

# CONSULENZA FINANZIARIA, CONSULENZA COMPORTAMENTALE E APPRENDIMENTO

Una differenza fondamentale tra consulenza finanziaria e consulenza comportamentale è costituita dalle strategie di apprendimento. Per meglio dire, la differenza va vista nei modi diversi con cui si impara a diventare degli esperti consulenti finanziari e degli esperti consulenti comportamentali.

Il complesso di conoscenze che un esperto di consulenza finanziaria deve padroneggiare è, come in molti altri campi, basato su un accumulo progressivo di expertise basato su un processo di apprendimento per prove ed errori. La consulenza comportamentale invece è un'eccezione a questa modalità di apprendimento perché in essa affiorano molti "bias". Che cosa è un bias? Il termine inglese bias è intraducibile in italiano perché indica un miscuglio di errori sistematici e inconsapevoli nei modi di vedere il mondo, pensarci su e provare emozioni. Qui i due aggettivi cruciali sono "sistematici" e "inconsapevoli".



Ecco in azione il bias dovuto a un orizzonte temporale corto. Molte persone acquistano lo S&P500 dopo una leggera flessione pensando che sia "un momento conveniente". Basta ampliare la visione al primo quadrimestre del 2021, un periodo non certo molto lungo, per accorgersi che ogni momento era buono indipendentemente da quello che era successo durante la settimana precedente e quello che sarebbe successo nella settimana successiva. Questo è un meccanismo mentale molto forte che è difficile dis-imparare perché l'esperienza passata recente è quella più vivida e emotivamente più forte. Si noti che Bloomberg lo chiama "grande rimbalzo" accentuando così questo meccanismo, e cioè l'illusione dei tempi brevi. Fonte: Bloomberg modificata.

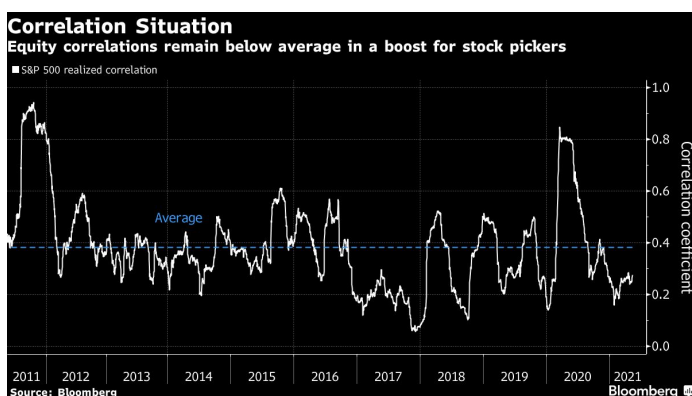
Anche nel campo degli investimenti, come in altre esperienze lavorative e non, ci si accorge talvolta di aver commesso degli errori sia nelle decisioni che prendiamo sul lavoro sia in quelle della vita personale. Si tratta di errori di cui possiamo divenire consapevoli e, quando ce ne rendiamo conto, cerchiamo di non ripeterli. Magari ci ricadiamo ma, col passare del tempo, impariamo a migliorare le nostre prestazioni. Per questo motivo le persone preferiscono avere un consulente finanziario con molta esperienza passata. Gli psicologi chiamano questo meccanismo "apprendimento per prove ed errori". Non è tipico degli umani, anzi imparare per prove ed errori è la forma di apprendimento più diffusa nel mondo animale.



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



Una conseguenza dell'home bias. Gli statunitensi che acquistano soprattutto azioni "casalinghe", quotate cioè sullo S&P500, sono, spesso a loro insaputa, fortunati perché l'home bias li conduce a un mercato dei più profittevoli del mondo. Su questo mercato molto efficiente la gestione attiva è svantaggiata. In Europa, e in particolare in Italia, invece, l'home bias può condurre a scelte sub-ottimali concentrate su mercati inefficienti. Quindi la gestione attiva appare, e talvolta è, più efficace. Dove un mercato è profittevole e l'andamento dei prezzi dei titoli è relativamente correlato spiccano di più i costi bassi della gestione passiva e gli investitori ne tengono più conto. Fonte: Bloomberg modificata.



La correlazione tra i prezzi delle azioni USA quotate sullo S&P500 è molto alta. Se voi aggiungete le azioni del resto del mondo, la correlazione si abbasserebbe molto. In linea generale, quanto più la correlazione è alta, tanto più è difficile “scovare” occasioni profittevoli per la gestione attiva. Fonte: Bloomberg modificata.

Lo studio dell'apprendimento è un settore consolidato delle scienze cognitive.

Ormai più di un secolo, fa Edward Lee Thorndike cominciò a misurare come, col tempo, gli errori diminuivano quando un ratto doveva imparare un nuovo percorso in un labirinto sconosciuto. Negli anni Trenta, Edward Tolman fece una scoperta interessante. Insegnò a dei ratti a giungere alla meta (cibo) percorrendo un tragitto immerso nella sabbia. Poi utilizzò lo stesso percorso in una vasca riempita d'acqua: gli animali erano costretti a nuotare, cosa che sanno fare benissimo, e non a scavare. Tolman scoprì che i ratti erano capaci di trovare subito la strada giusta nell'acqua dopo averla imparata nella sabbia. Ma tutto nell'ambiente esterno era cambiato: non bisognava più scavare nella sabbia, bensì nuotare nell'acqua. Il ratto aveva imparato qualcosa di più di una sequenza specifica di movimenti da compiere in un ambiente divenuto noto. In altre parole, per usare il termine di Tolman, l'uomo e gli altri animali sono capaci di utilizzare forme di “apprendimento latente”. L'animale riesce a trasferire quello che ha già imparato adattandosi presto a un ambiente nuovo perché si è costruito una sorta di mappa mentale. Questa mappa può venire applicata in ogni ambiente a patto che abbia stessa struttura di quello con cui ci si è familiarizzati la prima volta (per i dettagli di questa storia, cfr. il capitolo “apprendimento” nella Storia della psicologia di Legrenzi, 2021). Chi oggi usa un algoritmo come “Google maps” fa qualcosa del genere perché può seguire lo stesso percorso presentato in molte forme, modalità diverse, e per vari scopi: grande o piccolo, bidimensionale o tridimensionale, piatto o in rilievo, con alcune tappe evidenziate e altre no, con vari punti di vista, a piedi, in macchina, e così via. Ma la struttura profonda delle informazioni è sempre la stessa, cambia solo il format. Anche nelle informazioni finanziarie il format è cruciale.

L'apprendimento da parte di macchine segue lo stesso principio. I computer vengono “nutriti” con esempi positivi oppure negativi delle categorie o del complesso di regole che il sistema artificiale deve imparare. Come se si presentassero a un bambino delle figure di animali per insegnargli che cosa è un cane e come distinguere un cane da un lupo: questo sì, questo no, questo sì, e così via. Oggi i sistemi artificiali sono capaci di estrarre regole molto complesse a partire da esempi positivi e negativi. Una sorta di apprendimento per prove ed errori che permette, per esempio, di isolare una firma redatta correttamente rispetto a quelle sbagliate, un certo stile grafico che corrisponde ai quadri fatti da Van Gogh rispetto a quelli fatti dal suo amico Gauguin, e così via. Anche in finanza i modelli quantitativi sono costruiti con lo stesso principio, estraendo cioè regolarità da masse enormi di dati e studiando le eventuali correlazioni basate su meccanismi associativi (cfr. <https://www.investopedia.com/articles/financialcareers/08/quants-quantitative-analyst.asp>).

Queste sono tutte varianti derivate dai meccanismi dell'apprendimento studiato da Pavlov in cui vengono “associati” stimoli. Pavlov, per esempio, insegnava a un cane ad associare una goccia di limone che provoca la risposta di salivazione e il suono di un metronomo. Presentando prima il suono e poi la goccia di limone, dopo un certo numero di accoppiamenti, il suono del metronomo, in assenza della goccia di limone, acquisiva la capacità di suscitare la risposta di salivazione. Oggi, più di un secolo dopo, sappiamo che tutti gli animali sono capaci di questa forma di apprendimento: pesci, formiche, persino i vermi. Non è ancora chiaro se le piante siano in grado di fare accoppiamenti tra stimoli e risposte apprese. Come capirlo? Le piante per solito non si dirigono verso le correnti d'aria così come i cani non salivano al suono di un metronomo. Ma se voi insegnate a una pianta ad accoppiare una corrente d'aria a una presentazione di una luce sembra che la pianta si diriga poi nella direzione della corrente d'aria anche in assenza di luce. Questa forma di adattamento a un nuovo ambiente potrebbe peraltro essere un semplice apprendimento non associativo, come quando ci abituiamo a un evento che si ripete sempre uguale (per i dettagli della questione, cfr. Giorgio Vallortigara, Ma quel vegetale capisce? Il Sole24Ore-Domenica, 26 luglio 2020, p. IX).

L'ubiquità dell'apprendimento associativo è dimostrata dal fatto che, ben prima degli psicologi, gli economisti - con quello che è considerato il fondatore della loro disciplina, Adam Smith - lo hanno utilizzato a fondamento dei meccanismi economici con le nozioni di “incentivi positivi” e “negativi”. Intervendendo tramite incentivi positivi e negativi, spesso premi e punizioni di tipo monetario, si può influenzare il comportamento delle persone associando un premio o una punizione, corrispondenti a guadagni o perdite economiche, a eventi o esperienze. In senso molto lato, la stessa teoria dell'evoluzione di Charles Darwin è un costrutto teorico in cui la sopravvivenza di una specie avviene selezionando gli organismi premiati per la loro capacità di adattarsi meglio ad ambienti di vita in cambiamento.

In tutte queste forme, dalla fondazione teorica dell'economia fino alle capacità di apprendimento di tutti gli animali, si impara sbagliando e progressivamente correggendo gli errori o eliminandoli del tutto. Nel caso della teoria dell'evoluzione di Darwin, semplicisticamente, possiamo dire che i varianti di una specie capaci di adattarsi meglio tendono a sopravvivere rispetto a quelli che si adattano meno bene.

Questa lunga premessa è stata necessaria per spiegare quanto siano eccezionali e interessanti i casi in cui non vale l'adagio tradizionale: "sbagliando si impara". Si sbaglia e si continua a ripetere l'errore perché non ci accorgiamo di sbagliare. Questo è il nodo teorico cruciale della consulenza comportamentale caratterizzata appunto dalla difficoltà di apprendimento, dal ripetersi sempre degli stessi errori nelle scelte di investimento. Come mai questo può succedere?

In linea generale capita perché una specie si è adattata un ambiente rimasto immutato per periodi di tempo lunghissimi. Nel caso dell'uomo ci sono situazioni in cui l'architettura del cervello dell'uomo non ha avuto il tempo necessario per cambiare di fronte a un ambiente nuovo. Capita così che le strategie poco efficienti prodotte dal cervello si ripetano producendo sempre gli stessi comportamenti. Il livello di consapevolezza della ripetizione di questi comportamenti può variare.

Partiamo dai processi più "bassi", quelli legati alla percezione. Esaminiamo questa immagine:

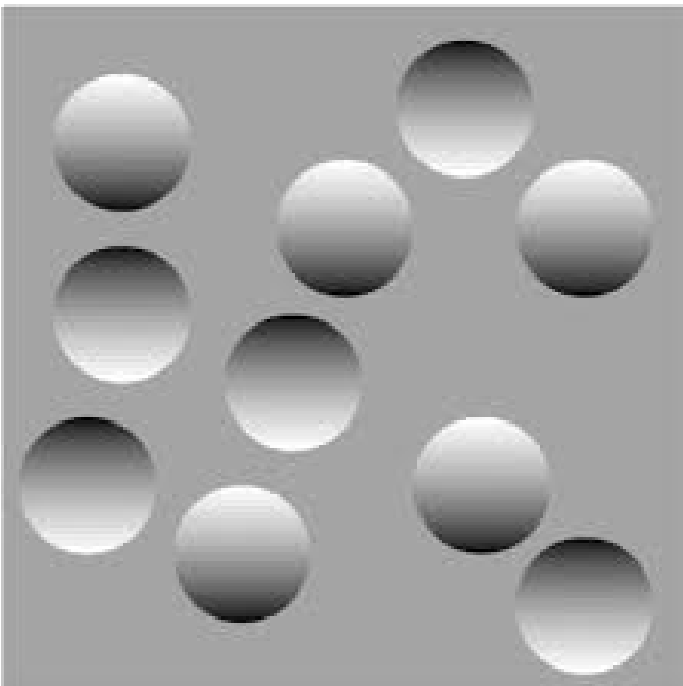


Figura presentata da Dorothy Kleffner e Vilayanur Ramachandran in "On the perception of shape from shading", *Perception & Psychophysics*, 1992, 52, 18-36 (libero in rete).

Da un punto di vista della descrizione fisica e geometrica l'immagine altro non è che una figura in chiaroscuro, bidimensionale, disegnata su uno sfondo piatto. Le persone però vedono dei cerchi che sporgono o che rientrano, come in un bassorilievo o in un altorilievo. Come mai si vedono alcuni cerchi sporgere in avanti e altri incavati verso l'interno? Perché il sistema visivo interpreta il chiaro scuro come se si trattasse di ombre. Il cervello da per scontato che la luce caschi dall'alto come è successo per centinaia di migliaia di anni quando il mondo era illuminato soltanto dal sole o dalla luna. Oggi non è più così. E tuttavia le ombre vengono viste assumendo che la luce caschi dall'alto.

Un altro esempio di adattamento a forme di vita prevalenti nel passato è dato dall'interpretazione degli oggetti in movimento. Rebecca Saxe, Joshua Tenenbaum e Susan Carey dell'Università di Harvard hanno pubblicato nel 2005 una ricerca intitolata "Secret Agents" (*Psychological Science*, libero in rete). Il titolo allude ai comportamenti di infanti di 10 e 11 mesi quando vedono apparire un oggetto in movimento nel loro campo visivo. Una serie di eleganti esperimenti mostra che i neonati si comportano come se gli oggetti fossero scagliati da un "agente" che non vedono, fuori scena. Il sistema visivo innato da per scontato che gli oggetti non caschino dall'alto, in caduta libera, ma che siano stati lanciati da una mano invisibile. Questa interpretazione intenzionale incorporata nel cervello è attribuibile al fatto che nel lungo passato della nostra specie dovevamo stare molto attenti a movimenti potenzialmente ostili e pericolosi. Questa attenzione ha permeato tutto il sistema visivo nel senso che noi attribuiamo emozioni persino a oggetti geometrici in movimento. In un famoso esperimento, Heider e Simmel (1944, libero in rete) hanno mostrato che le persone descrivono cerchietti, triangoli e quadrati in movimento come se alcune di queste figure geometriche fossero entità animate che attaccano altre, si proteggessero dall'attacco altrui, si vogliono bene, e così via.

L'interpretazione del mondo esterno come dotato di intenzioni e emozioni è stata adattiva per le forme di vita dei cacciatori raccoglitori. Permetteva infatti di riconoscere negli ambienti di vita eventuali nemici o, comunque, esseri viventi con intenzioni forse offensive. Meglio scambiare i movimenti delle foglie provocati dal vento come se fossero causati dai movimenti di un nemico nascosto che non viceversa. Un errore, certo, ma un errore sui tempi lunghi "adattivo".

Questi errori inconsapevoli si ripetono sempre perché selezionati da un lungo passato in cui siamo vissuti da cacciatori raccoglitori. Oggi non viviamo più così ma il sistema visivo incorporato nel cervello non è modificabile anche se le forme di vita sono cambiate. A stretto rigore non si tratta di errori, ma talvolta vengono inclusi nei bias perché sono inconsapevoli, sistematici e incorreggibili (cfr., per esempio, Sara Garofalo, *Sbagliando non si impara. Perché facciamo sempre le scelte sbagliate in amore, sul lavoro e nella vita quotidiana*, il Saggiatore, Milano, 2021).

Tradizionalmente e comunemente si definiscono “bias” non quelli incorporati nel sistema visivo ma soltanto gli errori che dipendono da giudizi e decisioni inefficienti o da emozioni male indirizzate. Negli anni Sessanta del secolo scorso, l'inglese Peter Wason e, in seguito, gli israeliani Daniel Kahneman e Amos Tversky scoprirono alcune situazioni in cui le persone sbagliano e poi ci ricascano. Gli studiosi hanno cercato terapie efficaci e salvifiche. Non è facile. Sembra che le persone abbiano queste strategie fuorvianti già pronte e disponibili in testa. Bisogna quindi di dis-imparare, non di imparare.

Per esempio, il dolore per una perdita è superiore alla gioia per un guadagno dello stesso valore. Di conseguenza ci accontentiamo di poco pur di evitare il rischio di una perdita maggiore, forse irrimediabile. Un comportamento adattivo in mondi in cui si era costretti a decidere in fretta e in presenza di gravi pericoli. Dannoso invece quando andrebbero valutate le conseguenze delle scelte sui tempi lunghi. Le condizioni di vita sono cambiate rispetto a quelle dei cacciatori raccoglitori: le perdite momentanee, un tempo spesso fatali, possono venire, sui tempi lunghi, più che compensate da cospicui guadagni. Questo è tipico degli investimenti azionari, come abbiamo visto molte volte e anche nella figura iniziale.

In un pionieristico esperimento di Peter Wason si chiedeva alle persone di trovare la regola con cui era stata costruita questa tripletta di numeri: 2-4-6. Le persone dovevano farlo presentando triplette: per ciascuna Wason gli diceva se seguivano oppure no la regola che lui aveva stabilito. Le persone pensano subito a “numeri pari in ordine crescente” perché questo è quello che vedono. Se però la regola è più generale, come: “Qualsiasi sequenza di numeri di ordine crescente”, presentare allo sperimentatore esempi positivi dell'ipotesi serve a poco. Egli ci dirà che ogni esempio che gli presentiamo segue la regola giusta ma noi non riusciamo a trovarla mai. Per scoprirla bisogna cercare di falsificare la nostra ipotesi e produrre esempi negativi: tre numeri che calano.

Quando scopriamo che questa tripletta non segue la regola abbiamo capito quale è la regola. Più in generale noi crediamo che una nostra opinione sia tanto più valida quanti più sono i casi positivi che incontriamo nel mondo: ma questo sarà inevitabile se non cerchiamo quelli positivi (cfr. Ken Manktelow, *Beyond Reasoning*, Routledge, 2020). Questo porta a forme di pigrizia nelle scelte di investimento: molta liquidità, molti immobili: la ripetizione del passato.

Un meccanismo analogo è quello per cui non ci accorgiamo di avere idee incoerenti tra loro. Lo crediamo semplicemente perché le conserviamo in cassetti separati della nostra mente (Phil Johnson-Laird, Vittorio Girotto, Paolo Legrenzi, *Reasoning from inconsistency to consistency*, *Psychological Review*, 2004, libero in rete). Un altro bias molto forte consiste nella capacità di ragionare solo per regole che ci sono familiari e non per regole astratte e sconosciute (Phil Johnson-Laird, Paolo e Maria Legrenzi, *Reasoning and a sense of reality*, *British Journal of Psychology*, libero in rete).

Un'altra tendenza generale è l'eccessiva fiducia nelle nostre capacità, tendenza che si amplifica quanto più siamo inesperti di un dato dominio di conoscenze o di azioni (Steven Sloman, Philip Fernbach, *L'illusione della conoscenza*, Raffaello Cortina Editore, 2018). Di qui la prevalenza del “fai da te” nelle scelte di investimento.

Tutti questi meccanismi avevano valore adattivo in un mondo ostile in cui si doveva decidere rapidamente: ci davano forza, speranza, rapidità nelle decisioni. Oggi si traducono in ipotesi complottistiche, radicalizzazioni delle opinioni, varie forme di autolesionismo inconsapevole, sia nel campo della salute sia nel campo del nostro benessere economico.

#### 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.