



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**COME LA FINANZA COMPORTAMENTALE HA
AMPLIFICATO LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-08**

**HOW BEHAVIORAL FINANCE AMPLIFIED THE 2007-08
FINANCIAL CRISIS**

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Tommaso Guazzarotti

Anno Accademico 2023/2024

Sommario

INTRODUZIONE	4
Capitolo 1	7
FINANZA COMPORTAMENTALE	7
1.1 Definizione e origini	7
1.2 Principi e teorie	8
1.2.1 <i>La teoria del prospetto</i>	8
1.2.2 <i>Euristiche e bias cognitivi</i>	10
Capitolo 2	15
RUOLO DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE NELLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-08	15
2.1 Comportamento degli investitori durante la crisi	15
2.1.1 <i>Comportamento di gregge</i>	16
2.1.2 <i>Overconfidence</i>	17
2.1.3 <i>Euforia irrazionale e modello di feedback positivo</i>	20
2.2 Aspetti psicologici ed emotivi	22
2.2.1 <i>Avversione alla perdita e panic selling</i>	23
2.2.2 <i>Il ruolo dei media nel propagare gli effetti della bolla speculativa</i>	24
Capitolo 3	28
STRATEGIE DI MITIGAZIONE DEI BIAS COMPORTAMENTALI NEGLI INVESTIMENTI	28
3.1 De-biasing	28
3.1.1 <i>Educazione finanziaria</i>	29
3.1.2 <i>Ruolo delle istituzioni</i>	31
3.1.3 <i>Consulenza finanziaria</i>	33

CONCLUSIONE.....	36
BIBLIOGRAFIA	37

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, la finanza comportamentale ha guadagnato sempre più attenzione nel campo degli studi economici, offrendo una prospettiva innovativa e complementare rispetto ai modelli tradizionali di finanza. A differenza della finanza classica, la finanza comportamentale riconosce il ruolo delle emozioni, dei pregiudizi cognitivi e delle dinamiche sociali nelle decisioni d'investimento. Ne è la prova la crisi finanziaria del 2008 che ha evidenziato l'importanza di questi fattori, mostrando come i comportamenti irrazionali e i *bias* cognitivi possano amplificare le vulnerabilità del sistema finanziario globale.

La presente tesi si propone di esplorare l'incidenza della finanza comportamentale sugli investimenti, con un focus particolare sugli eventi che hanno caratterizzato la crisi del 2008. Il primo capitolo offre una panoramica teorica della finanza comportamentale, analizzando i principali *bias* che influenzano le decisioni degli investitori. Nel secondo capitolo, l'attenzione si sposta sull'analisi del ruolo che questi *bias* hanno avuto nel contesto della crisi del 2008, contribuendo al crollo dei mercati finanziari e all'aggravarsi delle condizioni economiche globali. Infine, nel terzo capitolo, vengono discusse le strategie e gli approcci per mitigare l'impatto

dei bias comportamentali, al fine di migliorare l'efficacia delle decisioni d'investimento e prevenire future crisi finanziarie.

Capitolo 1

FINANZA COMPORTAMENTALE

1.1 Definizione e origini

La finanza comportamentale o *behavioral finance* è un campo di studi economici che nasce dalla combinazione tra psicologia cognitiva ed economia, con l'obiettivo di spiegare in che modo e perché le persone prendono determinate decisioni finanziarie. A differenza dell'approccio classico della finanza tradizionale, dove queste sono solo frutto di un processo decisionale totalmente razionale e derivante dalla volontà di massimizzare la propria utilità attesa, nell'approccio comportamentale le decisioni finanziarie sono il risultato dell'irrazionalità degli individui e del loro essere influenzati da *bias* cognitivi ed emotivi. L'approccio suddetto risulta dunque molto critico rispetto a quello tradizionale in quanto scardina le sue due principali assunzioni, cioè, la razionalità degli individui e l'ipotesi dell'efficienza dei mercati o *efficient market hypothesis*, affermando invece che questi sono non sempre efficienti, poiché anche i prezzi delle attività finanziarie possono essere influenzati da fattori irrazionali e portare ad esempio a bolle speculative.

Le origini di questa disciplina risalgono agli anni settanta grazie al lavoro dei due psicologi Daniel Kahneman ¹ e Amos Tversky (1979) relativo alla “Teoria del prospetto”.

1.2 Principi e teorie

1.2.1 La teoria del prospetto

La teoria del prospetto dimostra, attraverso delle evidenze empiriche, che gli individui non sono razionali, come al contrario assume il modello economico tradizionale. Questi in condizioni di incertezza compiono degli errori comportamentali che li portano a prendere delle decisioni non ottimali.

Uno dei presupposti fondamentali di questa teoria è il fatto che gli esiti delle decisioni finanziarie prese dagli individui vengono valutate dagli stessi in base ad un punto di riferimento, anche detto “*status quo*”. La scelta del punto oltre a risultare soggettiva, in quanto variabile a seconda del contesto e del singolo, influenza profondamente le decisioni del soggetto dal momento che il loro esito verrà da lui percepito come una variazione dallo *status quo* e non come un valore netto.

Partendo da questo presupposto si è dimostrato che le decisioni non ottimali prese dai soggetti sono influenzate da diversi principi, primo dei quali

¹Daniel Kahneman (1934-2024) nel 2002 riceve il Premio Nobel per l'Economia.

l'effetto contesto o *framing effect*, cioè il fatto che la decisione dell'individuo viene effettuata e può essere alterata dal modo in cui vengono presentate le opzioni di scelta.² Un esempio di questo fenomeno psicologico viene definito da Kahneman come “avversione alla perdita” o *loss aversion* e viene descritto come la tendenza a dare un peso superiore alle perdite rispetto ai guadagni, portando a comportamenti di avversione al rischio per proteggere lo *status quo*.³

Ulteriori principi riconducibili all'avversione alla perdita includono l'effetto certezza, secondo il quale gli eventi probabili sono eccessivamente soppesati poiché percepiti come certi, mentre gli eventi improbabili sono sottopesati poiché percepiti come impossibili.

Altri fenomeni psicologici che inducono comportamenti irrazionali comprendono l'effetto isolamento, che consiste nella propensione degli individui a compiere scelte isolate in un processo decisionale complesso, ignorando le caratteristiche comuni del contesto, e l'effetto riflesso, per cui vi è una propensione al rischio quando i risultati negativi sono certi, mentre si manifesta un'avversione al rischio in caso contrario.

² Tversky A., & Kahneman, D., (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk.

³ Vedi cap. 2, par. 2.2.1

1.2.2 *Euristiche e bias cognitivi*

Le euristiche sono scorciatoie mentali utilizzate dagli individui per prendere decisioni e risolvere problemi in modo rapido ed efficiente, riducendo così il tempo necessario per prendere una decisione. Tuttavia, pur essendo utili in molti casi, possono condurre a errori sistematici o a bias cognitivi.

Si possono individuare principalmente tre tipologie di euristiche: la rappresentatività, la disponibilità e l'ancoraggio.⁴

L'euristica della rappresentatività si verifica quando gli individui giudicano la probabilità di un evento non dalla reale probabilità statistica ma formulando decisioni influenzate da uno stereotipo o preconcetto preesistente, come ad esempio è stato dimostrato nel famoso esperimento di Kahneman e Tversky relativo al "problema di Linda" dove è stato chiesto ai partecipanti di valutare la probabilità che Linda eserciti un mestiere e abbia un particolare hobby piuttosto che un altro in base alla seguente descrizione:

Linda ha 31 anni, è nubile, schietta e molto brillante. Ha una laurea in filosofia. Da studentessa era profondamente interessata ai problemi della

⁴ Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press.

discriminazione e della giustizia sociale e ha anche partecipato a manifestazioni anti-nucleare.

Due tra le opzioni disponibili nella lista erano “Linda è una cassiera di banca” e “Linda è una cassiera di banca ed è attiva nel movimento femminista”.

Piu dell’85% del campione intervistato ha ritenuto più probabile che Linda fosse sia una cassiera di banca che un attivista, violando un assioma fondamentale della teoria della probabilità, (regola della congiunzione) dimostrando come gli stereotipi della rappresentatività abbiano portato ad una scelta non razionale e contraria alla logica della probabilità⁵.

L’euristica della disponibilità si verifica quando si stima la probabilità di un evento sulla base degli esempi o dei ricordi che vengono in mente in quel momento e non sulla sua oggettiva probabilità di verificarsi. Gli individui sono infatti influenzati da eventi recenti in quanto percepiti come più probabili o dalle forti emozioni provate perché più facili da ricordare.

Vi è stata un’importante implicazione di tale euristica in riferimento alla crisi finanziaria del 2007-08 in quanto ha contribuito a creare una visione distorta della realtà durante la bolla immobiliare, portando a decisioni basate

⁵ Malkiel, B. G. (2016). A random walk down Wall Street. W. W. Norton & Company, pag.234-235

su informazioni parziali ed esperienze recenti, piuttosto che su analisi obiettive del mercato.

L'euristica dell'ancoraggio rappresenta una scorciatoia mentale che le persone utilizzano basandosi su un'informazione iniziale per prendere decisioni o per fare una stima di un evento. Tale informazione influisce profondamente sugli individui poiché diventa il termine di paragone nella valutazione di tutte le altre opzioni. Di conseguenza, con l'ancoraggio si manifesta una tendenza a fare affidamento eccessivo sulle prime informazioni reperite al momento di prendere decisioni, il che può portare a distorsioni nei comportamenti degli individui.

I *bias* comportamentali sono il risultato delle scorciatoie mentali utilizzate per facilitare il processo decisionale e, nel contesto della finanza comportamentale, giocano un ruolo cruciale nel determinare i comportamenti degli investitori e il funzionamento dei mercati finanziari, in quanto possono indurre gli investitori a prendere decisioni non ottimali, causando successivamente delle perdite finanziarie.

Alcuni dei *bias* comportamentali più rilevanti, oltre all'avversione alla perdita e al *bias* dello status quo⁶, sono:

⁶ Vedi cap.1, par. 1.2.1

- **Effetto gregge** o *herd behavior*, cioè la tendenza degli individui a seguire le azioni della maggioranza, spesso ignorando le informazioni disponibili tendendo a conformarsi rispetto alla massa. Questo comportamento è particolarmente evidente nei mercati finanziari, dove le decisioni di acquistare uno strumento finanziario perché tutti lo stanno facendo possono portare a bolle speculative o a crolli di mercato.
- **Overconfidence**, cioè la tendenza delle persone a sopravvalutare le proprie capacità o le proprie conoscenze. Spesso gli investitori in particolare, forti della credenza di essere più competenti di quanto non siano veramente, tendono a fare delle scelte non prudenti a causa della sottovalutazione del rischio rischiando di incorrere in perdite significative.
- **Bias di conferma**, cioè la propensione a cercare e a ricordare le informazioni che confermano le proprie convinzioni e ad ignorare di conseguenza le altre che risultano in contraddizione. Ciò può portare gli individui e in particolare gli investitori a non avere una visione critica nella valutazione delle scelte di investimento in quanto, non ricercando nuove informazioni in modo obiettivo, vengono rafforzate anche convinzioni errate e non razionali.

- ***Bias dell'ancoraggio***, cioè una scorciatoia cognitiva utilizzata dagli individui per prendere decisioni. Esso consiste nel fare affidamento su un'informazione iniziale che funge da ancora, influenzando le scelte successive dell'individuo, poiché viene presa come punto di riferimento.⁷

⁷ Kahneman, D. (2011). *Pensieri lenti e veloci*. Mondadori.

Capitolo 2

RUOLO DELLA FINANZA COMPORTAMENTALE NELLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-08

2.1 Comportamento degli investitori durante la crisi

La crisi finanziaria del 2007-2008, nota anche come la crisi dei mutui subprime, è stata un evento di grande rilevanza per l'economia globale. Essa ha causato una recessione economica mondiale, rivelando numerose criticità e vulnerabilità dei sistemi economici e finanziari, configurandosi come uno dei periodi più turbolenti nella storia dei mercati finanziari. In questo contesto la finanza comportamentale ha giocato un ruolo cruciale nell'influenzare le scelte degli investitori, amplificando l'euforia nella fase iniziale nella quale ha contribuito alla formazione della bolla immobiliare e lo sconforto in seguito allo scoppio della stessa.

Il seguente capitolo esplorerà in dettaglio come i *bias* cognitivi abbiano influenzato le decisioni degli investitori e il ruolo cruciale che tali comportamenti hanno avuto nell'amplificare la crisi, per poi descrivere come tali distorsioni, unite ad altri fattori, abbiano peggiorato ulteriormente la situazione in seguito all'esplosione della bolla. Analizzare il comportamento degli investitori durante la crisi immobiliare attraverso la finanza comportamentale permette di riconoscere i limiti della razionalità umana in situazioni di incertezza e consente di sviluppare di conseguenza strategie che possano mitigare il rischio di future crisi finanziarie.

2.1.1 *Comportamento di gregge*

Anche le persone completamente razionali possono essere influenzate da un comportamento di gregge quando attribuiscono eccessiva importanza ai giudizi altrui e, sebbene il loro comportamento sia individualmente razionale, producono comportamenti collettivi strettamente irrazionali.⁸

Tale comportamento può essere spiegato attraverso un parallelismo tra la diffusione delle informazioni durante le bolle speculative e la diffusione dei virus durante le epidemie. Secondo la visione dell'economista Robert Shiller (2000) è possibile rappresentare il comportamento gregario tra gli

⁸ Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton University Press, pag. 177-178

investitori durante le bolle speculative come un “virus” che si diffonde rapidamente tra le persone e può essere inoltre accelerato da fattori come i media, le reti sociali e le comunicazioni interpersonali. Nel contesto della crisi immobiliare del 2008, tale meccanismo di diffusione si è rivelato fondamentale per la creazione della bolla immobiliare, comportando diverse implicazioni.

Per prima cosa la diffusione di idee riguardanti le opportunità di investimento nel mercato immobiliare e la facilità di sottoscrizione di un mutuo hanno portato gli investitori a sviluppare una propensione all’acquisto di immobili, anche rassicurati dal fatto che tale mercato fosse storicamente in crescita costante. Questo ha fatto sì che si creasse un “contagio emotivo” che, sostenuto dal continuo aumento dei prezzi delle case, ha portato alla formazione di una euforia irrazionale. Spinti dalla rapida inflazione dei prezzi sempre più investitori sono entrati nel mercato attuando un comportamento imitativo, tipico delle bolle speculative, dove gli individui, per paura di perdere opportunità di guadagno, imitano semplicemente gli altri investitori contribuendo così ad amplificare la bolla.⁹

2.1.2 *Overconfidence*

⁹ Tale comportamento viene definito Fear of missing out (FOMO)

L'eccessiva fiducia o *overconfidence* ha avuto un ruolo significativo durante la crisi finanziaria del 2008 in quanto ha contribuito attivamente a creare, e successivamente ad amplificare, la bolla immobiliare. Tale fenomeno ha coinvolto vari attori del sistema finanziario, inclusi investitori, istituti finanziari e regolatori. Per quanto riguarda i primi, l'*overconfidence* è derivata dalle prospettive di crescita dei prezzi degli immobili che, insieme al fatto che per un lungo periodo non vi sono state correzioni nel mercato immobiliare, ha indotto molti investitori a prendere in prestito somme considerevoli di denaro, convinti che la crescita sarebbe continuata a lungo. L'eccessiva fiducia, sostenuta anche da una notevole domanda, ha portato anche gli istituti finanziari a concedere una sempre maggiore quantità di mutui esponendosi inoltre eccessivamente ai cosiddetti "prestiti *subprime*", cioè prestiti ad alto rischio di insolvenza per via del basso merito creditizio dei mutuatari. La significativa esposizione ai mutui *subprime* è stata inoltre accompagnata dalle banche da una notevole e ancor di più importante sottovalutazione del rischio, causata dalla creazione di strumenti finanziari derivati basati sulla cartolarizzazione degli stessi *subprime* (CDO). Tali strumenti hanno permesso di ridistribuire il rischio di credito fuori dalla sfera bancaria, diffondendolo agli investitori e ad altre istituzioni

finanziarie, contribuendo così ad amplificare l'instabilità del sistema finanziario globale.¹⁰

Il ruolo dell'*overconfidence* non è stato limitato ai soli investitori e agli istituti finanziari in quanto anche i regolatori negli anni precedenti alla crisi, spinti dall'eccessiva fiducia sulla capacità dei mercati di autoregolarsi e gestire i rischi, hanno intrapreso politiche di deregolamentazione tali da rendere meno stringenti le politiche di supervisione del settore finanziario. Tale fiducia è stata unita anche in questo caso ad una errata valutazione dei rischi di nuovi prodotti finanziari come i CDO in quanto si è ritenuto che la dispersione del rischio tra gli investitori avrebbe ridotto il rischio complessivo¹¹, come è stato anche affermato dall'allora presidente della FED Alan Greenspan il quale ha dichiarato prima della crisi: "*C'è stata una lunga fase di regolamentazione e deregolamentazione. In genere, la deregulation ha portato a una maggiore efficienza e benefici per l'economia.*"

¹⁰ Orléan, A. (2009). Dall'euforia al panico: Pensare la crisi finanziaria e il capitalismo. Castelvecchi Editore.

¹¹ Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.

2.1.3 *Euforia irrazionale e modello di feedback positivo*

L'euforia irrazionale è un fenomeno che si verifica quando gli investitori all'interno di un mercato diventano eccessivamente ed ingiustificatamente ottimisti, creando come conseguenza un aumento irrazionale del prezzo di alcuni asset. Tale ottimismo, come già analizzato in precedenza, viene alimentato dalla convinzione che i prezzi continueranno a salire in quanto, anche a causa dei bias comportamentali di cui sopra, vengono ignorati i fondamentali economici. Durante la crisi finanziaria del 2008, l'euforia irrazionale e il modello del *feedback* positivo hanno avuto un ruolo cruciale nell'amplificare le dinamiche di mercato che hanno portato alla creazione della bolla immobiliare e alla sua successiva esplosione e in particolare l'economista Robert Shiller, uno dei principali esponenti della finanza comportamentale, ha analizzato questo fenomeno nel suo libro "*Irrational Exuberance*." Shiller ha evidenziato come la convinzione collettiva riguardo al fatto che i prezzi delle case sarebbero aumentati in maniera indefinita abbia portato ad un ottimismo irrazionale che ha prodotto una bolla speculativa. Tale ottimismo è stato il risultato dell'azione combinata di bias cognitivi, come *l'overconfidence* e il comportamento di gregge, e della dinamica del *feedback* positivo, che ha spinto gli investitori a ignorare i segnali di rischio e a perpetuare comportamenti di investimento insostenibili. Tuttavia è necessario ancora una volta sottolineare come la

dinamica dell'euforia non sia stata generata esclusivamente in seguito al comportamento dei soli investitori, in quanto questi, hanno agito anche influenzati da una sempre crescente offerta di credito da parte degli istituti finanziari. Risulta perciò di cruciale importanza nella creazione della bolla immobiliare, oltre al comportamento irrazionale degli investitori, l'impulso degli istituti di credito al movimento rialzista dei prezzi degli immobili. La creazione della bolla è stata quindi possibile perché entrambi gli agenti coinvolti avevano interessi convergenti, nello specifico, sia gli acquirenti che i prestatori si auguravano un rialzo dei prezzi degli immobili. I primi perché vedevano aumentare il valore del proprio capitale, oltre a poter accedere a mutui ipotecari pur non avendo un reddito adeguato, mentre i secondi perché con un aumento del prezzo degli immobili risultavano avere un abbassamento complessivo del rischio di credito, oltre ad aumentare la capacità delle banche di offrire nuovi mutui. Il rialzo dei prezzi perciò favorisce quindi in questo senso sia il mercato immobiliare che quello del credito.

Il modello di *feedback* positivo, o *positive feedback loop*, consiste in un meccanismo auto-rinforzante in cui l'aumento dei prezzi di un asset attira un numero crescente di investitori, spingendo ulteriormente i prezzi verso l'alto e portando alla creazione di bolle speculative. Il mercato immobiliare degli Stati Uniti ha sperimentato tale processo negli anni precedenti la crisi

del 2008, quando l'aumento dei prezzi ha attirato un maggior numero di acquirenti e investitori, alimentando ulteriormente la crescita dei prezzi. Questo meccanismo, pur con le dovute differenze, è simile e paragonabile a uno schema Ponzi, in quanto entrambi possono portare a bolle speculative e a crisi finanziarie attraverso dinamiche auto-rafforzanti. Sebbene nel primo caso non vi sia manipolazione delle informazioni né creazione di false storie per raggirare gli investitori, come avviene negli schemi Ponzi, l'aumento ripetuto dei prezzi comporta una ricompensa sequenziale derivante dai movimenti del mercato, con alcune persone che traggono beneficio dal sostenere l'idea di continui rialzi.¹²

2.2 Aspetti psicologici ed emotivi

Il ruolo della finanza comportamentale durante la crisi del 2008 non si limita alla creazione e all'amplificazione della bolla immobiliare. Essa ha infatti contribuito attivamente a intensificare la crisi dopo lo scoppio della stessa, diffondendo il panico generale e propagandone gli effetti non solo nel mercato statunitense, ma in tutto il mondo, preannunciando un'imminente recessione. Ad acuire la crisi hanno contribuito infatti in modo significativo gli aspetti psicologici ed emotivi che hanno coinvolto milioni di investitori, consumatori e le istituzioni finanziarie. In particolare, l'avversione alla

¹² Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton University Press, pag. 93-94

perdita, il *panic selling* e l'influenza dei media sono stati fattori chiave per il meccanismo di amplificazione della crisi. Comprendere l'impatto di questi aspetti è essenziale per sviluppare strategie di gestione del rischio e per promuovere decisioni di investimento più razionali in future crisi finanziarie.

2.2.1 *Avversione alla perdita e panic selling*

Per quanto riguarda l'impatto emotivo dei bias comportamentali in seguito allo scoppio della crisi del 2008, assume particolare rilevanza il concetto di *loss aversion* analizzato in precedenza. L'avversione alla perdita in seguito allo scoppio della bolla immobiliare ha svolto un importante ruolo nel modellare le decisioni degli investitori e nel peggiorare le dinamiche di mercato già esistenti principalmente per un motivo. Una volta che i prezzi delle case ed altri asset correlati sono iniziati a crollare, l'avversione alle perdite degli investitori ha spinto gli stessi a vendere precipitosamente le loro attività nel tentativo di evitare ulteriori perdite contribuendo al fenomeno del *panic selling*.

Tale comportamento si verifica quando gli investitori, spinti dalla paura e dal panico vendono in modo massiccio le proprie attività finanziarie in seguito a notizie negative o movimenti di mercato negativi, comportando un ulteriore declino rapido dei prezzi degli asset e creando una sorta di spirale negativa che alimenta ulteriormente il panico. Durante la crisi

finanziaria del 2008, il *panic selling* è stato uno dei fattori chiave che ha amplificato il crollo dei mercati finanziari in quanto gli investitori, spaventati dalle notizie sui fallimenti bancari e dal collasso del mercato immobiliare, hanno reagito vendendo pesantemente molte delle proprie attività, causando un effetto valanga che ha portato a un'ulteriore riduzione dei prezzi. È interessante notare come il meccanismo alla base del *panic selling* sia speculare a quello relativo alla formazione della bolla speculativa. In entrambe le situazioni, vi è una prima fase in cui si generano forti emozioni (in questo caso il panico), che impediscono agli individui di prendere decisioni razionali, spingendoli a vendere la totalità dei propri asset. Successivamente, il fenomeno delle vendite causate dal panico viene amplificato dal comportamento gregario degli altri investitori, generando così un effetto domino, rappresentabile come un ciclo di feedback negativo. Il *panic selling*, inoltre, non si è limitato al mercato statunitense, ma si è diffuso rapidamente ai mercati finanziari globali, riducendo drasticamente la fiducia degli investitori a livello mondiale. Questo ha alimentato la paura di ulteriori perdite e la percezione di instabilità, portando a una grave recessione economica.

2.2.2 *Il ruolo dei media nel propagare gli effetti della bolla speculativa*

Nel descrivere e analizzare gli aspetti psicologici ed emotivi che hanno giocato un ruolo importante nella crisi finanziaria risulta infine di cruciale

importanza soffermarsi su uno dei fattori che ha permesso la creazione e la propagazione della bolla speculativa: i *mass media*.

I mezzi di informazione come giornali, riviste, televisione, radio e internet svolgono un ruolo importante nell'influenzare gli individui e le loro scelte finanziarie. I *media* rappresentano uno dei mezzi più rapidi per la diffusione delle notizie e, di conseguenza, possono costituire uno strumento capace di veicolare tra gli individui una serie di comportamenti auto-rafforzanti in grado di portare poi a dei comportamenti di massa. Ciò risulta essere in particolare un problema in quanto tale diffusione delle informazioni viene spesso fatta semplificando eccessivamente o approssimando la realtà per aumentare le vendite. Sebbene i *mass media* vengano considerati come semplici osservatori della realtà che li circonda, questi risultano essere parte integrante della stessa in quanto sono in grado di influenzare attivamente i mercati influenzando l'opinione pubblica e, spinti dalla necessità di attirare l'attenzione di un pubblico sempre maggiore rischiano di trasmettere informazioni distorte polarizzando l'opinione pubblica.

A conferma di ciò, si è dimostrato come, durante le bolle speculative, i *media* possono amplificare i sentimenti di euforia e panico, influenzando significativamente il comportamento degli investitori e contribuendo alla formazione e allo scoppio delle stesse.

Un esempio utile per capire meglio tale concetto viene fornito da Shiller (2000) che ha descritto come i *media* hanno dato il via ad un processo di informazioni a cascata sugli investitori innescando il *panic selling* durante il terremoto del 1995 a Kobe, in Giappone. In quel caso in seguito al disastroso terremoto il mercato azionario giapponese non registrò immediatamente una significativa correzione, nonostante gli effetti di tale calamità avrebbero sicuramente avuto un importante impatto sull'economia. Solo una settimana più tardi, in seguito a incessanti attenzioni dei media giapponesi che hanno alimentato il pessimismo e la conseguente preoccupazione, gli investitori presi dal *panic selling* iniziarono un'ondata di vendite massicce causando una caduta significativa del mercato azionario giapponese.

Tale meccanismo è in grado di portare inoltre alla creazione e allo sviluppo di bolle speculative e, in particolare, ha generato numerosi effetti anche durante la crisi finanziaria alimentando la bolla immobiliare. Attraverso la diffusione di notizie, analisi e previsioni, i media hanno contribuito a influenzare il comportamento degli investitori, giocando un ruolo fondamentale sia durante la fase di euforia pre-crisi che durante il panico post-crisi. In una prima fase, infatti, i *media* hanno alimentato narrazioni ottimistiche riguardanti il mercato immobiliare diffondendo notizie riguardanti le enormi possibilità di profitto alimentando così l'euforia e

incentivando indirettamente l'acquisto di immobili. Successivamente durante il crollo successivo hanno amplificato le emozioni di paura e panico già esistenti tra gli investitori portandoli ad effettuare scelte irrazionali e scatenando il *panic selling*. Ciò può essere stato generato come conseguenza alla copertura costante e sensazionalistica dei fallimenti bancari, come ad esempio è avvenuto con le famose immagini dei dipendenti di Lehman Brothers che lasciano il loro ufficio con scatole di cartone, che hanno contribuito a diffondere un clima di panico e sfiducia.

Capitolo 3

STRATEGIE DI MITIGAZIONE DEI *BIAS* COMPORTAMENTALI NEGLI INVESTIMENTI

3.1 De-biasing

La crisi finanziaria del 2007-08 ha messo in luce, ancora una volta, come i *bias* comportamentali influenzino negativamente gli individui nel prendere delle decisioni finanziarie razionali soprattutto durante periodi di incertezza.

Tali *bias* cognitivi, non solo creano una distorsione nelle decisioni individuali degli investitori, ma possono anche propagarsi a livello sistematico ed essere di rilevanza tale da portare alla creazione di bolle speculative. Allo stesso modo, il comportamento di gregge, l'*overconfidence*, l'ottimismo irrazionale, l'avversione alla perdita e il *panic selling*, spesso partecipano attivamente non solo alla creazione della bolla ma anche all'alimentazione della stessa o alla propagazione dei suoi effetti una volta scoppiata.

In questo capitolo si analizzeranno perciò le possibili strategie volte a mitigare l'influenza dei *bias* comportamentali negli investimenti al fine di prevenire la

formazione di bolle e ridurre i rischi associati ad esse. Verranno proposte diverse possibili strategie di *de-biasing* tra cui l'educazione finanziaria per aumentare la consapevolezza finanziaria negli investitori e permettergli di prendere decisioni con un ottica di lungo termine e ridurre i rischi, l'adozione di nuove politiche regolatorie che permettono una maggiore tutela dell'investitore garantendo trasparenza dei mercati finanziari e l'utilizzo della consulenza finanziaria per avvalersi dell'aiuto di un professionista.

3.1.1 *Educazione finanziaria*

Secondo l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'educazione finanziaria è *«un processo attraverso il quale i consumatori, i risparmiatori e gli investitori migliorano le loro capacità di comprensione dei prodotti finanziari, dei concetti e dei rischi che ne sono alla base; attraverso istruzioni, informazioni e consigli oggettivi, possono sviluppare attitudini e conoscenze atte a: comprendere i rischi e le opportunità, fare scelte informate, poter effettuare scelte o compiere azioni in modo da poter migliorare il proprio livello di benessere finanziario»*.

L'educazione finanziaria risulta perciò avere un ruolo cruciale nel processo di mitigazione dei *bias* in quanto permette agli individui di riconoscere gli errori comportamentali che influenzano le loro scelte di investimento e attraverso questa consapevolezza di permettere loro di evitare tali errori.

Conoscere l'esistenza di distorsioni come l' *overconfidence*, l'avversione alla perdita e l'effetto gregge è il primo passo per mitigare l'impatto degli stessi nelle decisioni di investimento degli individui ma forse risulta ancor più importante per un investitore conoscere concetti matematici di base fondamentali negli investimenti come l' importanza della diversificazione per mitigare il rischio complessivo del portafoglio o dell' importanza interesse composto nel lungo termine. L'educazione finanziaria consente agli individui di sviluppare una profonda consapevolezza dei rischi associati ai mercati finanziari e, anziché scoraggiare gli investimenti in asset finanziari, aiuta l'investitore, attraverso una corretta pianificazione finanziaria a lungo termine, a essere emotivamente preparato a resistere alla tentazione di prendere decisioni basate sulle emozioni o sulle fluttuazioni di breve termine del mercato. Per quanto riguarda l'influenza che i media e i veicoli di informazione possono esercitare sugli investitori, l'educazione finanziaria fornisce le competenze necessarie per valutare obiettivamente le notizie con razionalità, evitando così errori comportamentali. Tali errori possono generare un ottimismo irrazionale, che spinge ad acquistare sulla base dell'euforia del momento, o un'ondata di panico, che induce a vendere i propri asset per timore di perdite significative. Inoltre, una maggiore alfabetizzazione finanziaria consente di identificare con maggiore precisione le fonti di informazione affidabili, favorendo una predisposizione

a cercare attivamente dati che contraddicano le proprie convinzioni, anziché limitarsi a confermare le proprie credenze attraverso informazioni che le sostengono. Perciò l'educazione finanziaria degli individui permette loro di essere meno soggetti ad errori comportamentali e di essere più razionali nei momenti di euforia, controllando il loro istinto a seguire il comportamento della maggioranza, e a mantenere la calma nei momenti di turbolenza del mercato impedendo loro di compiere decisioni in base al panico e a ridurre l'impatto di *bias* emotivi come l'avversione alla perdita e il *panic selling*.

3.1.2 *Ruolo delle istituzioni*

Le istituzioni, intese come autorità di regolamentazione finanziaria, banche centrali e istituzioni educative, svolgono un ruolo cruciale nella mitigazione dei *bias* comportamentali negli investitori. Esse sono infatti in grado di influenzare il comportamento degli stessi attraverso delle politiche monetarie, regolamenti più o meno stringenti, ed educazione. Le autorità di regolamentazione, come la Securities and Exchange Commission (SEC) negli Stati Uniti o la Consob in Italia, svolgono il ruolo di organi di controllo del mercato finanziario di riferimento e nello specifico verificano la trasparenza e la correttezza del comportamento dei consumatori a tutela degli stessi, oltre a vigilare su eventuali comportamenti scorretti¹³. Detto

¹³ <https://www.consob.it/>

ciò, il ruolo delle autorità di regolamentazione finanziaria non si esaurisce con il ruolo di organo di controllo ma può anche introdurre misure per ridurre l'impatto dei bias comportamentali, come ad esempio la manipolazione del mercato e il trading ad alta frequenza, che possono amplificare i comportamenti irrazionali. L'implementazione di particolari strumenti come i *circuit breaker*¹⁴ utilizzati per interrompere temporaneamente il trading durante eccessive fluttuazioni di mercato può prevenire il *panic selling* e limitare l'effetto gregario e tutelare gli investitori. Le autorità di regolamentazione finanziaria, attraverso il monitoraggio dei mercati, possono inoltre contrastare azioni anomale come la pratica *pump and dump*, dove i prezzi delle azioni vengono artificialmente gonfiati per sfruttare l'*overconfidence* degli investitori.

Per quanto riguarda le banche centrali, queste influenzano il comportamento degli investitori attraverso le loro politiche monetarie tramite le variazioni dei tassi di interesse ad esempio come è avvenuto durante la crisi finanziaria del 2008 dove si è provato a stimolare l'economia e ripristinare la fiducia degli investitori abbassando i tassi di interesse nel tentativo di mitigare il *panic selling* e stabilizzare i mercati. Le banche centrali possono inoltre

14

https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/microstruttura/funzionalit224circuitbreakers_pdf.htm

svolgere un ruolo importante nel formare e gestire le aspettative degli investitori attraverso la comunicazione periodica delle loro politiche.¹⁵ Ad esempio durante la crisi del 2008 le dichiarazioni ufficiali della banca centrale americana riguardo ai futuri orientamenti sui tassi di interesse aiutarono a stabilizzare le aspettative di mercato, riducendo il rischio di comportamenti irrazionali dovuti all'enorme grado di incertezza presente.¹⁶ In ultimo, anche istituzioni educative come le università possono svolgere un ruolo chiave nella mitigazione dei *bias* comportamentali in particolare attraverso la diffusione di una maggiore educazione finanziaria che fornisca gli strumenti necessari per comprendere l'importanza di conoscere meglio tali errori nelle decisioni finanziarie oltre ad una maggiore consapevolezza del funzionamento dei mercati finanziari. Ad esempio ciò potrebbe avvenire attraverso programmi di educazione finanziaria promossi dalle stesse università che aiutino a sensibilizzare gli investitori su concetti come la diversificazione, il rischio e il rendimento, riducendo così l'impatto dei *bias* cognitivi.

3.1.3 *Consulenza finanziaria*

¹⁵ Greenspan, A. (2007). *L'era della turbolenza: Avventure in un nuovo mondo*. Sperling & Kupfer.

¹⁶ Blinder, A. S. (2013). *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. Penguin Press.

Talvolta, per evitare errori comportamentali e prendere decisioni finanziarie errate, è necessario rivolgersi a esperti, poiché non sempre gli individui, pur essendo consapevoli dell'esistenza dei *bias* cognitivi, sono in grado di evitarli. La consulenza finanziaria gioca quindi un ruolo fondamentale nel supportare gli investitori a prendere decisioni più razionali e informate, aiutandoli a riconoscere e mitigare tali *bias* che possono influenzare negativamente le loro scelte di investimento. I consulenti finanziari offrono inoltre, non solo competenze tecniche e conoscenze di mercato, ma anche un sostegno emotivo e psicologico che risulta essere di cruciale importanza per affrontare in maniera ottimale le difficoltà dei mercati finanziari.

Il consulente finanziario ha principalmente il compito di identificare gli errori comportamentali che il cliente tende a compiere, per poi, attraverso un percorso di formazione ed educazione continua, aiutarlo a sviluppare una maggiore consapevolezza dell'impatto di tali comportamenti sulle sue decisioni di investimento. Successivamente poi il consulente dovrà supportare il cliente dal punto di vista emotivo attraverso una migliore gestione dello stress, fornendo una prospettiva razionale e mantenendo una visione a lungo termine ad esempio durante i momenti di volatilità del mercato, per impedire che gli investitori compiano decisioni affrettate evitando così il *panic selling*.

In conclusione, per mitigare l'influenza dei bias comportamentali negli investimenti, è di fondamentale importanza affidarsi a esperti capaci di fornire, attraverso la formazione, la pianificazione finanziaria e il supporto emotivo, strategie che consentano di adottare un processo decisionale più razionale, riducendo in particolare l'impatto delle emozioni e dei *bias* comportamentali.

CONCLUSIONE

La finanza comportamentale rappresenta uno strumento utile per analizzare e interpretare le dinamiche dei mercati finanziari, soprattutto in periodi di crisi come quello del 2008. Attraverso l'analisi dei principali *bias* cognitivi e del loro impatto sugli investimenti, questa tesi ha evidenziato come le scelte irrazionali degli investitori possano contribuire all'insorgere e al propagarsi di gravi crisi finanziarie. La crisi del 2008 ha infatti evidenziato l'importanza cruciale di comprendere gli errori comportamentali nelle decisioni finanziarie e nelle strategie d'investimento. Le strategie di mitigazione dei bias comportamentali analizzate nel terzo capitolo costituiscono un'azione significativa verso un approccio più consapevole e razionale nella gestione degli investimenti. Tuttavia, è evidente che la sfida resta complessa: gli investitori devono costantemente lottare contro la loro naturale propensione a seguire schemi di pensiero irrazionali. In conclusione, l'utilizzo della finanza comportamentale nei modelli di investimento tradizionali non solo può contribuire a una maggiore stabilità del sistema finanziario, ma può anche migliorare significativamente i risultati per gli investitori, favorendo una maggiore cultura finanziaria e rendendo gli stessi più consapevoli del ruolo delle emozioni negli investimenti.

BIBLIOGRAFIA

- Akerlof, G. A., & Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press.
- Blinder, A. S. (2013). *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*. Penguin Press.
- Greenspan, A. (2007). *L'era della turbolenza: Avventure in un nuovo mondo*. Sperling & Kupfer.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1982). *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press.
- Kahneman, D. (2011). *Pensieri lenti e veloci*. Mondadori.
- Malkiel, B. G. (1973). *A Random Walk Down Wall Street: The Time-tested Strategy for Successful Investing*. W.W. Norton & Company.
- Orléan, A. (2009). *Dall'euforia al panico: Pensare la crisi finanziaria e il capitalismo*. Castelvecchi Editore.
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Tversky A., & Kahneman, D., (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*.

SITOGRAFIA

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/finanzacomportamentale.htm>

https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/microstruttura/funzionalit224circuitbreakers_pdf.htm

<https://www.consob.it/web/investor-education/errori-e-trappole-comportamentali>

<https://www.economist.com/christmas-specials/1999/12/16/rethinking-thinking>

<https://www.nytimes.com/2024/03/27/business/daniel-kahneman-dead.html?searchResultPosition=3>