



BIAS ED EURISTICHE

- BEHAVIOURAL-

MAGGIO 2021



INDICE

BIAS, EURISTICHE E SISTEMI MENTALI	2
LE EURISTICHE	4
OVERCONFIDENCE BIAS	8
HOME BIAS	10
BIAS DEL RIMPIANTO	12
CONCLUSIONI	13
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	14

Autori

Cianci Sara

Latino Enrica

Zago Salvatore



BIAS, EURISTICHE E SISTEMI MENTALI

L'origine del termine "Bias Cognitivo" si può far risalire alle ricerche degli psicologi **Amos Tversky** e **Daniel Kahneman**, pubblicate nel 1974 con il titolo “*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*” che avevano lo scopo di studiare in quale modo gli esseri umani prendono le loro decisioni in contesti dominati dall'incertezza e con limitate risorse individuali (come ad esempio tempo, informazioni, capacità cognitive, etc.).

Tale progetto di ricerca (Heuristics and Bias Program) sarebbe poi culminato nel premio Nobel per l'Economia a Kahneman nel 2002 per “*aver integrato le ricerche psicologiche nelle scienze economiche, specialmente in merito al giudizio umano e alla teoria delle decisioni in condizioni di incertezza*”.

Negli ultimi decenni, gli studi sulla psicologia cognitiva hanno condotto alla conclusione che la mente umana ha incorporato, nel corso dell'evoluzione, una serie di comportamenti intuitivi che hanno consentito all'Homo Sapiens di sopravvivere in ambienti ostili prendendo decisioni euristiche ovvero non rigorose o puramente razionali.

L'euristica viene applicata in molti ambiti della vita umana con effetti positivi ma produce a volte sistematiche distorsioni del giudizio (o *bias*): si parla in questi casi di processi di pensiero automatici, sorti durante l'evoluzione, spesso conseguenza del rapido raggiungimento di una soluzione nel momento in cui occorre prendere decisioni immediate in uno specifico contesto.

I *Bias cognitivi* sono, quindi, il rovescio della medaglia delle euristiche, nel senso che hanno l'effetto di rendere l'essere umano "cieco" rispetto a certe informazioni in conseguenza della rapidità e frugalità decisionali.

Nel suo saggio “*Pensieri lenti e veloci*” Daniel Kahneman descrive due sistemi di pensiero a cui ricorriamo ogni giorno. Il *Sistema 1* è rapido, automatico, primitivo, emotivo, stereotipato ed inconsapevole: ha il compito di produrre intuizioni che possono essere usate nei compiti che svolgiamo.

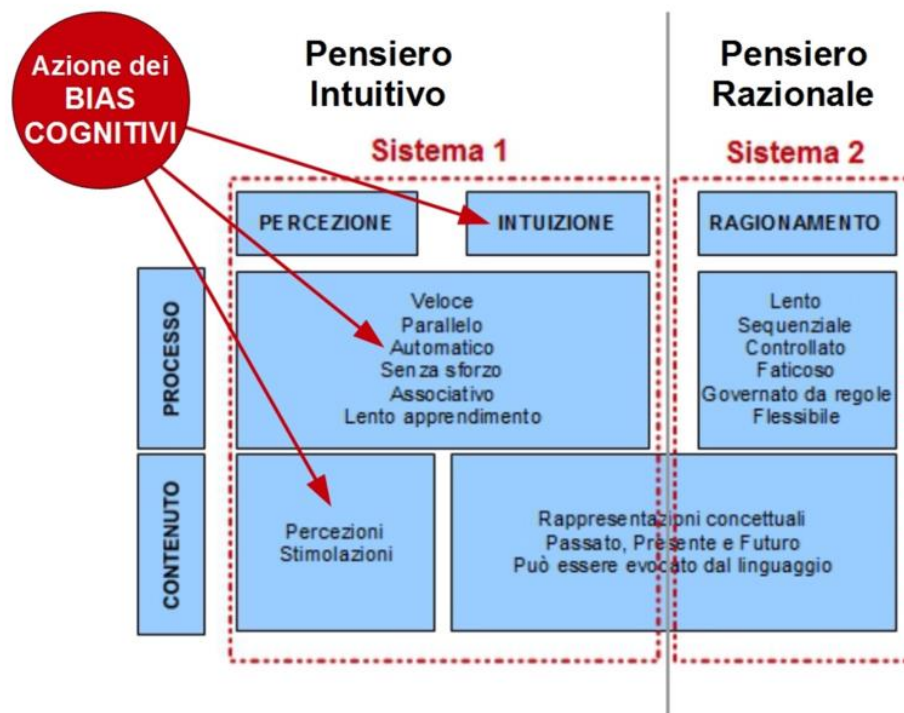
Questo Sistema viene attivato con l'intuizione e con l'euristica e utilizza quindi le “scorciatoie” per trarre una conclusione. In questo primo Sistema la mente non crea nuovi modelli ogni volta che vengono recepite nuove informazioni, anzi consente di associare i nuovi dati a quelli già esistenti al suo interno.

Il *Sistema 1* viene utilizzato nelle decisioni quotidiane oppure per giungere a delle conclusioni in un modo più automatico.

Il *Sistema 2* viene descritto da Kahneman come quello più lento, razionale e richiedente uno sforzo maggiore. È meno frequente ma allo stesso tempo più logico e lineare nel procedimento rispetto al primo; è calcolatore e ne facciamo uso per la risoluzione di un problema: entra in gioco quando le decisioni sono più complesse e richiedono una certa concentrazione.

Dall'osservazione dell'interazione tra i due sistemi, la psicologia deduce che uno domina sempre l'altro, a seconda della specifica attività che si sta realizzando.

Il *Sistema 1* è più potente e di fatto dirige e governa la maggior parte delle nostre azioni quotidiane: quando il soggetto risulta stanco o sotto stress e non ha risorse da investire nel *Sistema 2*, riesce comunque a sopprimere e prendere decisioni attraverso il *Sistema 1*. Le sensazioni ed espressioni del primo sistema sono comunque all'origine delle scelte deliberate dal *Sistema 2*.



Fonte: Kahneman

LE EURISTICHE

Le euristiche (dal greco εὕρισκω, *trovare*) sono regole empiriche che rappresentano una maniera rapida di ragionare, di decidere e di valutare; si tratta di procedure utili in quanto veloci e facili da attuare ma spesso fallaci poiché approssimazioni della perfetta razionalità. L'euristica rappresenta una strategia attuata dal cervello che rapporta le capacità di raccolta e di elaborazione delle informazioni alla complessità del compito. A differenza della logica finanziaria neoclassica, dove si ricerca la soluzione migliore in assoluto, con il processo euristico si arriva alla risposta "buona", ovvero soddisfacente, ma non sempre la migliore possibile.

Si tratta, dunque, di abilità di scelta acquisite dal cervello nel corso dell'evoluzione, e quindi innate, delle quali i bias cognitivi sono parte.

In ambito finanziario, l'applicazione di comportamenti euristici potrebbe comportare da un lato velocità e immediatezza nell'adozione delle decisioni ma, dall'altro, l'adozione di scelte non coerenti o errate.

Nel corso degli ultimi anni nella psicologia cognitiva sono state individuate diverse euristiche: l'euristica della disponibilità, della rappresentatività, dell'affetto e dell'ancoraggio. Di seguito è illustrato nel dettaglio come tali euristiche possono influenzare gli operatori e i mercati finanziari.

L'**euristica della disponibilità** fa riferimento al fatto che gli individui, nella raccolta delle informazioni, sono influenzati dalla facilità con la quale le stesse possono essere richiamate alla mente.

La rappresentazione della frequenza di un evento, infatti, dipende, tra gli altri, dalla *familiarità* e dalla *recuperabilità*. Nel primo caso gli individui sono portati a giudicare gli eventi facili da ricordare perché vissuti personalmente e accaduti di recente; nel secondo caso, invece, l'evento non è facile da ricordare quindi bisogna ricostruire degli scenari con la possibilità di commettere degli errori procedurali.

L'euristica della disponibilità, applicata ai mercati finanziari è causa di comportamenti irrazionali: gli investitori non professionali sono portati ad attribuire maggiore probabilità di ritorni economici rilevanti a titoli rappresentativi di aziende "in attivo" nella convinzione, oltretutto, che aziende che investono le loro risorse in asset considerati

promettenti dagli analisti siano quelle che più difficilmente saranno soggette a problemi di bilancio e/o finanziari e, pertanto, meno coinvolte in azioni speculative. La presunta relazione tra investimenti considerati poco volatili e raccomandati dagli analisti e rendimento dei titoli, tuttavia, non è riscontrabile in senso assoluto poiché non sempre l'investimento in aziende che possiedono tali caratteristiche offre un rendimento superiore rispetto all'indice di mercato. È evidente che il comportamento adottato secondo l'euristica della disponibilità induce a scelte considerate più “familiari”.

L'euristica della rappresentatività tende ad ignorare le frequenze oggettive. Gli individui sono propensi a esternare giudizi di probabilità su stereotipi e situazioni familiari, per cui la possibilità di manifestarsi di un evento dipende da quanto questo risulta simile ad una classe di eventi, a prescindere dall'ampiezza del campione e dalla frequenza oggettiva. Sebbene questa strategia possa risultare efficiente in certe circostanze è altresì importante sottolineare come tale approccio comporti vari errori in quanto non considera in maniera adeguata alcuni fattori che influiscono sul giudizio di probabilità e privilegia invece le evidenze empiriche.

Un esempio di euristica della rappresentatività applicato ai mercati finanziari può essere dato dal caso di un manager chiamato a valutare dei titoli per fare un investimento. Il manager che opera sulla base dell'euristica della rappresentatività formulerebbe aspettative di ritorni maggiori e rischi più contenuti associate a quei titoli che hanno registrato risultati particolarmente profittevoli nei periodi precedenti. Tutto ciò è in palese contrasto con la correlazione positiva esistente tra rischio e rendimento basata sull'assunto fondamentale che maggiori rendimenti sono associati a rischio maggiore. La rappresentatività induce il manager a credere che la relazione sia invece inversamente proporzionale. La riflessione l'euristica della rappresentatività potrebbe convincere a sostenere un collegamento tra gli eventi passati e quelli futuri che, invece, è assente nel contesto finanziario il trend dei titoli azionari è funzione delle aspettative del mercato.

L'euristica dell'affetto è basata sul fatto che spesso gli individui, nel processo di assunzione delle decisioni, sono influenzati dai sentimenti e dalle emozioni. L'analisi e il giudizio di un certo evento sono, dunque, ponderate in considerazione del “carico affettivo” associato ad essi. Le forti risposte emotive possono alterare i giudizi e portarci

a prendere decisioni diverse rispetto a un medesimo evento a seconda dell'emotività del soggetto.

Da una ricerca condotta da Finucane ed altri studiosi, risulta che l'analisi rischi e benefici è inversamente correlata alle emozioni: gli individui, per formulare un giudizio relativo a rischi e benefici di un comportamento, fanno a volte riferimento alla valutazione affettiva generale che si ha di un determinato rischio e di spiegazione puramente logica legati all'analisi rischi-benefici.

L'**euristica dell'ancoraggio** si riferisce alla tendenza che gli individui hanno ad "*ancorarsi*" ad un'informazione ritenuta saliente o ad ipotesi iniziali nel momento in cui effettuano una scelta senza aggiustarla o aggiustandola in modo insufficiente e/o incompleto in caso di nuove informazioni a disposizione.

L'ancoraggio è anche alla base degli atteggiamenti conservatori adottati da taluni agenti economici. L'economista canadese Hersh Shefrin, a tal proposito, riferisce un caso di tendenza conservatrice nel comportamento di alcuni analisti finanziari: questi infatti nel momento in cui si trovino a valutare un'azienda, date determinate condizionali iniziali, qualora vengano diffuse nuove informazioni, tenderanno a leggerle comunque sulla base delle probabilità di rendimento iniziali. Se ad esempio le informazioni positive riguardassero un'azienda che in passato ha avuto performance non particolarmente brillanti, tali analisti rivedrebbero la loro valutazione in modo conservativo stimando al ribasso la possibilità che l'azienda possa in futuro generare utili significativi.

In ambito finanziario un altro esempio è rappresentato dalla situazione in cui un investitore, in occasione di un processo decisionale, si ancori ad un determinato prezzo ritenuto rilevante – come il prezzo minimo o massimo storico – e solo in base a tale riferimento valuti i guadagni e le perdite; maggiore è la rilevanza che l'individuo associa all'ancora mentale e più questi non aggiusterà a sufficienza il punto di riferimento rispetto al quale valutare i guadagni e le perdite.

OVERCONFIDENCE BIAS

L'overconfidence bias è una tendenza a sostenere una valutazione falsa e fuorviante delle nostre capacità, intelletto o talento: è cioè una convinzione egoistica in cui l'individuo si reputa molto al di sopra rispetto alle proprie capacità. Questo tipo di bias è molto diffuso nei mercati finanziari è decisamente pericoloso per gli investitori e per gli speculatori.

Comprendere verso quale direzione si stanno muovendo i mercati è una delle abilità più importanti e complicate nel mondo della finanza e degli investimenti poiché la maggior parte degli analisti ha un eccesso di fiducia nelle proprie capacità analitiche. Questa sensazione e questo processo mentale hanno un riscontro opposto nella realtà perché è un'impossibilità statistica per la maggior parte degli analisti essere al di sopra dell'analista medio.

Secondo una ricerca effettuata dal gestore e studioso di finanza comportamentale James Montier, su 300 gestori di fondi professionisti ai quali è stato chiesto se si ritenessero superiori, inferiori o nella media, circa il 74% di essi ha risposto affermativamente (ossia di ritenersi al di sopra della media nell'investimento) mentre il restante 26% si è collocato nella media. Il risultato della ricerca mostra un dato molto rilevante in quanto nessuno dei gestori ha pensato di essere al di sotto della media ma, come affermato in precedenza, queste cifre rappresentano un'impossibilità statistica.

L'overconfidence bias nel mondo finanziario rende gli investitori meno cauti nelle decisioni di investimento e questo porta a illusioni di conoscenza e di controllo.

Questo eccesso di fiducia viene considerato un punto di debolezza negli investimenti: essere erroneamente troppo sicuri delle proprie decisioni di investimento porta ad una cattiva e disattenta gestione del rischio con la conseguenza per gli investitori di considerare le decisioni di investimento meno rischiose di quanto non siano in realtà.

A trattare questo argomento è stato anche Ray Dalio, fondatore del più grande hedge fund del mondo, Bridgewater & Associates, che ha ritenuto questo processo emotivo molto pericoloso in quanto potrebbe portare a risultati disastrosi nel portafoglio di un investitore. Ray Dalio ha affermato che durante la sua carriera da investitore ha commesso questo errore e che è riuscito a trasformare la propria esperienza in uno dei principi descritti nel suo libro "Principles of Ray Dalio" e in una sua intervista con Business

Insider in cui ha attribuito una buona percentuale del proprio successo all'evitare qualsiasi pregiudizio di eccessiva sicurezza.

Un modo semplice per comprendere a fondo il pregiudizio per eccesso di fiducia è guardare esempi di come si manifesta questo pregiudizio nel mondo reale. Un primo pregiudizio può essere riferito all'illusione di controllo in quanto questo si verifica quando le persone pensano di avere il controllo su una situazione mentre in realtà non lo hanno: in media le persone credono di avere più controllo di quanto non abbiano in realtà. Questo, ancora una volta, può essere molto pericoloso negli affari o negli investimenti, poiché ci porta a pensare che le situazioni siano meno rischiose di quanto non siano davvero. La mancata valutazione accurata del rischio porta alla mancata gestione adeguata del rischio.

Il secondo pregiudizio è basato sull'effetto di desiderabilità e questo accade quando le persone sopravvalutano le probabilità che qualcosa accada semplicemente perché il risultato è desiderabile. Questo è a volte indicato come "pio desiderio" ed è un tipo di pregiudizio per eccesso di fiducia: commettiamo l'errore di credere che un risultato sia più probabile solo perché questo è il risultato che vogliamo.

L'ottimismo del tempismo invece è un altro aspetto della psicologia dell'eccesso di fiducia. Un esempio concreto di questo caso si ha quando le persone sopravvalutano quanto velocemente riescono a lavorare e sottovalutano quanto tempo impiegano per portare a termine i propri compiti; se gli uomini d'affari sottovalutano costantemente il tempo necessario per completare un progetto, allo stesso modo gli investitori spesso sottovalutano il tempo necessario affinché un investimento ripaghi.

HOME BIAS

L'espressione "home bias" indica la tendenza per gli investitori di investire in una quantità importante di titoli (azioni o obbligazioni) domestici nonostante i possibili benefici della diversificazione in azioni estere.

Ma perché un investitore dovrebbe evitare di cadere nell'home bias investendo nel mercato globale al fine di ridurre il rischio azionario del proprio portafoglio?

La diversificazione mondiale divide il rischio su diversi paesi e valute per controbilanciare il rischio di investire soltanto in una regione o un paese al fine di proteggersi dai grossi fallimenti o dall'eventualità di lasciarsi scappare opportunità d'investimento internazionali. I portafogli con diversificazione mondiale sono fondamentali per garantire investimenti di successo nel lungo termine. Mediante la capacità di distribuire il rischio su diversi paesi l'investitore si può proteggere da conflitti e vincoli normativi di un singolo paese e così facendo se un paese attraversa periodi di difficoltà economiche, dovute ad esempio a problemi regionali, il portafoglio dell'investitore ne risentirà meno che se decidesse di investire il 100% del proprio portafoglio in quella specifica economia. Alcuni investitori europei però diversificano meno di quanto credano, tendendo a concentrarsi unicamente su mercati azionari vicini ai loro paesi e ai loro mercati finanziari. Questi tipi di investitori diventano vittime appunto del fenomeno psicologico dell'*home bias* investendo unicamente nel proprio paese d'origine. A causa di questo errore cognitivo i rendimenti dei portafogli potrebbero rispecchiare più la performance economica del paese d'origine che quella delle singole azioni in cui si è investito. Del resto, anche se investire in vari settori può essere considerata una forma di diversificazione, investire in un solo paese presenta un ovvio rischio di concentrazione poiché i portafogli di quei tipi di investitori saranno estremamente sensibili ai possibili eventi negativi in quella particolare economia. Non sempre tuttavia l'investimento a livello mondiale favorisce la performance, né può fare in modo che il portafoglio non risenta degli andamenti negativi quando inizia una fase negativa: i portafogli infatti potrebbero essere danneggiati dalle fasi di debolezza dei mercati esteri, ma questo è inevitabile ed è il prezzo da pagare per un'adeguata diversificazione. Investire a livello internazionale significa che i massimi potrebbero non essere elevati quanto quelli che si raggiungerebbero concentrandosi su un singolo

mercato, incluso quello nazionale; allo stesso tempo però neanche i minimi dovrebbero essere eccessivamente bassi. È quindi fondamentale che gli investitori si decidano a guardare al di là dei propri confini nazionali e a investire in modo diversificato e internazionale.

BIAS DEL RIMPIANTO

Quello del rimpianto è sicuramente il più importante *bias* emozionale. È collegato a una sensazione di insoddisfazione che pervade i soggetti nel momento in cui questi si pentono di non aver fatto una determinata azione.

Alcuni studi hanno dimostrato che solitamente i soggetti rinviando una decisione, sostenendo di star aspettando informazioni più dettagliate, anche quando la probabilità che le nuove informazioni non cambino sostanzialmente la loro decisione è piuttosto alta. Tale *bias* si manifesta anche nei mercati finanziari quando si comprano e vendono azioni: evitare la paura del rimpianto può portare a tenere troppo a lungo dei titoli perdenti in portafoglio e a vendere troppo in fretta titoli vincenti.

Quando le azioni perdono di valore in termini di prezzo, gli investitori sembrano posticipare la vendita di tali azioni, anche se questa scelta potrebbe non corrispondere alle aspettative formulate precedentemente. Vendere il titolo vorrebbe dire dare corpo all'errore e la paura del rimpianto viene ritardata non accettando il fatto che l'acquisto dello stesso titolo sia stato un errore.

Una caratteristica psicologica che è legata al bias del rimpianto è il desiderio di evitare la dissonanza cognitiva, cioè la tendenza a rifiutare un evento quando questo risulta in conflitto con le proprie idee preconcepite. Se una delle due convinzioni è sostenuta dalla predilezione emotiva, il cervello cercherà di evitare o di sminuire una convinzione conflittuale e, contemporaneamente, di dare sostegno al convincimento preferito.

I soggetti dunque, per attenuare tale fenomeno di dissonanza, potrebbero essere portati ad adottare comportamenti irrazionali (ad esempio evitando di acquisire nuove informazioni o privilegiando solo quelle che confermino le proprie convinzioni) i quali possono incrementare a loro volta il senso di rimpianto.

CONCLUSIONE

Per poter comprendere l'imprevedibile mondo finanziario e i complessi meccanismi in esso insiti non è sempre possibile pensare agli investitori come esseri razionali e prevedibili che prendono le loro decisioni di investimento in modo consapevole: è necessario, anzi, compenetrare la teoria della finanza comportamentale in quella finanziaria classica con quella.

Abbiamo visto che gli individui sono esseri impulsivi che tendono a comportarsi irrazionalmente in considerazione di vari aspetti psicologici, come valutazioni intuitive e reazioni emotive, che li inducono a commettere errori sistematici e ricorrenti nel momento in cui si trovano davanti ad una decisione di investimento.

Per questo motivo il consulente può aiutare il soggetto irrazionale (il cliente) ad orientarsi nell'ambito di un flusso eccessivo di informazioni, a interpretare correttamente le stesse e attirare l'attenzione su elementi che rilevanti che possono tuttavia sfuggire alla percezione dell'investitore non professionale.

Non è un caso che gli studiosi di finanza comportamentale abbiano indicato i temi che i consulenti finanziari dovrebbero approfondire per orientare correttamente le scelte dei loro clienti, con particolare riferimento agli errori cognitivi derivanti dall'utilizzo delle euristiche e al peso dei fattori emotivi (Kahneman e Riepe, 1998).

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Richard Feloni, Business Insider: *“Dolore + riflessioni= progresso. Le regole per investire di Ray Dalio, il gestore che ha fatto grande Bridgewater”*, 18/04/2017;

James Montier, *“Behaving badly”*, 02/02/2006;

Graham Benjamin, *“The intelligent investor”*, 1949;

Kanheman Daniel, *“Pensieri lenti e veloci”*, 25/10/2011;

Rumiati R., Il Mulino *“Giudizio e decisione. Teorie e applicazioni della psicologia della decisione”*, 1990;

Solt, M. and Statman, *“Good Companies, Bad Stocks. Journal of Portfolio Management”*, 1989;

Melissa L. Finucane, Ali Alhakami, Paul Slovic, Stephen M. Johnson, *“The Affect Heuristic in Judgments of Risks and Benefits”*, 2000.



René Magritte, “Doppio Segreto” (1927)

Il corpo umano, nella sua duplice componente fisica e psicologica, è una macchina tanto meravigliosa quanto misteriosa. Questo aspetto dell’inspiegabile e dell’irrazionale che caratterizza la natura *metafisica* dell’uomo – rendendolo anche capace di scelte e comportamenti inaspettati o illogici – interessa molto i surrealisti che si trovano sovente a mettere in scena la condizione dello “straniamento” attraverso la costruzione di immagini che vedono per lo più impiegati soggetti comuni e riconoscibili che tuttavia generano, nel loro accostamento, un senso di contraddizione agli occhi dell’osservatore.

Nel “Doppio segreto” di Magritte ci troviamo di fronte ad una frammentazione del soggetto, in cui potremo riconoscere un’indagine sull’io più profondo e recondito dell’essere umano, che tuttavia non si colloca sul piano teorico o metaforico della scissione ma si esplicita nell’attuazione concreta dello smascheramento.

Rispetto ad uno sfondo naturale, in cui si riconosce il confine sottile tra cielo e mare, possiamo osservare in primo piano un volto impassibile che, come fosse un guscio, viene scoperto e posto di lato al *vero contenuto* dell’uomo: lo squarcio rivela una spaccatura profonda e articolata che si discosta molto dalla quietà resa del viso liscio, inespressivo e assente, che la nascondeva.

Adesso che la maschera è stata lacerata e rimossa ci si aspetterebbe un chiarimento, una risposta al mistero che ci è stato precedentemente posto di fronte, ma non è così: Magritte ci mostra con semplicità ed efficacia lo scarto incolmabile che separa l'essere dalla sua apparenza e si limita a confermare l'enigmaticità del reale.

La riflessione che l'artista imprime sulla tela dunque permette all'osservatore la visualizzazione di quei meccanismi di pensiero propri dell'essere umano che generano nei soggetti, spesso ed inevitabilmente, distorsioni e storpiature della realtà che li circonda.

D.F.