglie l'alternativa rischiosa, nonostante tutte le probabilità siano contro di loro, per ritornare al punto di pareggio<sup>30</sup>.

### *1.5.2 Effetto certezza e contabilità mentale*

L'effetto certezza descrive l'attitudine delle persone a preferire esiti certi rispetto alle probabilità. Si può descrivere questo fenomeno attraverso un esempio: ai partecipanti di un test venne chiesto di scegliere tra due alternative:

---

<sup>30</sup> Cfr. Cervellati, op. cit., pp. 20-21.

- A: guadagnare \$240 con certezza;
- B: guadagnare \$1000 con probabilità del 25%, 0 con probabilità del 75%.

L'84% degli intervistati scelse l'alternativa A, nonostante l'alternativa B avesse un valore atteso più alto. Questo sondaggio dimostra che gli individui preferiscono non rischiare quando si tratta di ricevere una quantità di denaro, rinunciando quindi alla scelta ottimale, rappresentata in questo esempio dall'alternativa B.

La contabilità mentale, invece, fa riferimento agli schemi psicologici usati dalle persone quando ragionano sul tema denaro. Gli individui creano una vera e propria contabilità mentale, dividendoli in reddito corrente e reddito futuro, invece di crearne solo uno ed avere una visione d'insieme. Nel conto "reddito corrente" si scrivono le fonti di reddito destinate al consumo corrente come denaro, conti correnti e titoli di Stato a breve termine. Nel conto "reddito futuro" si scrivono le fonti di lungo periodo, come investimenti immobiliari o pensionistici. Il denaro, dunque, non è fungibile come afferma la teoria classica, ma è separato in conti distinti dal suo impiego e dalla sua provenienza. In questo modo è più difficile determinare la ricchezza totale e quindi l'inquadramento del problema.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> Cfr. Kahneman e Tversky, op. cit., pp. 453-458.

## Capitolo 2: La crisi finanziaria del 2008

### 2.1 Contenuti

A partire dall'autunno del 2008 il mondo è entrato in una delle più grandi recessioni economiche dal dopoguerra. L'origine di questa recessione è da ricercarsi nella crisi finanziaria che ha colpito gli Stati Uniti nel 2007 e si è propagata velocemente anche nell'Eurozona. La crisi finanziaria è iniziata a causa dei cosiddetti mutui "sub-prime", ovvero dei mutui erogati a delle persone che hanno una probabilità elevata di non poter onorare l'impegno preso. Nel 2006 i mutui sub-prime rappresentavano il 20% di tutti i mutui per le case, eppure il loro mancato pagamento ha generato una crisi che ha paralizzato il mondo. Come è potuto accadere che un settore marginale del mercato ipotecario americano causasse una situazione simile? Nel seguente capitolo analizzeremo le cause che hanno portato alla crisi e gli errori comportamentali che li hanno influenzati.

#### 2.1.1 Origini della crisi finanziaria

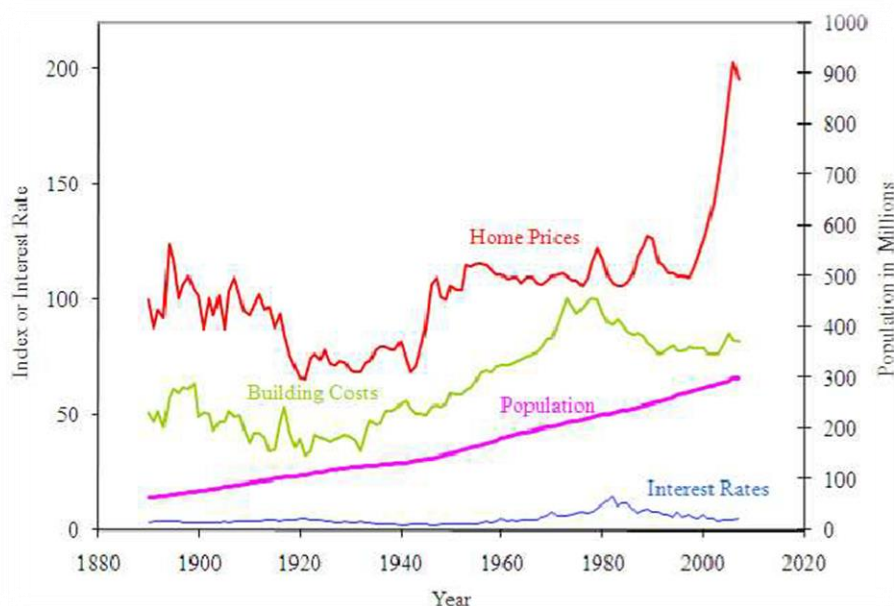


Figura 3: Il prezzo delle case aggiustato per l'inflazione negli Stati Uniti dal 1880  
Fonte: S&P, Case-Shiller Index

La figura 3 mostra i prezzi delle case negli Stati Uniti dal 1880 (linea rossa). Due volte i prezzi sono aumentati rapidamente: la prima volta nel 1940, dovuto alla fine della seconda guerra mondiale e alla conseguente formazione di nuove famiglie, e la seconda volta a partire dal 2000, dove né i costi di costruzione (linea verde) né la crescita della popolazione (linea viola) potevano giustificare tale fenomeno. Anche i tassi di interesse (linea blu) si sono mantenuti bassi durante quegli anni. Tuttavia i dati mostrano un aumento del prezzo delle case tra il 1997 e il 2006 dell'85%<sup>32</sup>.

Come ogni cosa, il boom immobiliare non poteva durare per sempre, fermandosi con il crollo dei prezzi che ha messo in ginocchio l'intera economia, non solo statunitense ma anche mondiale. In pochi anni, il PIL reale negli Stati Uniti si è contratto bruscamente ed il tasso di disoccupazione è più che raddoppiato dal 4.5% al 9.5%<sup>33</sup>.



Figura 4: PIL reale degli USA  
Fonte: US. Bureau of Economics Analysis

Il risultato non è stato una semplice flessione del consumo, ma una vera e propria recessione mondiale. Poiché il valore delle case rappresenta il 32% della ricchezza totale delle famiglie, si può comprendere perché il calo dei prezzi abbia ridotto il consumo di molto. Gli effetti della propagazione si sono amplificati anche per via di tre caratteristiche delle banche: in primo luogo, il capitale delle banche era piccolo rispetto all'ammontare delle attività, in secondo luogo

<sup>32</sup> Cfr Shiller, *Irrational Exuberance*, pp. 50-51, 2015.

<sup>33</sup> Cfr Blanchard, *Macroeconomia - La crisi del 2007-2010*, p. 3, 2009.

le attività dei bilanci erano di difficile valutazione perché molto complessi, ed infine le attività delle banche avevano una maggiore maturità rispetto alle passività, il che si traduce in una minore liquidità. Quando i prezzi delle case sono diminuiti e alcuni mutui sono diventati inesigibili, le banche sono state costrette a vendere le attività a prezzi bassi, causando una riduzione del capitale proprio. Le stesse banche hanno iniziato ad essere riluttanti a prestarsi denaro l'una con l'altra<sup>34</sup>.

Non sorprende che in molti si sono chiesti come mai si sia formata la bolla speculativa e soprattutto se fosse stato possibile correggere gli errori anticipatamente. In questo trattato cercherò di dare una risposta.

### *2.1.2 Cause della crisi finanziaria*

In generale, si conoscono tre cause principali della crisi finanziaria, ossia la deregolamentazione, i tassi d'interesse bassi e l'euforia irrazionale.

Innanzitutto, la prima causa è da ricercare nella cosiddetta deregolamentazione. A partire dagli anni ottanta vennero introdotti due grandi cambiamenti al *corpus* di regole: in primo luogo, fu ammessa l'attività delle banche oltre i confini del proprio stato; in secondo luogo, vennero sviluppati nuovi strumenti finanziari per differenziare il rischio, attraverso la trasformazione di alcune attività - come i mutui ipotecari - in titoli finanziari negoziabili sul mercato. Da qui nasce la cartolarizzazione, un documento che ne legittimava la titolarità. Le banche erano incoraggiate a concedere i mutui, poiché non assumevano totalmente il rischio di un mancato pagamento. Di fatto la banca poteva unire diversi mutui in un unico strumento finanziario e venderlo ad altri investitori, i quali non potevano controllare la qualità di ogni singolo mutuo, ma si affidavano ad un'agenzia di rating, la quale a sua volta non poteva controllare la qualità di ogni singolo mutuo. Di conseguenza le banche concedevano i mutui anche ai cosiddetti sub-prime e il controllo qualità era molto debole<sup>35</sup>.

La seconda causa va ricercata nei tassi d'interesse molto bassi da lungo tempo. Poiché l'inflazione era bassa, la Fed manteneva i tassi bassi. Infatti, i prezzi delle case non entrano direttamente nel calcolo dell'inflazione, ma solo gli affitti, i quali non sono aumentati abbastanza rapidamente da poter incidere sull'indice dei prezzi al consumo. Di conseguenza

---

<sup>34</sup> *Ivi*, pp. 11-15.

<sup>35</sup> *Ivi*, pp. 5-6.

prendere a prestito a tassi d'interesse bassi era diventato molto conveniente. In quegli anni la leva finanziaria è aumentata di molto, incrementando il rischio dell'intero sistema<sup>36</sup>.

L'ultima causa indirizza la nostra attenzione sugli errori comportamentali che hanno innescato la crisi. Dimostra ancora una volta come le informazioni e le scelte di investimento siano soggette a bias cognitivi ed euristiche. Prende il nome dall'autore Robert J. Shiller - professore di economia all'università di Yale e vincitore del premio Nobel in economia nel 2013 - il quale nel 2000, un decennio prima dello scoppio della bolla speculativa, definì l'euforia nei mercati come "*irrational exuberance*". I prezzi delle case continuavano a crescere perché si pensava impossibile altrimenti. Il governo incoraggiava questa ideologia, avendo come obiettivo quello di aumentare il numero di cittadini con una casa di proprietà, nella convinzione che ci si senta veri cittadini americani solo possedendo una casa.

Il 15 settembre 2008, Lehman Brothers, una delle principali banche degli Stati Uniti con assets superiori ai 600 miliardi, dichiara bancarotta. Il sistema finanziario crolla in breve tempo, tanto che tra settembre e ottobre 2008 lo S&P500 registra perdite di oltre il 25%, a causa della corsa disperata contro il tempo per vendere titoli ormai privi di valore<sup>37</sup>.

## 2.2 Cause della crisi in ottica comportamentale

La deregolamentazione e i tassi d'interesse molto bassi possono spiegare le cause della crisi in ottica macroeconomia. Tuttavia, il quadro non risulta completo senza tener conto dell'impatto che gli errori comportamentali hanno avuto sulla recessione. All'indomani della crisi che ha sconvolto l'opinione pubblica, molti hanno cercato delle risposte aggiuntive che la finanza classica da sola non può spiegare. Vedremo nello specifico quali comportamenti irrazionali si sono innescati durante la crisi.

### 2.2.1 Euforia irrazionale

Come anticipato, *Irrational Exuberance* è il libro pubblicato da Rober J. Shiller nel 2000. Il termine venne usato per la prima volta nel 1996 da Alan Greenspan, Chairman della Federal Reserve tra il 1987 e il 2006, per indicare un ottimismo diffuso nel mercato azionario e non giustificato da rendimenti più alti. Fu poi ripreso da Shiller per dare nota delle oscillazioni di prezzo che si stavano verificando negli anni che hanno preceduto la crisi. Infatti, l'autore fu uno dei primi a notare la bolla speculativa sul mercato degli Stati Uniti, addirittura quasi un decennio

---

<sup>36</sup> *Ibidem*.

<sup>37</sup> *Ivi*, p.16.

prima dello scoppio, utilizzando strumenti di economia, psicologia e sociologia per spiegare l'andamento del mercato azionario.

La figura 5 mostra i prezzi delle case dal 1987 al 2013, il periodo di analisi considerato da Shiller. Si può notare un netto e repentino aumento del prezzo delle case, soprattutto tra il 2000 e il 2006. Le aree in grigio indicano i periodi di recessione.

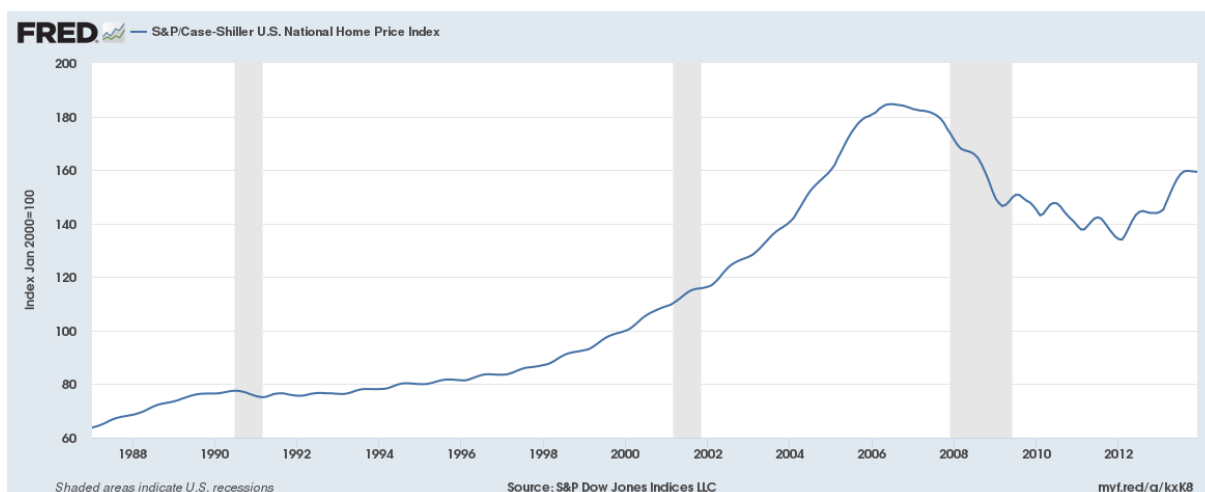


Figura 5: Case-Shiller House Price Index  
Fonte: S&P 500

Durante il periodo di euforia, un numero crescente di investitori cerca guadagni di breve periodo dall'aumento dei prezzi degli immobili e delle azioni, piuttosto che dai redditi che derivano dall'uso produttivo di queste attività. Tra il 1988-1990, Shiller, per dimostrare l'euforia irrazionale che aumentò i prezzi delle case, fece un sondaggio su un campione di residenti in California. Venne chiesto loro se il prezzo delle case nella loro zona sarebbe sceso o salito negli anni successivi. Il 98% degli intervistati rispose che il prezzo sarebbe aumentato. Successivamente venne chiesto se comprare una casa comportasse del rischio ed il 63% di loro rispose che il rischio era lieve o addirittura assente. Due anni dopo nell'area di Los Angeles ci fu una profonda depressione, che diminuì il prezzo delle case del 20%, equivalente al deposito richiesto a chi acquista una casa a rate.

Questo sondaggio dimostra che le persone, prese da un'irrefrenabile euforia irrazionale, erano convinte, senza una chiara analisi dei dati, che i prezzi delle case sarebbero sempre aumentati. D'altronde, «I prezzi delle case non possono cadere!» era un'affermazione piuttosto comune negli anni precedenti al crollo.



## 2.2.2 Errori comportamentali: le euristiche

Le quattro euristiche – rappresentatività, disponibilità, ancoraggio e affetto - hanno avuto un ruolo chiave durante la crisi finanziaria, essendo state utilizzate in larga misura dagli investitori nel prendere decisioni strategiche.

L'euristica della rappresentatività è la tendenza della natura umana di stabilire la probabilità di un evento tenendo conto di quanto l'evento considerato rappresenti una situazione a loro familiare. Gli investitori tendono ad estendere gli esiti passati – rendimenti, crescita degli utili, tassi di default – troppo lontano nel futuro, ritenendo che i *trend* passati continueranno ad essere gli stessi. L'euristica della rappresentatività ha portato le persone a pensare che i prezzi sarebbero aumentati ininterrottamente, come nel passato<sup>38</sup>.

Gli agenti economici sono affetti all'euristica della disponibilità durante un lungo periodo di elevata redditività bancaria, in cui sovrastimano le abilità degli intermediari finanziari nel gestire il rischio e sottostimano la probabilità che i risultati ottenuti siano il frutto di semplice fortuna. Di conseguenza gli agenti economici diventano più tolleranti al rischio e la banca inizia ad investire in asset rischiosi. Inoltre, all'aumentare del numero di banche che entrano nel mercato, la liquidità degli asset rischiosi aumenta, rendendo più attraente per gli altri entrare nel mercato. Successivamente, se i segnali pubblici in un certo periodo rivelano che la probabilità di rimborso del debito dipende da fattori esogeni e non dalle abilità degli intermediari finanziari, gli investitori iniziano a ritirare i fondi, il mercato non ha più liquidità e scoppia la crisi<sup>39</sup>.

L'euristica dell'ancoraggio fa riferimento alle ancore mentali delle persone, le quali stabiliscono un determinato valore nella loro mente e lo aggiustano con resistenza. Le persone spesso basano le loro decisioni sulla prima fonte di informazioni a cui sono esposte (ad esempio, il prezzo d'acquisto di un immobile) e hanno difficoltà a modificarlo con le nuove informazioni, lasciando che una determinata informazione controlli il processo decisionale. Bokhari e Geltner nel 2010 trovano evidenza dell'euristica dell'ancoraggio nei prezzi delle case. Nello specifico, il prezzo d'acquisto di una casa è l'ancora mentale ed è usata dall'investitore per giudicare il valore della proprietà, il quale potrebbe essere lontano dal vero valore di mercato, ma l'agente non riesce ad aggiustarlo sufficientemente<sup>40</sup>. È stato dimostrato da uno studio di Northcraft e

---

<sup>38</sup> Cfr Shiller, op.cit., p. 202.

<sup>39</sup> Cfr Thakor, *Lending Booms, Smart Bankers and Financial Crises*, pp. 305-309, 2015.

<sup>40</sup> Cfr Bokhari e Geltner, *Loss Aversion and Anchoring in Commercial Real Estate Pricing: Empirical Evidence and Price Index Implication*, pp.10-11, 2010.

Neale del 1987, i quali, attraverso un sondaggio, chiesero a degli agenti immobiliari locali di stabilire il prezzo di una casa. Ogni gruppo aveva lo stesso pacchetto di informazioni sulla casa, l'unica differenza era il prezzo d'offerta richiesto. I valori stimati erano positivamente correlati con l'ancora fornita ed è interessante sottolineare che ogni gruppo affermò che il prezzo d'offerta dovrebbe essere irrilevante per determinare il valore dell'immobile, ma tutti inconsapevolmente ne hanno tenuto conto<sup>41</sup>.

Molti, invece, erano consapevoli della presenza della bolla speculativa nel mercato finanziario. Ciò nonostante hanno continuato ad investire, accecati dalla situazione corrente di successo e benessere. Le persone prendevano decisioni contrarie alla logica comune, influenzati dall'euristica dell'affetto. I giudizi erano presi sulla base di emozioni positive e negative, affidandosi alla propria intuizione e sul "fiuto" per gli affari. Non analizzavano il mercato ed i *trend* in modo da prepararsi a quello che poteva accadere, ma si lasciavano influenzare dalle emozioni. Il risultato fu l'aumento dei prezzi nel mercato immobiliare ed un incremento del rischio aggregato<sup>42</sup>.

### 2.2.3 Errori comportamentali: i bias

La finanza comportamentale è utile anche nello spiegare le ragioni che hanno condotto le persone a continuare ad investire a breve tempo negli immobili, nonostante i prezzi fossero aumentati a dismisura. Gli agenti economici erano affetti dai bias cognitivi, che ostacolavano l'analisi obiettiva dei dati economici e delle informazioni.

Come già evidenziato nel Capitolo 1, il bias dell'*overconfidence* è la tendenza della natura umana a considerare le proprie abilità al di sopra di quelle degli altri. Alle persone piace esprimere opinioni su questioni di cui sanno poco e spesso prendono decisioni basate su queste opinioni. Il mercato ha sofferto di questo bias durante gli anni che hanno preceduto la crisi, investendo in case il cui prezzo era di gran lunga superiore al valore reale, o acquistando titoli garantiti dai mutui sub-prime. Coloro i quali hanno comprato al momento giusto e hanno venduto prima dello scoppio della bolla speculativa non hanno subito perdite, il resto delle persone è rimasto al verde. Infatti, il loro problema è stato un'eccessiva fiducia in sé stessi e

---

<sup>41</sup> Cfr Northcraft e Neale, *Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring and Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions*, pp. 84-97, 1987.

<sup>42</sup> Vedi [www.igsresearch.com/the-affect-heuristic-how-we-can-use-data-to-overcome-our-own-bias-in-our-decision-making/](http://www.igsresearch.com/the-affect-heuristic-how-we-can-use-data-to-overcome-our-own-bias-in-our-decision-making/), 2011.

nelle proprie capacità di prevedere il mercato, nonostante tutti i dati economici suggerissero il contrario<sup>43</sup>.

Il bias dell'overconfidence è collegato con l'*hindsight* bias, il bias di ragionare con il senno di poi. Questo bias incoraggia le persone ad avere una visione del mondo come più prevedibile di quello che è realmente. Probabilmente gli individui pensavano che sarebbero stati in grado di prevedere un evento negativo, prima ancora che si verificasse. Quando analizzano le loro convinzioni, le persone non solo reagiscono troppo lentamente alle nuove informazioni, ma spesso mostrano segni del bias di conferma: cercano quelle informazioni che confermano le precedenti ipotesi e simultaneamente evitano di confrontarsi con opinioni che contraddicano le loro. Negli anni precedenti alla crisi, il bias di conferma ha impedito alle persone di notare certi segnali di allarme. Inoltre, come risultato del *self-attribution* bias, gli agenti economici attribuivano i profitti alle proprie capacità invece che alla momentanea situazione favorevole del mercato. Il successo ha intensificato la loro sicurezza e ha incoraggiato a prendere rischi ancora più alti<sup>44</sup>.

Un altro errore di valutazione degli investimenti è quello di credere che gli eventi sfavorevoli non possano capitare proprio a noi, sovrastimando la probabilità di eventi favorevoli. In questo caso si tratta di investitori iper-ottimisti, che prima dello scoppio della crisi finanziaria ritenevano di essere invulnerabili. Ad esempio, nei primi anni 2000, erano diffusi dei cartelli pubblicitari con su scritto frasi come: «Ti finanziamo l'acquisto della casa, e ci compri anche la macchina!», il che mostra la disponibilità delle banche di concedere mutui con valori superiori a quello della casa in sé. È un errore che riguarda la percezione dell'ambiente circostante, che li ha portati ad entrare nel mercato quando i prezzi delle case erano già alti, aumentando ulteriormente la domanda degli immobili.

---

<sup>43</sup> Cfr Szyszka, *Behavioral Anatomy of Financial Crisis*, pp. 121-135, 2012.

<sup>44</sup> *Ibidem*.

## Capitolo 3: Il debiasing

### 3.1 *Che cos'è il debiasing*

Uno dei temi centrali della finanza comportamentale è il debiasing, ossia il modo attraverso cui è possibile correggere gli errori comportamentali degli individui nelle scelte di investimento. È un processo che riduce gli effetti dei bias, delle euristiche e degli errori dettati dalle emozioni. Il debiasing richiede molti sforzi ed è composto da un insieme di tecniche diverse a seconda del tipo di bias che si vuole correggere. Soffermeremo l'analisi sulla correzione dei bias cognitivi e delle euristiche che avrebbero potuto evitare la crisi.

Il processo si fonda sulla ripetizione di determinate procedure, complicato dal fatto che gli errori sono radicati a livello cerebrale e sono resistenti al cambiamento. Riconoscere questi errori è difficile ed il processo di correzione richiede tempo, ma nel lungo periodo porta a notevoli risultati. È utile comprendere le cause più profonde degli errori commessi, in modo da rendere il debiasing più mirato e strutturato. È più efficace quando il riscontro dell'esito di una certa decisione è immediato e chiaro. Infatti, il *feedback* ha un ruolo chiave nel processo e se posticipato oppure dubbio diminuisce l'apprendimento<sup>45</sup>.

I primi passi del processo di debiasing sono con l'educazione finanziaria, la consulenza economico-finanziaria ed il ruolo delle istituzioni come garanti della trasparenza e della diffusione delle informazioni finanziarie. Li analizzeremo nei prossimi paragrafi.

### 3.2 *Educazione finanziaria*

L'educazione finanziaria è fondamentale per innalzare il grado di cultura finanziaria degli investitori, così da diminuire l'effetto degli errori comportamentali. È oramai riconosciuto che l'alfabetizzazione finanziaria sia fondamentale per mettere gli individui nelle condizioni di compiere scelte economiche e finanziarie consapevoli. Infatti, l'educazione serve a sviluppare conoscenze, capacità e attitudini utili ai cittadini, contribuendo in questo modo al benessere individuale e a quello della società nel suo complesso. Secondo l'OCSE l'educazione finanziaria è: «*Quel processo mediante il quale i consumatori/investitori migliorano le proprie cognizioni riguardo a prodotti, concetti e rischi in campo finanziario e, grazie a informazioni, istruzione e/o consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nei propri mezzi necessarie*

---

<sup>45</sup> Cfr Cervellati, op. cit., p. 28.

*ad acquisire maggiore consapevolezza delle opportunità e dei rischi finanziari, a fare scelte informate, a sapere dove rivolgersi per assistenza e a prendere altre iniziative efficaci per migliorare il loro benessere finanziario»<sup>46</sup>. La definizione riflette anche il contributo della finanza comportamentale, evidenziando come un cittadino diventi agente economico consapevole non solo grazie alle informazioni, ma anche attraverso lo sviluppo di processi che gli permettono di utilizzare quanto appreso e riconoscere gli aspetti emotivi e psicologici che influiscono sulle sue scelte. Le evidenze empiriche mostrano tuttavia che i livelli di alfabetizzazione finanziaria sono spesso insufficienti rispetto alla complessità delle decisioni e ai rischi da affrontare, anche nelle economie avanzate.*

Il rapporto Consob del 2016 conferma le evidenze in merito alle scarse conoscenze in ambito economico-finanziario degli Italiani. L'indagine aveva l'obiettivo di misurare le conoscenze in merito ad alcune nozioni base, quali l'inflazione e il rapporto fra rischio e rendimento. Soltanto il 40% degli intervistati è stato in grado di rispondere correttamente. Concetti più difficili riguardanti le caratteristiche dei prodotti più diffusi hanno registrato percentuali inferiori. Il 60% degli intervistati non ha conoscenze sui servizi di investimento previsti dalla normativa. Inoltre, la maggior parte degli investitori non è stato in grado di identificare i servizi utili alla tutela come la consulenza e la gestione di portafoglio. Si è evidenziato una scarsa attitudine nello strutturare il processo decisionale in modo da tener conto dei fattori più rilevanti ai fini delle scelte di investimento corrette e consapevoli, quali gli obiettivi e l'orizzonte temporale di riferimento o la propria attitudine al rischio<sup>47</sup>.

La Standard & Poor's *Rating Services Global Financial Literacy Survey* (2015) ha mostrato che nel confronto internazionale, gli italiani adulti sono tra i meno preparati: solo il 37% conosce i concetti base dell'economia, una percentuale inferiore alla media dell'Unione Europea del 52%. I giovani italiani invece sono al penultimo posto per livello di conoscenze base, con una percentuale del 22%<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Vedi [www.oecd.org/finance/financial-education/35108560.pdf](http://www.oecd.org/finance/financial-education/35108560.pdf)

<sup>47</sup> Cfr Consob, a cura di Linciano, Gentile e Soccorso, *Report on Financial Investment of Italian Households – Behavioral Attitudes and Approaches*, 2016. Disponibile su: [www.consob.it/documents/46180/46181/rf2016.pdf/7c692258-be1b-4971-b2ec-1a7e77bc26da](http://www.consob.it/documents/46180/46181/rf2016.pdf/7c692258-be1b-4971-b2ec-1a7e77bc26da)

<sup>48</sup> Per maggiori informazioni vedi [www.gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit\\_paper\\_16\\_F2\\_singles.pdf](http://www.gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf)

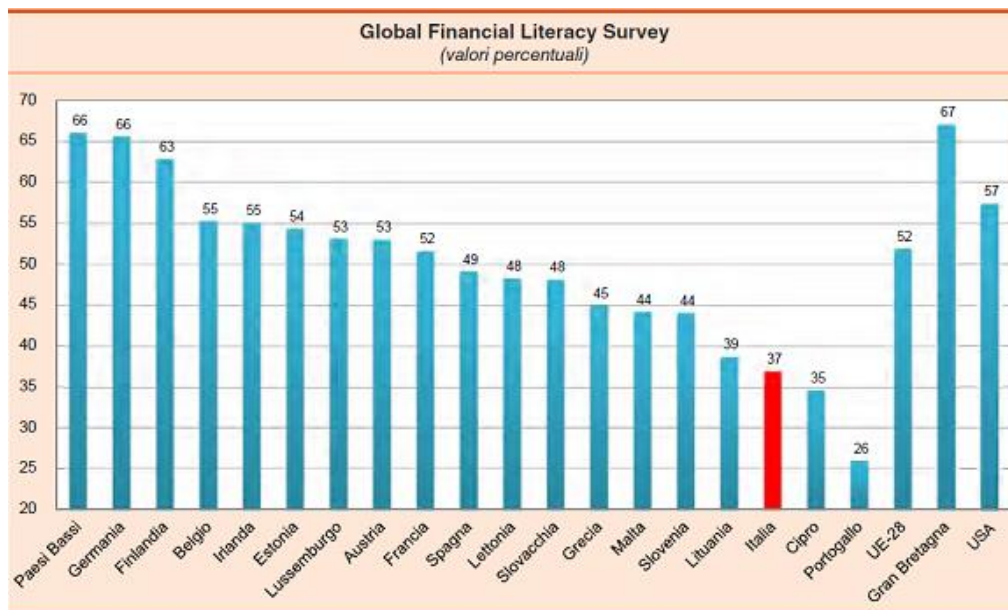


Figura 6: Global Financial Literacy Survey (2015)

Fonte: S&P Ratings Services Global Financial Literacy Survey

Uno dei principali pionieri del processo di debiasing è B. Fischhoff, che nel suo trattato del 1981 cerca di spiegare le principali tecniche di correzione applicabili per rendere gli individui consapevoli degli errori nei quali possono trovarsi nel corso di un processo decisionale<sup>49</sup>.

Consistono in quattro passi:

- *Warning*, ossia l'avvertimento sulla possibilità di incorrere in bias, senza specificare la natura dell'errore stesso;
- Descrizione dell'errore comportamentale;
- *Feedback*, che dà riscontro delle conseguenze dell'errore;
- *Training*, un programma di rieducazione personalizzato che applica il comportamento corretto in più contesti.

Un'altra tecnica di debiasing, incoraggiata da E. Hirt e K. Markman, consiste nel *consider-the-opposite*, ossia valutare le alternative a disposizione. Gli autori ritengono che sia utile per dimostrare l'infondatezza di alcune opzioni che sono ancorate nella mente. Serve a contrastare soprattutto i bias di conferma e dell'*overconfidence*<sup>50</sup>.

<sup>49</sup> Cfr Fischhoff, *Debiasing*, p. 7, 1981.

<sup>50</sup> Cfr Hirt e Markman, *Activating a mental simulation mind-set through generation of alternatives: Implications for debiasing in related and unrelated domains*, pp. 374-383, 2004.

Spesso la scarsa conoscenza finanziaria può essere causata da un'eccessiva sicurezza nelle proprie abilità, che fa sovrastimare le competenze che realmente si possiedono e fa pensare di non avere bisogno di ulteriori conoscenze. Inoltre, in caso di un investimento andato a buon fine, l'investitore potrebbe attribuire alle proprie capacità l'esito positivo dovuto ad un andamento favorevole del mercato (*self-attribution bias*) e incolpare gli altri in caso di esito negativo. Come sappiamo, questi sono due degli errori comportamentali della crisi finanziaria del 2008. Con un maggior grado di conoscenze finanziarie gli investitori sarebbero stati in grado di riconoscere la bolla sul mercato americano e a scegliere l'investimento più adatto in quel periodo di forti aumenti di prezzo. Infatti, un alto livello di conoscenza finanziaria aumenta la consapevolezza nelle decisioni e crea un portafoglio diversificato con un giusto rapporto tra rendimento e rischio.

Le evidenze sull'efficacia di programmi educativi in ambito finanziario sono tuttavia contrastanti. È necessario tenere conto degli aspetti comportamentali delle persone, tra i quali i limiti cognitivi e gli errori nella gestione delle informazioni, che possono impedire un corretto ed efficace apprendimento. È anche dubbio chi debba prendere l'iniziativa dell'educazione, se i singoli individui oppure le istituzioni responsabili della vigilanza in ambito finanziario. L'educazione finanziaria da sola non è sufficiente, ma deve essere accompagnata dalla consulenza e da un ruolo attivo delle istituzioni<sup>51</sup>.

### *3.3 La consulenza finanziaria*

Il compito della finanza comportamentale è indirizzare gli individui verso la risoluzione degli errori comportamentali, i quali sono molto complessi soprattutto senza il sostegno di una figura professionale. L'aiuto chiesto a questi esperti della finanza non è soltanto tecnico ma anche applicativo, per correggere nella pratica gli errori. Un soggetto esterno, se qualificato, può aiutare l'investitore ad avere una visione più ampia e generale del problema, supportandolo durante il processo.

La consulenza in ambito finanziario è un'attività prescrittiva, perché fornisce consigli pratici al fine di migliorare il benessere e la ricchezza dell'investitore, senza costringerlo a compiere scelte che sono al di fuori del suo profilo psicologico. Il compito del consulente finanziario è quello di correggere gli errori comportamentali e di pianificare una strategia in linea con le attitudini del cliente. Il consulente dovrebbe assumere il ruolo di "medico di famiglia finanziario". Il medico di famiglia non è uno specialista, ma ha un grande vantaggio, ossia

---

<sup>51</sup> Cfr Cervellati, op.cit., p. 28.

conoscere la storia clinica del proprio assistito, la sua personalità e come risponde alle cure proposte. Lo specialista, invece, non conosce a fondo il paziente e di conseguenza non può creare una cura su misura, non sapendo se l'assistito riuscirebbe a seguirla. Il consulente, analogamente, ricopre il ruolo del medico di famiglia: deve possedere le conoscenze tecniche di base per assistere il cliente, conoscere il livello di cultura finanziaria, i suoi investimenti passati e la sua tolleranza al rischio, in modo da prevedere come il cliente reagirà alle oscillazioni di mercato. Solo così il consulente può aiutare il cliente e sarà in grado di delineare un percorso di investimento da cui l'assistito non devierà. Il compito del consulente è quello di eliminare o diminuire la distanza tra il portafoglio ottimale e quello a cui il cliente è predisposto, date le sue aspettative e il budget<sup>52</sup>. Il consulente può aiutare il cliente a gestire il flusso di informazioni, a interpretarle correttamente a prescindere dalla modalità di presentazione, ad attirare l'attenzione sugli elementi che sfuggono all'occhio dell'investitore, pur essendo rilevanti.

È dubbio se la consulenza finanziaria sia effettivamente valida. Venezia *et al* (2001) hanno analizzato un campione di investitori israeliani, distinguendo tra coloro che erano assistiti da un consulente e coloro che erano autonomi. Lo studio evidenzia che il portafoglio titoli gestito da un consulente è maggiormente differenziato rispetto a quello gestito da un investitore amatoriale<sup>53</sup>. Allo stesso modo, uno studio di Hackethall *et al* (2009) su di un campione ha evidenziato una peggiore performance del portafoglio titoli se gestito da un consulente<sup>54</sup>. Dall'analisi emerge anche che i soggetti che si avvalgono della consulenza appartengono prevalentemente alla fascia di investitori più anziani o benestanti. Inoltre, il cliente è generalmente disinformato ed ha un basso livello di cultura finanziaria, quindi rischierebbe di non comprendere la qualità del servizio. Il consulente potrebbe trarre incentivo da ciò e non rappresentarlo al meglio, per questo è necessaria una maggiore regolamentazione ed un ruolo attivo delle istituzioni che hanno il compito di salvaguardare gli interessi dei clienti. Un modo per farlo è quello di dare un incentivo ai consulenti finanziari attraverso una commissione sui profitti dell'investitore.

Una delle cause della crisi finanziaria è stata l'eccessiva fiducia nelle proprie abilità. Un investitore con un basso livello di confidenza è propenso a richiedere il servizio e la sua partecipazione nel mercato dipende soprattutto dal tipo di relazione che instaura con il consulente. Al contrario, un investitore *overconfident* tende a gestire autonomamente i propri

---

<sup>52</sup> Cfr Shefrin e Statman, *Explaining Investor Preference for Cash Dividends*, pp. 253-282, 1984.

<sup>53</sup> Cfr Venezia, Nashikkar e Shapira, *Firm Specific and Macro Herding by professional and amateur Investors and their Effect on market*, pp. 1599-1609, 2011.

<sup>54</sup> Cfr Hackethall, Haliassos e Jappelli, *Financial Advisors: A case of Babysitters?*, pp. 1-43, 2009.



investimenti. Poiché gli individui non sono razionali come postulato dalla finanza classica, ma commettono errori comportamentali, l'eccessiva sicurezza ha amplificato gli effetti della crisi che, attraverso la consulenza finanziaria, si sarebbero potuti evitare.

In ultima analisi, non si può escludere che anche i consulenti finanziari compiano errori cognitivi e comportamentali. A tal proposito, è stato formulato un decalogo di regole e suggerimenti che i consulenti dovrebbero seguire per contenere possibili distorsioni.<sup>55</sup>

SUGGERIMENTI PER IL CONSULENTE	
<i>Overconfidence</i>	Annotare i casi in cui si è sottovalutato il rischio di un investimento o si sono sopravvalutate le proprie conoscenze o capacità.
Iper-ottimismo	Ricordarsi che si tendono ad avere aspettative riguardo i propri investimenti. Si costruisca invece, e si tenga aggiornata, una lista scritta dei casi in cui l'investimento è andata male.
Bias di Conferma	Andare alla ricerca dei dati e delle notizie che potrebbero contraddire il nostro punto di vista e confrontarle con quelle che lo supportano.
<i>Self-Attribution Bias</i>	Tenere e aggiornare due liste, una contenente esempi in cui le scelte o gli investimenti hanno avuto un esito favorevole e un'altra in cui l'esito è stato sfavorevole. Annotare a fianco a chi/che cosa può essere attribuito il merito/la colpa. Discutere le attribuzioni con uno o più interlocutori allo scopo di verificare se le attribuzioni assegnate sono condivisibili o meno.
<i>Hindsight Bias</i>	Tenere traccia scritta delle proprie previsioni e rivederle periodicamente. Confrontare in un momento successivo i propri ricordi con quello che invece si è scritto. Probabilmente emergeranno delle discrepanze: soffermarsi su questo fatto ogni volta che si fa una valutazione a posteriori.
Euristica dell'Affetto	Analizzare gli investimenti in maniera formalizzata e tecnica. Non basarsi solo sull'intuizione che spesso è fuorviante.
Euristica dell'Ancoraggio	Aggiustare i propri punti di riferimento sforzandosi di non rimanere ancorati a valori troppo lontani nel passato o non più salienti.

<sup>55</sup> Cfr. Borsa Italiana, a cura di Cervellati e Rigoni, op. cit., p. 62.

Euristica della Disponibilità	Comprendere che spesso le notizie più rilevanti non sono quelle più prontamente disponibili. Ricercare più a fondo e valutare poi il grado di importanza delle informazioni così trovate.
Euristica della Rappresentatività	Non ragionare per somiglianza, ma valutare ogni investimento come a sé stante. Esplicitare le sue caratteristiche in termini di rischio e rendimento.

### 3.4 Il ruolo delle istituzioni

L'educazione finanziaria e la consulenza non completano il quadro del debiasing, perché entrambi gli elementi devono poggiare su una solida base, ossia le istituzioni. Il compito delle istituzioni è quello di garantire la trasparenza e la diffusione delle informazioni finanziarie. Ma chi sono le istituzioni in Italia?

Gli enti centrali per la regolamentazione e vigilanza del mercato finanziario nel nostro Paese sono il Governo, la Banca d'Italia e altri organi a sostegno dei consumatori come la Consob. Anche i luoghi d'incontro della comunità sono rilevanti per la diffusione delle conoscenze finanziarie, come scuole e università.

Dopo la crisi finanziaria è accresciuto il ruolo delle istituzioni come garanti. Da un lato, i consumatori e gli investitori chiedono maggiore chiarezza e trasparenza nel sistema finanziario, dall'altro lato l'industria bancaria e gli intermediari finanziari hanno bisogno di incentivi per agire negli interessi dei cittadini. Ai fini di una corretta divulgazione finanziaria sono necessarie regole chiare che definiscono gli obblighi e i doveri di ciascuna parte coinvolta.

La finanza comportamentale ha illustrato i limiti cognitivi degli individui e gli errori comportamentali che compiono nella raccolta ed interpretazione delle informazioni. È documentato il fatto che una maggiore quantità di informazioni non aumenta la capacità di analisi, ma anzi il rischio è quello dell'*information overload*, ovvero un sovraccarico di informazioni che aumenta la probabilità di commettere degli errori. Per questa ragione è fondamentale non soltanto la quantità di informazioni ma soprattutto la qualità delle informazioni e il modo con il quale vengono presentate. Si devono quindi garantire norme di *disclosure* che tengano conto delle evidenze della finanza comportamentale. Il vantaggio di questo processo è la possibilità di indirizzare le informazioni in modo corretto ai consumatori e di ridurre le asimmetrie informative tra banca e cliente, dovute alle scarse conoscenze di quest'ultimo. Ad esempio, non è sufficiente imporre agli intermediari finanziari di fornire più

informazioni possibili ai loro clienti, ma lo può diventare se viene introdotto un sistema di incentivi<sup>56</sup>.

In conclusione, per alleviare gli effetti negativi dei bias comportamentali e delle euristiche è fondamentale non soltanto l'educazione finanziaria che tenga conto degli aspetti comportamentali, ma anche un insieme di norme che sia in grado di garantire la trasparenza nei mercati e nei rapporti con i consulenti finanziari.

---

<sup>56</sup> Cfr Cervellati, op.cit., p. 29.

## Conclusioni

Le teorie della finanza classica, per lungo tempo considerate dominanti in letteratura, postulano la razionalità degli individui, i quali sono in grado di prendere scelte di investimento consapevoli, basando le proprie ricerche sull'elaborazione coerente di informazioni. Il compito di questa tesi era quello di dimostrare, al contrario, che alcune decisioni economiche presentano elementi di irrazionalità, utilizzando elementi di natura psicologica e sociologica che influenzano ed hanno influenzato nel passato le scelte di investimento, come quelle della crisi finanziaria del 2008.

È stato dimostrato, attraverso lo studio di esperimenti empirici e sondaggi, che gli individui tendono a modificare le proprie decisioni a seconda che si trovino in una situazione di guadagno o perdita, ad elaborare scorciatoie mentali per semplificare il problema, a commettere errori comportamentali in ambito finanziario ed infine a cambiare le proprie preferenze a seconda di come viene presentato il problema. È stata inizialmente esposta la teoria del prospetto di Kahneman e Tversky, la quale dimostra che gli esseri umani hanno una scarsa capacità di valutare le probabilità e che attribuiscono un peso maggiore agli eventi negativi rispetto che a quelli positivi. Successivamente sono stati analizzati i principali errori comportamentali, ossia le euristiche ed i bias cognitivi. In ultima analisi, si è analizzata l'influenza dell'inquadratura di un problema sulle decisioni. La finanza comportamentale non si vuole distaccare completamente dalle teorie classiche; lo stesso Shiller ammette che fare ricerca in ambito comportamentale non vuol dire abbandonare completamente la ricerca nelle teorie dell'utilità attesa, ma ne è diretta prosecuzione<sup>57</sup>.

Grazie allo studio degli errori comportamentali nelle scelte di investimento, è stato possibile delineare un quadro più completo dello scoppio della bolla speculativa del 2008. Sono stati esaminati le euristiche ed i bias che hanno contribuito a causare la crisi finanziaria. La crisi, molto probabilmente, si sarebbe potuta evitare attraverso decisioni finanziarie più coerenti ai dati che mostravano un aumento irrazionale dei prezzi. Shefrin, infatti, afferma che se gli investitori professionali fossero stati meno sicuri di sé, allora avrebbero valutato meglio il rischio di detenere somme così ingenti dei loro portafogli in titoli garantiti da ipoteca, dato il rischio trovarsi in una bolla speculativa<sup>58</sup>.

---

<sup>57</sup> Cfr Shiller, *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System*, p. 1333, 1997.

<sup>58</sup> Vedi [www.pbs.org/newshour/science/science-july-dec08-marketpsych\\_10-08](http://www.pbs.org/newshour/science/science-july-dec08-marketpsych_10-08).

Infine, l'ultima parte della tesi, si incentra sui metodi correttivi delle errate valutazioni degli investimenti. L'educazione finanziaria, la consulenza finanziaria e la trasparenza dell'informazioni sono i cardini principali su cui si basa il processo di debiasing. Da un lato un maggior livello di competenze finanziarie avrebbe aumentato la consapevolezza delle decisioni, dall'altro il supporto di un consulente finanziario avrebbe apportato dei benefici sul rapporto rischio-rendimento del portafoglio, ed infine un ruolo più attivo e trasparente delle istituzioni avrebbe reso le informazioni più chiare ed accessibili. Si comprende, quindi, l'importanza della finanza comportamentale per interpretare le scelte di investimento degli investitori ed il ruolo chiave per correggere gli errori comportamentali.

## BIBLIOGRAFIA

BARBER B. M. e ODEAN T., *Trading is Hazardous to your Wealth: The common Stock Investment Performance of Individual Investor*, The Journal of Finance, Vol. 55, pp. 772-806, 2000.

BLANCHARD, a cura di GIAVAZZI F. e AMIGHINI A., *Macroeconomia – La crisi del 2007-2010*, Il Mulino, 2009.

BOKHARI S. e GELTNER D., *Loss Aversion and Anchoring in Commercial Real Estate Pricing: Empirical Evidence and Price Index Implication*, Real Estate Economics, Vol. 39, pp. 1-56, 2010.

BORSA ITALIANA, a cura di CERVELLATI E. M. e RIGONI U., *Finanza Comportamentale – Un approccio alternativo per risparmio e investimenti*, Brown Editore, 2011.

CERVELLATI E. M., *Finanza Comportamentale e Investimenti*, McGraw-Hill, 2012.

CONSOB, a cura di LINCiano N., GENTILE M. e SOCCORSO P., *Report on Financial Investment of Italian Households – Behavioral Attitudes and Approaches*, 2016. Disponibile sul sito: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/rf2016.pdf/7c692258-be1b-4971-b2ec-1a7e77bc26da>

FINUCANE M. L., ALHAKAMI A., SLOVIC P. e JOHNSON S. M., *The Affect Heuristic in Judgments of Risks and Benefits*, Journal of Behavioral Decision Making, Vol. 13, pp. 1-17, 2000.

FISCHHOFF B. e BEYTH R., *“I knew It would happen” – Remembered Probabilities of Once-Future Things*, Organizational Behavior and Human Performance, Vol. 13, pp. 1-16, 1975.

FISCHHOFF B., *Debiasing*, Office of Naval Research, 1981.

GRIFFIN D. e TVERSKY A., *The weighing of Evidence and the Determinants of Confidence*, Cognitive Psychology, Vol. 24, pp. 411-435, 1992.

HACKETHAL A., HALIASSOS M. e JAPPELLI T., *Financial Advisors: A case of Babysitters?*, Center for Financial Studies, pp. 1-43, 2009.

HIRT E. R., KARDES F. e MARKMAN K. D., *Activating a mental simulation mind-set through generation of alternatives: Implications for debiasing in related and unrelated domains*, Journal of Experimental Social Psychology, Vol. 40, pp. 374-383, 2004.

- HOFFMANN A. e POST T., *Self-attribution bias in consumer financial decision-making: How investment returns affect individuals*, Journal of Behavioral and Experimental Economics, Vol. 52, pp. 23-28, 2014.
- JENSEN M. C., *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, Journal of Financial Economics, Vol. 6, pp. 95-101, 1978.
- JOST J.T. e HARDIN C.D., *On the Structure and Dynamics of Human Thought: The Legacy of William J. McGuire for Social and Political Psychology*, Political Psychology, Vol. 32, 2011.
- KAHNEMAN D. e SLOVIC A., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science, Vol. 185, pp. 1124-1131, 1974.
- KAHNEMAN D. e TVERSKY A., *The Framing of Decisions and The Psychology of Choice*, Science, Vol. 211, pp. 453-458, 1981.
- KAHNEMAN D. e TVERSKY A., *The Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, Econometrica, Vol. 47, pp. 263-292, 1979.
- LEVY J. S., *An Introduction of Prospect Theory*, International Society of Political Psychology, Vol. 13, pp. 171-186, 1992.
- MISHRA K. C. e METILDA M. J., *A study on the impact of investment experience, gender, and level of education on overconfidence and self-attribution bias*, IIMB Management Review, Vol. 27, pp. 228-239, 2015.
- NICKERSON G. R., *Confirmation Bias: A Ubiquitous Phenomenon in Many Guises*, Review of General Psychology, Vol. 2, pp. 175-220, 1998.
- NORTHCRAFT G. B. e NEALE M. A., *Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring and Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions*, Organizational Behavior and Human Decision Processes, Vol. 39, pp. 84-97, 1987.
- PAN C. H. e STATMAN M., *Questionnaires of Risk Tolerance, Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities*, SCU Leavey School of Business Research Paper No. 10-05, 2012.
- SHEFRIN H. M. e STATMAN M., *Explaining Investor Preference for Cash Dividends*, Journal of Financial Economics, Vol. 13, pp. 253-282, 1984.
- SHEFRIN H. M., *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing*, Oxford University Press, 1999.

SHILLER R. J., *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System*, Handbook of Macroeconomics, Vol. 1, pp. 1305-1340, 1997.

SHILLER R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Terza Edizione, 2015.

SIMON H. A. e NEWELL A., *Human Problem Solving: The State of the Theory in 1970*, Carnegie-Mellon University, pp. 1-15, 1972.

SZYSZKA A., *Behavioral Anatomy of Financial Crisis*, Journal of Centrum Cathedra, pp. 121-135, 2012.

THAKOR A., *Banking, Financial Crises, and Behavioral Finance – Lending Booms, Smart Bankers, and Financial Crises*, American Economic Review, pp. 305-309, 2015.

VENEZIA I., NASHIKKAR A. e SHAPIRA Z., *Firm Specific and Macro Herding by professional and amateur Investors and their Effect on market*, Journal of Banking & Finance, Vol. 35, pp. 1599-1609, 2011.

WEINSTEIN N. D., *Unrealistic Optimism About Future Life Events*, Journal of Personality and Social Psychology, Vol. 39, pp. 806-820, 1980.

## SITOGRAFIA

[https://www.pbs.org/newshour/science/science-july-dec08-marketpsych\\_10-08](https://www.pbs.org/newshour/science/science-july-dec08-marketpsych_10-08), *Financial Crisis Illustrates Influence of Emotions, Behavior on Markets*, PBS News Hour, 2008.

<http://www.oecd.org/finance/financial-education/35108560.pdf>, *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, 2005.

<http://iqsresearch.com/the-affect-heuristic-how-we-can-use-data-to-overcome-our-own-bias-in-our-decision-making/>, *The Affect Heuristic – How we can use data to overcome our own bias in our decision making*, 2011.

<http://www.rodolfovanzini.com/wp-content/uploads/2013/10/BehavFin.pdf>, VANZINI R., *La finanza Comportamentale*, 2013.