

# OMAGGIO A DANIEL KAHNEMAN: LA STELLA POLARE DELLA CONSULENZA FINANZIARIA

Progettavo di riservare la lezione 500 a questo omaggio che ora mi accingo a fare, ma lo anticipo per i motivi che saranno chiari alla fine della lezione stessa. La scelta di dedicare al fondatore della finanza comportamentale la lezione 500° che concludeva un ciclo più che decennale di un corso idealmente tutto dedicato ai riflessi dei modi di emozionarsi e di pensare delle persone comuni sull'andamento dei mercati finanziari - e, più in generale, dell'economia - era, sul piano scientifico, più che giustificata. Ma sul piano più generale dei rapporti umani – quelli che sono poi il cemento che lega ogni forma di consulenza – ho ritenuto giusto anticipare questa sorta di omaggio che comunque considero conclusivo del mio ciclo di lezioni, il più lungo della mia vita. E di vita qui stiamo parlando, non solo della mia.

Proverò inizialmente a spiegare perché molti ritengono che Daniel Kahneman sia, insieme a Amos Tversky - il collega con cui ha condotto le ricerche più importanti e che è prematuramente scomparso (di qui l'attribuzione al solo Kahneman del premio Nobel) - lo scienziato cognitivo più importante dell'ultimo mezzo secolo. Il modo più semplice per farlo è passare in rassegna i temi di cui è composto il suo capolavoro, *Pensieri lenti e veloci*, uscito nella traduzione italiana esattamente dieci anni dopo che gli è stato conferito il premio Nobel per l'economia (2002).

Numerose le traduzioni, milioni le copie vendute: un classico la cui importanza va al di là del motivo per cui gli è stato conferito il Nobel, e cioè i rapporti tra psicologia ed economia.

Nella prima parte del volume, Kahneman spiega in dettaglio come funziona la distinzione tra il modo di pensare veloce e automatico, quello che lui chiama il sistema 1, e il sistema 2 che si riferisce ai modi di pensare più meditati, consapevoli e lenti. Ecco perché il titolo del suo libro è "Thinking fast and slow" nel senso che prima pensiamo e, di conseguenza agiamo, in modo veloce e, poi, quando ci accorgiamo che ci sono dei problemi o che, comunque, è bene riflettere prima di prendere una decisione o di fare qualcosa, passiamo a quelli che da sempre sono i processi che nella vita quotidiana consideriamo meditati (e che nella sua lunga tradizione di studi la filosofia ha identificato come caratteristici della Ragione umana).

A prima vista questa non sembra una grande scoperta, e in effetti non lo è, tant'è vero che era stata anticipata da molti studiosi appartenenti alla tradizione britannica di studi della psicologia del pensiero. Però i lavori di Kahneman costituiscono un passo avanti rispetto a quelli dei ricercatori che erano giunti alla stessa conclusione teorica perché lo studioso israeliano ha condotto (con l'amico e collega Amos Tversky) tutta una serie di esperimenti che danno fondamento e sostanza a questa distinzione.



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

Per capire meglio la differenza, facciamo degli esempi tratti dalla vita quotidiana di alcune delle attività che facciamo con il sistema 1, quello automatico. In ordine approssimativo di complessità, a partire da ciò che è più semplice, automatico e inconsapevole:

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

Al contrario le operazioni assai disparate del sistema 2 hanno un minimo comun denominatore: richiedono l'attenzione e sono annullate quando questa viene distolta. Potremmo dire, in estrema sintesi, dire che un buon consulente deve cercare con tutti i mezzi possibili di fare in modo che il suo cliente passi dal sistema 1 al sistema 2: su questa differenza si basa la finanza comportamentale. In effetti tutti i bias cognitivi e emotivi sono innescati e agiscono nel sistema 1, mentre tendono a sparire nel sistema 2.

Ecco alcuni esempi di operazioni effettuate dal sistema 2:

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

Passare a modalità meno immediate, intuitive ed emotive è il compito di ogni buon consulente nei confronti dei suoi clienti. Di questo abbiamo parlato più volte ed oggi voglio soffermarmi sul ruolo negativo di tre emozioni che si basano sull'immaginare un mondo diverso.

Si tratta delle seguenti emozioni: gelosia, invidia, rimpianto. Sono tre stati mentali che riflettono la storia dell'evoluzione umana e sono cruciali quando una persona ragiona in modo intuitivo sull'andamento dei suoi investimenti. Tutti e tre questi tipi di emozioni presuppongono la capacità di immaginare mondi possibili, mondi diversi da quello in cui ci siamo trovati in passato o in cui ci troviamo in un dato momento della nostra esistenza.

La gelosia ci condanna al timore immaginario della possibile perdita di un oggetto d'amore. Un amore dubbio e dubbioso, invero, perché se fosse autentico e puro il timore svanirebbe. Shakespeare: È un mostro dagli occhi verdi che dileggia il cibo di cui si nutre. Si nutre dell'amore e, nel contempo, lo avvelena. L'invidia induce a immaginare una presunta maggiore felicità mettendosi nei panni altrui. Shakespeare: Oh, che cosa amara è guardare la felicità attraverso gli occhi di un altro uomo.

Il rimpianto richiede il confronto tra il mondo reale, dove le cose sono andate come sono andate, e un mondo immaginario dove sarebbero andate meglio grazie a scelte più meditate.

La nostra specie è l'unica a essere fornita di capacità innate di immaginazione e di fantasia che possono essere benefiche se praticate in dosi moderate. La gelosia può metterci in guardia; l'invidia può spingerci all'emulazione; il rimpianto può aiutarci a evitare gli errori del passato.

Nel film *Sliding Doors* (1998) si racconta una storia che mostra quello che sarebbe successo alla protagonista, l'attrice Gwyneth Paltrow, se fosse riuscita a prendere il treno oppure se lo avesse perso. Dopo undici minuti dall'inizio abbiamo lo sdoppiamento di Gwyneth Paltrow in due personaggi. Nei due episodi paralleli in cui perde (o non perde) il treno, c'è una bambina che la fa ritardare (oppure no). Solo se il ritardo fosse stato attribuibile a una causa sotto il suo controllo, per esempio pigrizia al risveglio, ci sarebbe stato posto per il rimpianto. Anche i freddi economisti si sono accorti che, se abbiamo investito in un progetto molte più risorse che in un altro, quando si tratta di sceglierne definitivamente uno prendiamo in considerazione erroneamente costi ormai irrecuperabili: in realtà dovrebbero contare solo i vantaggi futuri. E tuttavia non sempre funziona l'impeccabile ragionamento di Shakespeare: quando non c'è più rimedio è inutile addolorarsi, perché si vede ormai il peggio che prima era attaccato alla speranza. Tant'è vero che l'inno più famoso al rifiuto di ogni rimpianto è stato cantato da Edith Piaf non in forza di un ragionamento ma nella speranza di un nuovo amore (Non, je ne regrette rien è il canto del 1960). In altri casi, al contrario, il rimpianto può avere una funzione terapeutica e qui entra in campo la nozione di controllo.

Nel 1984 pubblicai, insieme a Maria Sonino e a Rino Rumiati, un esperimento, in seguito più volte replicato (Giroto, Legrenzi, Rizzo, 1991), in cui si chiedeva di leggere una storia e, alla fine, di completare una frase che iniziava con: "Se solo...". La storia narrava del ritardo di un casellante che avrebbe dovuto chiudere un passaggio a livello e finiva con un automobilista travolto da un treno. I partecipanti spontaneamente completavano la frase con quella che, secondo loro, era la causa del tragico epilogo finale. C'erano più versioni della storia: se il ritardo del casellante, responsabile del passaggio a livello, era dovuto al crollo improvviso di un ponte, non c'era nulla da rimpiangere.

Al contrario, se il protagonista era in ritardo per la sua pigrizia, allora si rimpiangeva l'assenza di puntualità. E se il casellante sarebbe potuto arrivare prima del solito, evitando per puro caso il crollo del ponte, ma non lo aveva fatto? Non sempre è chiaro il confine tra quello che è sotto il nostro controllo e quello che non lo è. La differenza è cruciale: su questo crinale incerto si snodano le vicende della vita con i successivi rimpianti, e lo sdoppiamento di Sliding Door che, proprio per la sua incertezza, tiene in sospeso gli spettatori.

Il rimpianto funge così da cartina di tornasole di quello che una persona ritiene avrebbe potuto fare in modo diverso per evitare errori analoghi in futuro. L'architettura cognitiva del rimpianto è sempre la stessa ma le cose da rimpiangere variano nelle diverse culture, dall'antichità a oggi, perché è cambiato il perimetro di quel che si ritiene sotto il controllo degli umani. E' molto importante che un cliente si renda conto di quello che è sotto il controllo del suo consulente perché molto spesso pensa che quest'ultimo abbia capacità previsionali che in realtà non ha: ne ho parlato più volte.

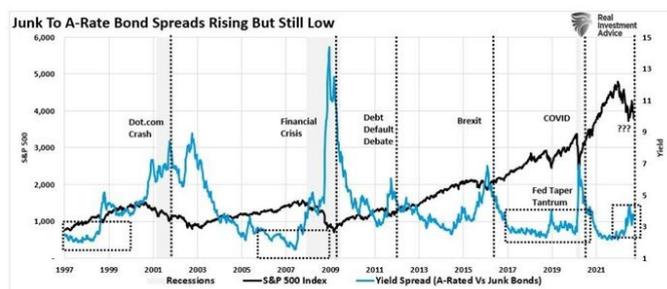
Il più avvincente romanzo sul rimpianto di uno scrittore contemporaneo inizia con la gelosia e l'invidia di una bambina nei confronti della sorella più grande. Di qui una orrenda menzogna che, a sua volta, segnerà tutta la vita della bambina. Diventata una scrittrice di successo, con le sue opere cerca di espriare il peccato originale.

L'autore del romanzo, l'inglese Jan McEwan, ci mostra che solo le emozioni hanno la forza per modificare altre emozioni. Di qui la domanda finale del suo romanzo Espiazione (Atonement, 2001): "Come può una scrittrice espriare le proprie colpe quando il suo potere assoluto di decidere dei destini altrui la rende simile a Dio? Non esiste nessuno, nessuna entità superiore a cui possa fare appello, per riconciliarsi, per ottenere il perdono. Non c'è nulla al di fuori di lei. È la sua fantasia a sancire i limiti e i termini della storia". Un controllo totale: la scrittrice può generare rimpianti ma anche speranze di salvezza.

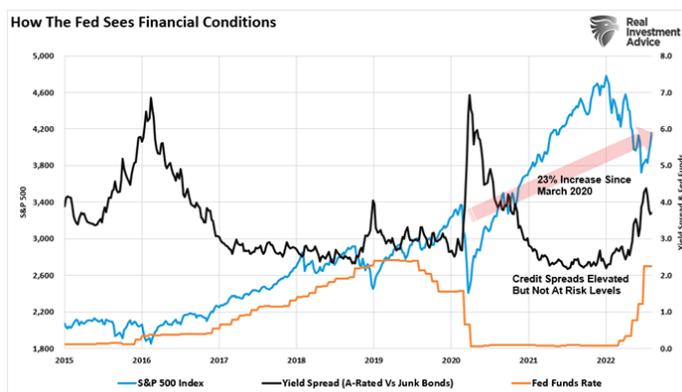
Il più grave errore che si può fare nell'esaminare l'andamento dei nostri risparmi è lasciarsi andare ai rimpianti per non aver fatto scelte diverse e al senso di frustrazione e delusione che accompagna i rimpianti. In realtà spesso tali rimpianti derivano dal sotto-stimare l'incertezza. Quando guardiamo all'indietro, risalendo nel tempo, l'andamento dei mercati, solo allora ci sembra che "le cose non potevano andare se non come sono andate". Ma in realtà le cose non stavano così in passato: quel senso di certezza sul passato dipende proprio dal fatto che è passato, che si è congelato in quella che è stata la storia che, a posteriori, sembra così inevitabile. Questo è un grave fraintendimento e i consulenti devono difendere i loro clienti da questo errore cognitivo/emotivo.

L'incertezza del mondo è molto maggiore prima di quanto non sembri dopo, a cose fatte.

E ora vorrei chiudere la lezione con un omaggio a Daniel Kahneman. Un grande studioso e anche un grande uomo. Alla fine della traduzione italiana del libro di Michael Lewis, "Un'amizizia da Nobel" (quella tra Amos Tversky e Daniel Kahneman, che ebbe il Nobel 2002 per i suoi lavori con Tversky, prematuramente scomparso) scrivevo (p. 387): "Ecco il libro di Lewis è la narrazione delle vicende di Tversky e Kahneman, ma anche di tante altre storie, tutte accadute o immaginate, e tutte creatrici di mondi fantastici". Un mese fa si è verificata un'altra storia fantastica. Barbara Tversky, la vedova di Amos, e Daniel Kahneman sono venuti a Venezia sapendo che mia moglie Maria non stava bene. Come ho appena detto: un grande studioso ma anche un grande uomo. Bello quando le due cose vanno insieme. Per questo ho voluto scriverne oggi, quando la memoria di quel commovente episodio è ancora viva in me. Daniel Kahneman ha fatto un lungo viaggio a 89 anni compiuti, ma anche io ormai non sono così giovane e non mi fido più della mia memoria. Spero comunque di arrivare alla cinquecentesima lezione.



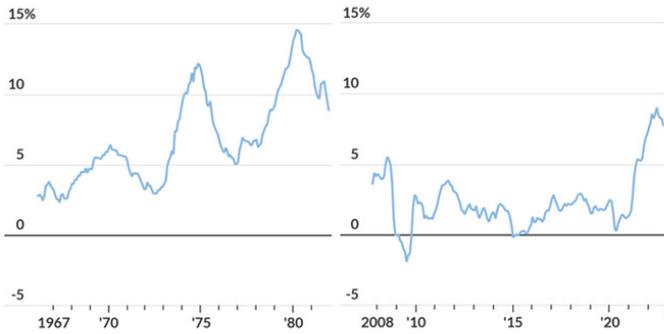
Recentemente assistiamo a grande volatilità su queste variabili: indice S&P500 e spread tra i rendimenti del reddito fisso sicuro e quello rischioso. Quando c'è molta volatilità è difficile non guardarsi indietro, a cose fatte, e non provare rimpianti per le occasioni perse. Fonte: Bloomberg modificata.



Le variabili della figura precedente messe in relazione con l'incremento del 23% dei tassi stabilito dalla Fed. Fonte: Bloomberg modificata.

### Volcker's task

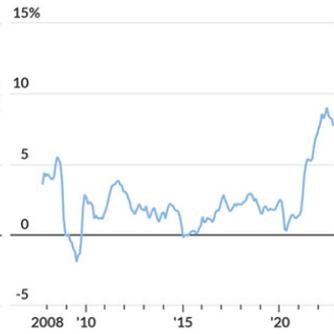
CPI, year-over-year inflation rate



Source: BLS via Haver Analytics

### Powell's task

CPI, year-over-year inflation rate

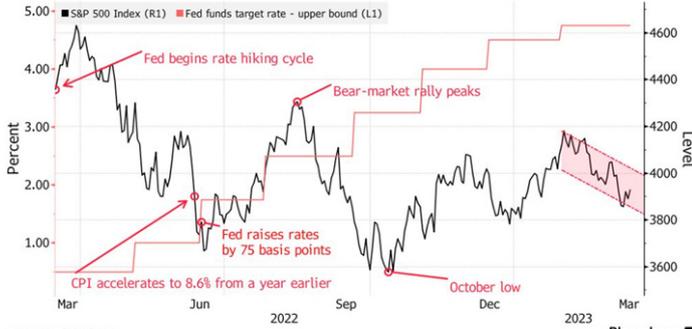


Source: BLS via Haver Analytics

Come il governatore Volcker ha piegato l'inflazione agli inizi degli anni '80 del secolo scorso e come si è mosso l'attuale governatore Powell di fronte a un'inflazione più ridotta ma in grado di innescare rimpianti perché l'aumento dei tassi è giunto dopo più di un decennio di costo del denaro azzerato o quasi azzerato. Fonte: Bloomberg modificata.

### A Year Later

S&P 500 down nearly double digits since cycle's first rate hike in March 2022



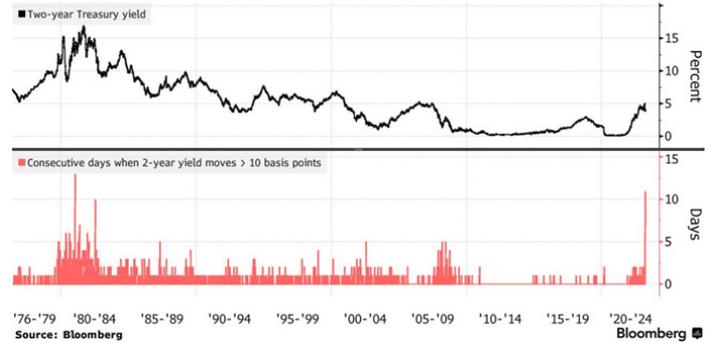
Source: Bloomberg

Bloomberg

Salite e discese repentine: la fonte dei rimpianti e dell'illusione che sui mercati ci sia meno incertezza di quanta non ce ne sia in realtà. In effetti ce n'è di meno ma solo quando il futuro è diventato passato: a cose ormai fatte quando il rimpianto è inutile. Fonte: Bloomberg modificata.

### Treasury Market Endures Extreme Volatility

Two-year yield posts a long stretch of wild swings not seen in four decades



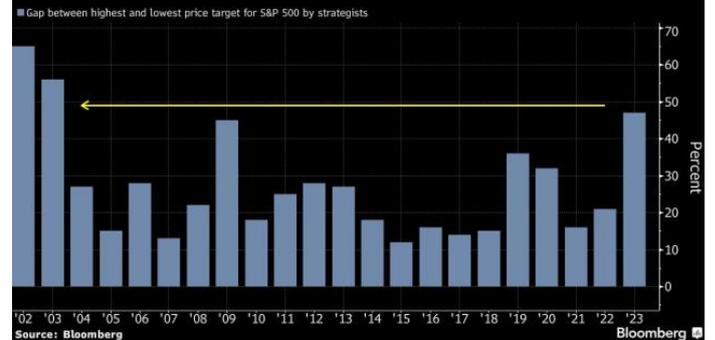
Source: Bloomberg

Bloomberg

La volatilità porta a un aumento dei rimpianti. Il consulente deve difendere il cliente da questa illusione. Fonte: Bloomberg modificata.

### Wall Street Split on S&P 500

The spread between the highest and lowest year-end target is widest in two decades



Source: Bloomberg

Bloomberg

Quando il ventaglio delle previsioni per il 2023 è così ampio di sicuro qualcuno rimpiangerà la previsione fatta. Ma troverà di sicuro giustificazioni per la sua previsione errata. Ovviamente con il senno di poi! Fonte: Bloomberg modificata.

### Prof. Paolo Legrenzi

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

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://GAM.com)



### Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.