

# I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 278 – 20 luglio 2018

## Di che cosa siamo consapevoli in finanza?

Abbiamo dedicato la lezione 275 agli enigmi. Nella finanza comportamentale ci sono gli enigmi di cui ci accorgiamo e quelli di cui non ci accorgiamo e che quindi non riteniamo si debbano risolvere, andando in cerca di una soluzione. Da tempo, per esempio, è noto l'enigma dell'entità spropositata del premio al rischio, e cioè dal rendimento più alto richiesto dalle azioni rispetto alle obbligazioni. Una differenza spropositata per l'appunto, come si vede nella tabella seguente basata sui tempi lunghi (1900-2017). Un enigma, se non conoscessimo la funzione del valore di Kahneman e i tempi troppo corti con cui il cliente medio osserva l'andamento dei suoi risparmi, rendendosi così vulnerabile alle oscillazioni di breve periodo, inevitabilmente più spiccate sui mercati azionari che su quelli del reddito fisso. Di qui l'entità molto alta del premio al rischio.

### Diamonds not forever

Average annual real returns, 1900-2017, %



Source: "Credit Suisse global investment returns yearbook 2018" by E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton, London Business School

Perché l'oro, il platino e i diamanti hanno rendimenti bassi? Perché non siamo consapevoli né dei loro valori a lungo termine né della penalizzazione dell'assenza cumulata nel tempo di rendimenti. Ciò di cui non siamo consapevoli guida i rendimenti sui tempi lunghi. Se temiamo le oscillazioni di breve periodo, preferiamo il reddito fisso, anche se sui tempi lunghi rende sistematicamente molto meno. Una differenza del 2% produce nel tempo conseguenze cumulate assai rilevanti e irrecuperabili. Fonte: Economist modificata.



Un altro enigma, sempre sui tempi lunghi. Perché il livello di correlazione all'interno dei mercati azionari dei principali 17 paesi si è impennato dall'inizio di questo secolo? Ha a che fare forse con il QE? In realtà la forte correlazione, non presente nel totale dei prestiti e nel valore delle case, sembra precedere il QE.  
Fonte: Economist modificata.

La tabella sulle correlazioni è interessante perché forse potrebbe essere alla base della difficoltà, nell'ultimo decennio, da parte della gestione attiva nel battere quella passiva, secondo la ben nota scommessa di Warren Buffett ricordata in una recente e bellissima lezione di Carlo Benetti.

Enigma dunque (cfr. lezione 275), e successiva domanda: questa correlazione così alta continuerà oppure tornerà in linea con i valori storici dell'ultimo secolo e mezzo? Se è un effetto della globalizzazione, allora può darsi che si tratti di un punto di non ritorno. Solo il futuro ce lo dirà con certezza, con il calo del QR. Ma perché i più non se ne accorgono? Perché non se ne parla, trattandosi di un fenomeno così macroscopico, se non tra gli specialisti e gli addetti ai lavori. Si tratta di un'analisi cruciale per il futuro delle gestioni attive e della capacità della gestione basata sui big data (cfr. lezione precedente).

C'è un parallelo tra i fenomeni di cui ci accorgiamo e il funzionamento dell'inconscio cognitivo? E' questo un problema cruciale, alla radice della finanza comportamentale, ed è giunto il momento di domandarci se ci possiamo fidare sempre del funzionamento della nostra coscienza. Domanda: ci rende consapevoli dei fenomeni oggi per noi rilevanti?

Non sappiamo in effetti, e probabilmente non potremo mai sapere con precisione, come l'inconscio cognitivo si sia formato nella lunga storia evolutiva della nostra specie e in quella di popolazioni che ci hanno preceduto. Possiamo supporre che Homo Habilis già sapesse rappresentarsi uno scopo futuro e che

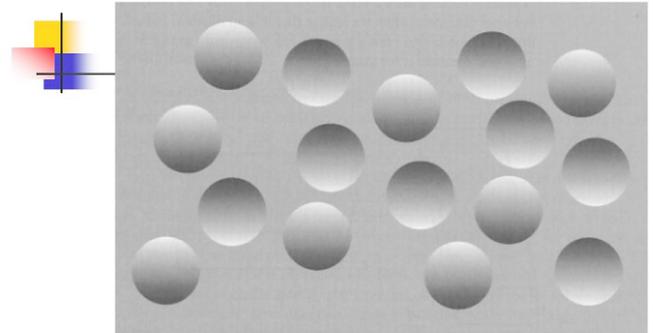
la struttura del suo cervello non fosse così dissimile da quella attuale. La coscienza si stava plasmando già allora, secondo il grande meccanismo darwiniano della variazione casuale e della selezione. L'uomo ha poi continuato a evolversi nei due milioni di anni successivi a Homo Habilis fino alla formazione dell'architettura della mente e del cervello che ci ritroviamo oggi. Ed è l'unica coppia coscienza/cervello che possiamo studiare a fondo invece di prospettare ipotesi sul come si sia evoluta. Abbiamo tuttavia degli indizi che indicano come il sistema attuale si sia formato migliaia di anni fa, nell'ambito di forme di vita e di scenari esistenziali in cui la rapidità di decisione era cruciale. Tanto più una decisione vitale deve venire presa in poco tempo, quanto più essenziale è che essa sia l'esito di un processo che si svolge nell'inconscio cognitivo. In effetti, le nostre azioni si basano spesso su processi rapidi e intuitivi. Talvolta, però, hanno bisogno di nutrirsi di pensieri lenti, ragionamenti che spesso vengono elaborati dopo che è stata bloccata la rapida e spontanea risposta iniziale, quella offerta dalla nostra intuizione. L'intuizione fa affidamento per lo più su pensieri veloci che però talvolta ci portano fuori strada. Questi pensieri veloci si traducono in quelle euristiche di cui ci ha parlato Daniel Kahneman nel suo ormai classico "Pensieri lenti e pensieri veloci". La finanza comportamentale ci parla spesso degli effetti dei pensieri veloci, mentre la finanza classica si basa sulla razionalità dei processi lenti. Qui, nella formazione passata della coppia coscienza/inconscio, e nel suo radicamento nel nostro cervello, sta l'origine della finanza comportamentale e, in ultima analisi, della necessità di avere un consulente esperto. E' giunto quindi il momento di porsi la domanda cruciale: "Come mai, se l'inconscio cognitivo fa gran parte del lavoro, abbiamo bisogno dei processi di controllo consci?". Gli indizi provenienti dal funzionamento del sistema visivo indicano che l'inconscio cognitivo è l'erede di lunghe vicende del passato, quando i nostri antenati campavano da cacciatori raccoglitori. Erano tempi in cui era essenziale procedere in tempi brevissimi al riconoscimento degli stimoli ambientali. Questi potevano essere fonte di offesa in un ambiente ostile: nemici, animali feroci e altri pericoli. Molte ricerche mostrano che il riconoscimento dei visi avviene prestissimo in età evolutiva e si basa su processi rapidi che si servono di pochi indizi. Questa rapidità è utile ancor oggi quando, per esempio, guidiamo nel traffico e dobbiamo prendere decisioni in modo automatico, senza riflettere troppo. Purtroppo è anche alla radice dei danni che fa il "fai-da-te" nella gestione dei risparmi.

Abbiamo però motivi per credere che persino il nostro sistema visivo non sia del tutto adeguato agli ambienti di vita contemporanei, dove, per esempio, le luci non provengono solo dall'alto ma anche da altre fonti. Gli insetti notturni, come i risparmiatori, non temono i pericoli giusti. Per esempio, non evitano la luce artificiale, al contrario ne sono risucchiati. Un tempo l'attrazione automatica delle fonti di luce non era fatale perché l'illuminazione dell'ambiente proveniva da un'unica sorgente assai lontana, la luna o il sole.

Grazie a una serie di eleganti esperimenti, Dorothy Kleffner e Vilaynur Ramachandran hanno dimostrato che anche il sistema visivo dell'uomo contemporaneo funziona assumendo che la luce provenga dall'alto. Questa assunzione è stata valida per

milioni di anni, prima della civiltà tecnologica contemporanea, cioè da quando, poco più di un secolo fa, abbiamo introdotto fonti di luci artificiali. Kleffner e Ramachandran lo hanno dimostrato con figure come la seguente:

Top-down processing: perception affected by knowledge of world



Why do we seem to have a fairly robust interpretation of which shapes are concave and convex when the perceptual information is perfectly ambiguous? -> perception affected by knowledge

Adapted from  
<http://psiexp.ss.udi.edu> by E. Day

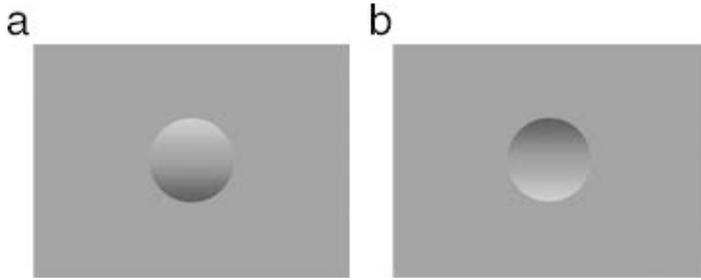
(Kleffner & Ramachandran, '92)

La figura viene vista come fatta di cavità e sporgenze circolari. Il vederle come concave o convesse dipende dalle ombreggiature e dall'assunzione che tali ombre siano causate da una luce che cade dall'alto.  
 Fonte: Ramachandran, 1992.

Si tratta di figure ambigue che possono essere viste come sporgenze o rientranze, benché si abbia a che fare in realtà soltanto con sfumature diverse di chiaro-scuro collocate su uno sfondo bidimensionale piatto e omogeneo. Nella figura c'è un miscuglio di oggetti costruiti in modo tale che le ombre degli uni siano speculari a quelle degli altri: la parte chiara di alcune sfere diventa scura nelle altre e viceversa (i due studiosi le chiamano mirror-images, immagini-specchio). Il punto cruciale è l'impossibilità di vedere tutti gli oggetti simultaneamente come concavi o convessi. La conclusione è che:

"Il sistema visivo si serve delle ombre come indizi. Interpreta così la natura delle forme. Esso incorpora l'assunzione tacita che ci sia una sola fonte di luce. Tale fonte illumina l'intera immagine visiva. La derivazione delle forme dalle ombreggiature non è un'operazione strettamente locale, ma coinvolge un'ipotesi globale sull'origine delle fonti di luce". (Kleffner e Ramachandran, Perception & Psychophysics, 1992, 52, 18-36, la citazione è a p. 19).

Ora è evidente che tale assunzione globale è tacita e fa parte dell'inconscio cognitivo. E' plausibile supporre, come fanno i due studiosi, che il nostro inconscio cognitivo rifletta il funzionamento delle ombre in ambienti in cui le uniche fonti di luce erano collocate soltanto alte in cielo e lontane: sole e luna. La dimostrazione diretta si può fare semplicemente. Basta capovolgere la figura seguente. In questo modo quello che si vede in a diventa quello che si vede in b e viceversa. L'effetto si spiega solo assumendo che la parte dell'inconscio cognitivo dedicata alla percezione funzioni con l'assunzione tacita della fonte unitaria di luce dall'alto.



Se capovolgete la figura girando il libro, quello che si vede in a diventa quello che si vede in b e viceversa. L'effetto si spiega assumendo che la parte dell'inconscio cognitivo dedicata alla percezione funziona con l'assunzione tacita della fonte unitaria di luce dall'alto.

Molte illusioni visive costruite con immagini artificiali sono l'esito dei tentativi di confondere un sistema visivo che non era stato costruito per affrontare problemi di tal fatta.

Le illusioni sistematiche su cui si basa la finanza comportamentale hanno la stessa origine. In ultima analisi non siamo consapevoli di ciò di cui dovremmo razionalmente essere coscienti. Per questo la finanza comportamentale può venire spiegata, appresa, ma mai viene del tutto interiorizzata e, in seguito, praticata. E gli errori si ripetono implacabili.



La forza di questo quadro (1954) di René Magritte deriva dall'uso di luci e ombre incoerenti per creare effetti paradossali e misteriosi (nella parte di sopra è rappresentata la luminosità del giorno, sotto l'oscurità della notte). Dice Magritte: "Ho rappresentato due idee diverse, vale a dire un paesaggio notturno e un cielo come lo vediamo di giorno. Trovo che questa contemporaneità di giorno e notte abbia la forza di sorprendere. Chiamo questa forza poesia."

Forse oggi è però più pericolosa, rispetto agli inganni della percezione, quella funzione spontanea dell'inconscio cognitivo collegata alle decisioni relative al sapere di sapere e quelle relative al sapere di non sapere, tema a cui abbiamo già accennato alla fine del capitolo precedente. L'inconscio cognitivo qui sta sullo sfondo perché si tratta di decisioni apparentemente consce anche se infondate. E tuttavia sembra alle volte che l'intuizione si riaffacci e non ci si possa fidare troppo del suo intervento perché tende a prospettarci delle risposte spontanee e immediate che si rivelano poi, a una riflessione più attenta, infondate e fuorvianti. Torneremo su questo punto nella prossima lezione. Una conclusione, per ora: se tutti sapessero di non sapere la gestione dei risparmi si sarebbe sottratta assai più spesso al fai-da-te.



#### 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.

www.gam.com seguitemi anche su:



### Disposizioni importanti di carattere legale

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.