

Quaderni di finanza

Le sfide dell'educazione finanziaria

La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace

A cura di N. Linciano e P. Soccorso



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

84

ottobre 2017

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Nadia Linciano (coordinatore), Valeria Caivano, Angela Ciavarella, Francesco Fancello, Monica Gentile, Matteo Modena, Lucia Pierantoni, Paola Soccorso

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Elena Frasca

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

www.tiburtini.it

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-1915 (online)

ISSN 1121-3795 (stampa)



Le sfide dell'educazione finanziaria

La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace

A cura di N. Linciano e P. Soccorso

Nell'ottobre 2017, l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), il forum mondiale delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari nazionali, ha organizzato la World Investor Week 2017 (WIW), una campagna di sensibilizzazione sull'importanza dell'educazione finanziaria e della tutela degli investitori.

In Italia la Consob ha inteso promuovere la diffusione dei messaggi della campagna anche attraverso la pubblicazione del presente Quaderno, che raccoglie i contributi di esperti di scienze cognitive, psicologia, sociologia, pedagogia ed educazione finanziaria.

In quest'ottica, il Quaderno intende valorizzare l'apporto che un approccio multidisciplinare può dare alla definizione di una metodologia adeguata per la realizzazione di iniziative informative e formative efficaci.

Versione aggiornata a febbraio 2018.

JEL Classifications: D1, D14, D15, D81, D83, G41.

Keywords: educazione finanziaria, finanza comportamentale, processo decisionale, consulenza finanziaria, scelte di investimento, apprendimento, *overconfidence*, personalità finanziarie, rischio, incertezza.

Sommario

Prefazione del Presidente della Consob	7
Prefazione del Vice Direttore Generale	
L'impegno della Consob nell'educazione finanziaria	
Le esperienze maturate e i prossimi passi	9
Sintesi del lavoro	11
I SCELTE DI INVESTIMENTO, BISOGNI CONOSCITIVI E RUOLO DELLA CULTURA FINANZIARIA	15
Conoscenze finanziarie, attitudini e scelte di investimento degli italiani	
Nadia Linciano e Paola Soccorso	17
Le decisioni di investimento e le evidenze sperimentali sul ruolo delle conoscenze finanziarie	
Daniela Teresa Di Cagno e Luca Panaccione	25
Le metodologie di valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria	
Gianni Nicolini	33
II FATTORI CHE INFLUENZANO LE SCELTE DI INVESTIMENTO	43
L'avversione alle perdite e l'inerzia nelle decisioni finanziarie	
Matteo Ploner	45
Uno sguardo al labirinto del rischio	
Caterina Lucarelli	53
Rischio finanziario, incertezza e ansia	
Il ruolo del pensiero episodico futuro	
Gianni Brighetti	63

III INDIVIDUAZIONE DEI DESTINATARI DELLE INIZIATIVE	73
‘One size does not fit all’ L’importanza della personalità degli investitori nell’educazione finanziaria Enrico Maria Cervellati	75
Le differenze di genere nell’alfabetizzazione finanziaria in Italia Note esplorative Emanuela E. Rinaldi	87
IV POTENZIAMENTO DEI PROGRAMMI DI EDUCAZIONE FINANZIARIA	95
Come decidere nell’incerto mondo della finanza I <i>nudge</i> adattivi a razionalità limitata Riccardo Viale	97
Aumentare l’alfabetizzazione finanziaria grazie alle neuroscienze e all’apprendimento esperienziale Capire il funzionamento del cervello per fornire soluzioni più efficaci Duccio Martelli	109
Dal <i>nudging</i> alla consapevolezza nelle decisioni di risparmio previdenziale Barbara Alemanni	119
Il <i>debiasing</i> dell’educazione finanziaria Gabriella Agrusti, Giovanni Ferri e Claudio Giannotti	131
Fiducia e alfabetizzazione finanziaria Sostituti o complementi? Caterina Cruciani e Ugo Rigoni	139

Prefazione del Presidente della Consob

Le scelte finanziarie sono tra le più importanti decisioni che gli individui compiono nel corso della propria vita. La maggior parte dei cittadini italiani, tuttavia, non ha conoscenze sufficienti a prendere decisioni corrette o a richiedere supporto a professionisti qualificati. Tale circostanza è particolarmente preoccupante in un contesto caratterizzato da un'ampia e variegata offerta di prodotti finanziari complessi, condizioni economiche incerte e una progressiva riduzione delle risorse a disposizione del sistema previdenziale nazionale.

Tali condizioni richiedono di rafforzare il processo decisionale dei cittadini. L'educazione finanziaria può agire in tal senso, concorrendo ad accrescere l'efficacia dei tradizionali strumenti di regolamentazione e vigilanza.

La Consob ha da tempo riconosciuto il ruolo che l'educazione finanziaria può svolgere nella protezione dell'investitore ed è attualmente impegnata in numerose iniziative, promosse anche in collaborazione con le Associazioni dei consumatori e con altre autorità. La progettazione dei programmi educativi si fonda sulle evidenze empiriche e trae beneficio dalle rilevazioni condotte nell'ambito dell'attività di vigilanza e della ricerca economica. Gli interventi sono destinati sia al pubblico generico sia ad *audience* circoscritte e mirano ad accrescere la comprensione da parte dei risparmiatori del contesto economico di riferimento, la consapevolezza dei propri diritti e responsabilità e la capacità di prevenire il rischio di frodi e *mis-selling*.

La Consob si impegnerà attivamente, inoltre, nell'implementazione della nascente Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, in qualità di membro del Comitato Nazionale di recente istituzione presieduto dalla Professoressa Annamaria Lusardi. Il Comitato trarrà il meglio dalle migliori prassi nazionali e internazionali e garantirà il coordinamento tra i principali *stakeholders* necessario ad ampliare l'ambito di intervento e l'efficacia delle attività poste in essere.

L'esperienza internazionale mostra che la progettazione e l'implementazione di programmi di educazione finanziaria richiede l'attenta individuazione di contenuti, destinatari, canali di trasmissione e strumenti di valutazione. Come ricordato dall'OCSE, «(...) *one of the main challenges facing public authorities implementing national strategies is to find ways of changing financial attitudes and behaviours of the population*».

Al fine di raggiungere tale obiettivo, è necessario esplorare approfonditamente i fattori che guidano il processo a monte delle decisioni

finanziarie e dell'apprendimento. In tale prospettiva, l'approccio multidisciplinare e la cooperazione tra il mondo accademico e le istituzioni pubbliche potrebbero favorire lo sviluppo di un nuovo impianto metodologico.

La presente selezione di saggi nasce dalla partecipazione della Consob alla World Investor Week (WIW), una campagna di sensibilizzazione promossa dall'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) volta ad accrescere la consapevolezza dell'importanza dell'educazione finanziaria degli investitori. Il presente Quaderno di finanza raccoglie i contributi di numerosi ricercatori di economia, sociologia, psicologia e pedagogia sui temi concernenti la misurazione delle conoscenze finanziarie e delle attitudini individuali, l'individuazione dei destinatari delle iniziative educative e la trasmissione dei contenuti delle stesse. Nel documento si discutono, tra le altre cose, aspetti di metodo relativi alla misurazione della *financial literacy*, il contributo dell'evidenza clinica alla comprensione di stati emotivi (come l'ansia) che possono incidere sull'interesse verso le materie finanziarie e il processo di apprendimento, le indicazioni della finanza comportamentale e delle neuroscienze utili all'identificazione di canali di comunicazione efficaci.

Le evidenze illustrate non sono conclusive, naturalmente, e non coprono taluni temi che richiedono ulteriori approfondimenti. Tra questi appare particolarmente rilevante, ad esempio, la valutazione dell'impatto delle iniziative di educazione finanziaria, nell'ambito del più generale processo di *accountability* delle istituzioni pubbliche coinvolte. Il percorso da compiere, anche insieme all'Università, è ancora lungo. L'auspicio è che il presente lavoro contribuisca a stimolare il dibattito tra istituzioni, accademici e *practitioners* e che la World Investor Week costituisca l'occasione per diffondere la consapevolezza dell'importanza delle conoscenze finanziarie nella vita di tutti i giorni.

Giuseppe Vegas

Prefazione del Vice Direttore Generale

L'impegno della Consob nell'educazione finanziaria Le esperienze maturate e i prossimi passi

Le autorità finanziarie, a livello nazionale e internazionale, sono sempre più consapevoli che il rafforzamento dei cittadini attraverso l'educazione finanziaria rappresenta un'opportunità importante in una prospettiva sia individuale sia sociale. Difatti, da un lato apprendere l'importanza della pianificazione finanziaria e comprendere come strutturare un processo di investimento corretto offrono benefici in termini di benessere del nucleo familiare e di sostenibilità del bilancio domestico. Dall'altro, come la crisi finanziaria insegna, politiche educative efficaci possono innescare una spirale virtuosa di consumi, risparmio e investimenti consapevoli che, attraverso un sistema finanziario ben funzionante, favorisce la prosperità della collettività.

L'educazione finanziaria non può limitarsi a trasmettere conoscenze, ossia a migliorare la comprensione di documenti tecnici da parte dei piccoli investitori, ma dovrà anche e soprattutto incoraggiare un approccio ragionato alle decisioni finanziarie, un uso responsabile del reddito disponibile durante tutte le fasi del ciclo vitale, una profonda comprensione delle proprie esigenze personali di medio e lungo periodo.

In tale prospettiva, la Consob si sta impegnando per sviluppare un metodo integrato per l'educazione finanziaria che, allontanandosi dalla teoria finanziaria classica e dall'ipotesi di razionalità degli individui, attinge agli studi di finanza comportamentale, neuro-economia, psicologia, sociologia, pedagogia e storia economica. A tal proposito, la cooperazione continuativa con l'Università consente di tenere in debita considerazione, in ogni momento, gli esiti delle più avanzate ricerche teoriche ed empiriche.

In particolare, la Consob ha istituito un Osservatorio permanente sull'approccio agli investimenti delle famiglie italiane, i cui dati sono pubblicati annualmente. Sono stati approfonditi, inoltre, il tema della percezione del rischio finanziario rispetto alle modalità di rappresentazione dell'informativa di prodotto, nonché le determinanti della domanda di consulenza professionale, che può guidare gli individui verso scelte adeguate. In linea con le indicazioni della finanza comportamentale, infine, è stato analizzato l'impatto sulle scelte finanziarie di *bias* cognitivi, tratti psicologici individuali, motivazione, conoscenze e abilità personali.

La Consob ha altresì promosso, in cooperazione con le principali Associazioni dei consumatori, un ampio progetto denominato 'Carta degli investitori', in virtù del quale sono stati avviati, rispettivamente, una procedura per l'invio online degli esposti, un nuovo meccanismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie in

materia di servizi di investimento (ADR) e un nuovo portale istituzionale di educazione finanziaria.

Il portale offre, tra le altre cose, taluni strumenti interattivi, nonché schede educative sui *bias* cognitivi e sulle conseguenze dell'emotività tesi ad accrescere la consapevolezza dei processi mentali che orientano le decisioni finanziarie. In particolare, gli utenti del sito possono accedere a questionari per la misurazione delle proprie conoscenze finanziarie, la rilevazione della tolleranza al rischio e della propensione verso distorsioni comportamentali, impulsività e *overconfidence*. Il portale, inoltre, mette a disposizione un calcolatore di budget per il monitoraggio delle finanze personali e familiari. A breve sarà disponibile, infine, un gioco di ruolo sulle scelte di investimento e sulle trappole comportamentali ispirato a una logica di *learning-by-doing*.

In coerenza con i propri obiettivi istituzionali, la Consob ha eletto come principali destinatari dei propri interventi educativi i decisori finanziari e, in particolare, gli investitori non professionali. A beneficio di tali soggetti si è inteso promuovere la diffusione di talune conoscenze e competenze di base, presupposto di ogni processo di investimento ben strutturato, la comprensione del contesto economico e regolamentare di riferimento, nonché la cognizione di diritti e responsabilità degli investitori stessi. Sono state organizzate, inoltre, diverse lezioni dedicate ai rappresentanti delle associazioni dei consumatori sui documenti informativi di prodotti e sui questionari utilizzati dagli intermediari che prestano consulenza finanziaria per la valutazione di adeguatezza delle proposte di investimento.

La Consob è attualmente impegnata nell'analisi delle sfide sollevate dalla digitalizzazione e nella progettazione di strumenti di apprendimento (quali giochi e simulazioni) che possono rafforzare l'efficacia delle iniziative di educazione finanziaria. Tali sviluppi consentiranno di raggiungere una platea più ampia di destinatari e di affinare i meccanismi di trasmissione dei contenuti educativi.

L'ampliamento del target di riferimento delle iniziative richiede la collaborazione e il coordinamento di tutti gli attori attivi nell'erogazione di contenuti formativi. Per quanto riguarda i ragazzi, ad esempio, sarebbe auspicabile l'interessamento permanente del sistema scolastico. Per gli adulti dovrebbero essere coinvolti gli intermediari culturali e sociali (quali Fondazioni e Università), mentre i media costituirebbero il canale privilegiato per il pubblico generico.

Le sfide poste dall'educazione finanziaria sono molteplici. La Consob le ha colte, imparando dall'esperienza maturata, ed è pronta a rinnovare il suo impegno anche nell'ambito del Comitato Nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, deputato alla definizione di una Strategia nazionale per l'innalzamento della cultura finanziaria dei cittadini.

Giuseppe D'Agostino

Sintesi del lavoro

Il presente Quaderno di finanza raccoglie contributi di esperti di finanza ed economia sperimentale, psicologia, sociologia e pedagogia al fine di promuovere una riflessione sui profili più delicati dell'educazione finanziaria, con particolare riferimento all'individuazione di bisogni formativi, destinatari delle iniziative, modalità di comunicazione innovative ed efficaci.

Tali profili sono alcuni degli snodi più importanti della Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale che, come noto, il neo-costituito Comitato presieduto dalla Professoressa Annamaria Lusardi si appresta a definire. La progettazione di una Strategia è già stata declinata nei passaggi fondanti dall'OCSE, che da tempo supporta le Istituzioni impegnate nell'innalzamento della cultura finanziaria dei cittadini¹. Tali passaggi prevedono la mappatura delle iniziative esistenti, la valutazione dei bisogni formativi della popolazione, la consultazione di tutti i soggetti portatori di interessi e la campagna di comunicazione volta a innalzare la conoscenza delle finalità della Strategia. Lo sviluppo operativo di queste fasi si traduce nell'identificazione di obiettivi, destinatari delle iniziative e metodologie didattiche adeguate, nonché nella valutazione dei costi delle attività previste e dei risultati attesi e ottenuti.

Ognuna di queste fasi solleva criticità e sfide da affrontare, richiamate nelle quattro sezioni del presente Quaderno.

La Parte I illustra i bisogni conoscitivi delle famiglie italiane (Linciano e Soccorso), riassume le evidenze empiriche sugli effetti diretti e indiretti della cultura finanziaria sulle scelte di investimento (Di Cagno e Panaccione) e sottolinea le precauzioni che devono essere prese nella misurazione delle conoscenze e delle competenze in materia economico-finanziaria (Nicolini).

In dettaglio, il capitolo curato da Linciano e Soccorso riporta le evidenze annualmente raccolte dalla Consob nel Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. In linea con numerose *survey* nazionali e internazionali², il Rapporto conferma il basso livello di cultura finanziaria degli italiani e per la prima volta censisce attitudini emotive, come ansia e interesse per le materie finanziarie, che

1 Si vedano: High-level Principles on National Strategies for Financial Education (2012), Advancing National Strategies for Financial Education (2013) e Policy Handbook on National Strategies for Financial Education (2015).

2 Si vedano: G20/OECD INFE (2017), Report on Adult Financial Literacy in G20 Countries; Intesa Sanpaolo e Centro Einaudi (anni vari), Indagini sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani; OECD (2017), PISA 2015 Results (Volume IV) Students' Financial Literacy; L. Klapper, A. Lusardi and P. van Oudheusden editors (2016), Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey.

possono influenzare la propensione ad apprendere e approfondire le nozioni necessarie per migliorare i propri comportamenti.

Di Cagno e Panaccione sottolineano la correlazione positiva tra educazione finanziaria e partecipazione ai mercati finanziari evidenziata dalla letteratura empirica. Al contempo, gli autori si interrogano sulle sfide che questa correlazione può porre per la tutela degli investitori se le maggiori conoscenze si associano a *overconfidence* e richiamano l'attenzione sulla necessità di interventi educativi mirati non solo a migliorare le conoscenze reali ma anche a contenere effetti indesiderati.

L'attendibilità delle analisi sul ruolo della *financial literacy* deriva dalla robustezza dei metodi di misurazione della cultura finanziaria. Nicolini esamina le definizioni di *literacy* più diffuse in letteratura e compara diverse metodologie di misurazione, riportando talune considerazioni pratiche sulla raccolta di dati affidabili che costituiscano uno strumento utile per la valutazione dei bisogni formativi e la definizione di programmi educativi efficaci.

Oltre alle conoscenze, sono molteplici i fattori che possono influenzare il processo decisionale e la percezione del rischio finanziario. I contributi della Parte II ne analizzano alcuni, evidenziandone le conseguenze sulle scelte di investimento.

Ploner, ad esempio, ripercorre la letteratura in tema di distorsioni connesse alla avversione alle perdite, quali lo *status quo bias* e l'*avversione miope alle perdite* (cosiddetta *myopic loss aversion*), che possono condurre all'inerzia e all'assunzione di un livello inadeguato di rischio.

Lucarelli spiega come la comunicazione di misure oggettive del rischio finanziario sia filtrata dalla percezione soggettiva, che a sua volta può comportare l'assunzione di livelli di rischio superiori a quelli che si è in grado di sostenere finanziariamente e tollerare emotivamente. Poiché gli studi di psicologia cognitiva mostrano che gli effetti distorsivi delle percezioni soggettive possono essere disattivati attraverso una maggiore consapevolezza, l'autrice auspica interventi educativi volti anche a innalzare la cognizione dei meccanismi decisionali.

L'ansia finanziaria, infine, risulta essere tra gli stati emotivi più frequentemente associati a comportamenti finanziari non virtuosi. I più recenti studi di neuro-economia esplorano le fondamenta neurobiologiche dell'ansia nell'ambito delle scelte intertemporali, tra cui ricadono le scelte di risparmio e investimento. Tali decisioni difatti rimandano a un futuro incerto il consumo, o più in generale il godimento di una somma di denaro, e si basano su valutazioni soggettive delle probabilità dei possibili eventi futuri. Brighetti esamina il costrutto delle probabilità soggettive e il *framework* concettuale che pone l'ansia in relazione con il processo mentale di anticipazione dei possibili eventi futuri (cosiddetto *Episodic Future Thinking*). In questo contesto, l'incertezza può alterare l'*Episodic Future Thinking*, ossia la capacità di immaginare o simulare virtualmente esperienze che potrebbero realizzarsi in futuro, con riflessi negativi anche sui relativi comportamenti preparatori.

I contributi della Parte III sono dedicati alla disamina delle caratteristiche individuali che possono generare comportamenti finanziari eterogenei e che sono

potenzialmente in grado di vanificare iniziative educative basate su un approccio 'one-size-fits-all'.

Cervellati ripercorre la teoria delle personalità finanziarie, che classifica gli individui in 'tipi psicologici' in funzione di tratti individuali, limiti cognitivi, sensibilità e motivazioni. Tenendo nella dovuta considerazione le diverse personalità è possibile segmentare con maggiore accuratezza i destinatari delle iniziative educative, nonché differenziare efficacemente le modalità di comunicazione a seconda del target di riferimento.

In linea con le evidenze illustrate nel Rapporto Consob, Rinaldi sottolinea inoltre che eterogeneità negli approcci alla gestione del denaro e delle finanze personali sono riconducibili anche a differenze di genere, rafforzate da dinamiche culturali e sociali, che dovrebbero essere tenute in conto nella definizione di un modello multidisciplinare di segmentazione e della popolazione destinataria di programmi di educazione finanziaria.

L'ultima parte del lavoro si concentra su alcuni aspetti di contenuto e di comunicazione della *financial education*.

Viale, in linea con l'impostazione della *Bounded Rational Adaptive Nudge* e in antitesi all'approccio della finanza comportamentale, indica nelle euristiche non errori da correggere bensì strumenti decisionali che possono aiutare a compiere la scelta migliore possibile in un contesto dominato dalla complessità e dall'incertezza. In questa ottica, l'educazione finanziaria non è più un mezzo di *de-biasing*, bensì un canale attraverso il quale veicolare l'utilizzo corretto di regole decisionali semplici ed efficienti.

Con riferimento alle modalità di comunicazione, Martelli sottolinea i limiti dei metodi di insegnamento e delle tecniche di comunicazione tradizionali (basati, ad esempio, su lezioni frontali, libri o riviste specializzate) e illustra come, alla luce delle recenti scoperte delle neuroscienze sul funzionamento del cervello, sia necessario esplorare l'applicazione di tecniche di apprendimento esperienziale.

Ulteriori spunti di riflessione vengono anche dagli studi di finanza comportamentale applicati alle scelte previdenziali e passati in rassegna da Alemanni. L'autrice illustra numerose evidenze su come la comunicazione possa essere resa saliente e quindi efficace facendo leva sulle associazioni emotive e sulle percezioni individuali dei destinatari.

Il ricorso a strumenti di apprendimento esperienziale viene evocato anche da Agrusti, Ferri e Giannotti con riferimento alla formazione dei giovani. Gli autori ricordano il ruolo che il sistema scolastico può svolgere nell'innalzamento della cultura finanziaria degli studenti, pur sottolineando (sulla base delle evidenze preliminari di un progetto di educazione finanziaria condotto dall'Università LUMSA) la necessità di una formazione adeguata degli insegnanti anche al fine di prevenire l'insorgere di atteggiamenti di *overconfidence* da parte degli studenti coinvolti in iniziative di *financial education*.

Cruciani e Rigoni, infine, ricordano che con riferimento agli adulti un importante canale per trasmettere conoscenze e orientare correttamente i comportamenti è la fiducia alla base del rapporto intermediario-cliente, a patto che l'intermediario agisca nel miglior interesse dell'investitore e che lo scambio informativo con il cliente non si traduca in un mero adempimento formale degli obblighi di legge.

Con questo lavoro e in occasione della World Investor Week 2017 (WIW) promossa dall'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), la Consob ha inteso valorizzare un approccio multidisciplinare volto a una migliore comprensione sia dei processi decisionali alla base delle scelte di investimento sia delle modalità con cui tali processi possono essere potenziati attraverso iniziative di educazione finanziaria.

Nella prospettiva di innalzare l'efficacia delle iniziative formative, è imprescindibile il coinvolgimento di tutti gli *stakeholders* potenzialmente in grado di raggiungere i soggetti che hanno necessità di elevare le proprie competenze finanziarie. Con particolare riferimento ai giovani, il sistema scolastico ha naturalmente un ruolo di primo piano, sebbene siano numerosi i vincoli che possono ostacolarne il coinvolgimento. Come ricordato dall'OCSE (2012), *«including financial education in the official school curriculum is considered one of the most efficient ways to reach a whole generation on a broad scale. (...) Yet the successful integration of financial education in school curricula proves to be challenging in many respects owing to a vast range of constraints. These include: lack of resources and time; already packed curricula; insufficient expertise and know how; lack of quality materials; the variety of stakeholders involved; and the lack of strong and sustainable political willingness, commitment and overall accountability»*³. L'auspicio è che il coordinamento tra Governo, autorità competenti e scuola pubblica che discenderà dal varo della Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale possa aiutare a superare tali vincoli e a potenziare le sinergie tra gli attori interessati.

Nadia Linciano e Paola Soccorso

3 Si veda, tra gli altri, OECD/INFE (2012) Guidelines for Financial Education in Schools.

Scelte di investimento, bisogni conoscitivi e ruolo della cultura finanziaria

Conoscenze finanziarie, attitudini e scelte di investimento degli italiani

Nadia Linciano e Paola Soccorso

- 1 Introduzione
- 2 Conoscenze finanziarie
- 3 Tratti personali e distorsioni comportamentali
- 4 *Financial control*
- 5 Il processo decisionale di investimento

Le decisioni di investimento e le evidenze sperimentali sul ruolo delle conoscenze finanziarie

Daniela Teresa Di Cagno e Luca Panaccione

- 1 Introduzione
- 2 Il ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria: evidenze dalla ricerca sperimentale
- 3 L'impatto dei programmi di educazione finanziaria
- 4 Il ruolo della consulenza finanziaria nel migliorare le decisioni finanziarie: considerazioni conclusive

Le metodologie di valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria

Gianni Nicolini

- 1 Introduzione
- 2 Alfabetizzazione finanziaria: definizione ed elementi chiave
- 3 La misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria: rassegna della letteratura
- 4 Misurare l'alfabetizzazione finanziaria: tecnicismi e raccomandazioni pratiche
- 5 Conclusioni

Conoscenze finanziarie, attitudini e scelte di investimento degli italiani

N. Linciano^(*) e P. Soccorso^(**)

1 Introduzione

Numerose *surveys* nazionali e internazionali da tempo offrono evidenza di quanto siano limitate conoscenze e competenze finanziarie delle famiglie italiane (Consob, anni vari; Klapper, Lusardi e van Oudheusden editors, 2016; OCSE, 2017). Il Rapporto annuale della Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane¹ (*Rapporto* nel seguito) esplora il livello di conoscenze, le attitudini comportamentali, gli stili decisionali e il ricorso alla consulenza finanziaria degli italiani, analizzando le determinanti del processo decisionale che gli individui mettono in atto nelle fasi di gestione delle finanze personali, pianificazione e investimento.

Il presente capitolo illustra le principali evidenze che emergono dal Rapporto con riferimento a un campione rappresentativo di decisori finanziari e dalla ricerca empirica condotta da Consob anche in collaborazione con alcune Università.

Sia il Rapporto sia i lavori di ricerca della Consob sono tesi a offrire un supporto agli interventi istituzionali in materia di educazione finanziaria. I dati raccolti costituiscono, infatti, un ricco patrimonio informativo che consente di comprendere quali siano non solo i bisogni formativi degli italiani, ma anche i tratti

(*) Nadia Linciano, PhD, è Responsabile dell'Ufficio Studi Economici della Consob. È autrice di numerose pubblicazioni nella collana dei Quaderni di finanza della Consob e coordina il Risk Outlook, il Rapporto sulla *corporate governance* delle società quotate italiane e il Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane. I suoi principali interessi di ricerca si riferiscono principalmente a finanza comportamentale, educazione finanziaria, *corporate governance* e digitalizzazione dei servizi di investimento.

Email: n.linciano@consob.it

(**) Paola Soccorso è economista senior dell'Ufficio Studi Economici della Consob. È autrice di numerose pubblicazioni nella collana dei Quaderni di finanza della Consob. I suoi principali interessi di ricerca si riferiscono principalmente a finanza comportamentale, scelte finanziarie dell'investitore *retail*, educazione finanziaria e digitalizzazione dei servizi di investimento.

Email: p.soccorso@consob.it

1 Il Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane è curato da Nadia Linciano (coordinatrice), Monica Gentile e Paola Soccorso ed è disponibile al seguente indirizzo: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>.

comportamentali e le distorsioni cognitive che possono alterarne motivazione, interesse e propensione a innalzare le proprie competenze finanziarie.

Il capitolo si struttura come segue: nei paragrafi 2 e 3 sono illustrate rispettivamente le evidenze in merito a conoscenze finanziarie e taluni tratti individuali dei decisori finanziari italiani. Il paragrafo 4 approfondisce numerosi aspetti legati al cosiddetto *financial control*, ossia alle scelte che costituiscono il presupposto necessario del risparmio e dell'investimento: pianificazione, gestione di entrate e uscite finanziarie, risparmio. Il paragrafo 5 è dedicato all'attitudine degli investitori verso il processo decisionale di investimento.

2 Conoscenze finanziarie

Il Rapporto si basa sui dati dell'Indagine Multifinanziaria Retail Market e dell'Osservatorio su 'L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane' (GfK Eurisko). Il campione di Multifinanziaria Retail Market è costituito da circa 2.500 famiglie, mentre quello dell'Osservatorio ne comprende circa 1.000. In entrambi i casi il decisore finanziario (di età fra 18 e 74 anni) è il percettore di reddito più elevato in famiglia. Alla fine del 2016, il 45% circa degli intervistati dichiara di investire in prodotti finanziari.

Le rilevazioni per il 2016 confermano che le competenze degli italiani in materia di investimenti finanziari rimangono inadeguate rispetto alla complessità delle scelte che essi sono chiamati a compiere quotidianamente.

Per quanto riguarda le conoscenze, nozioni di base quali inflazione, tasso di interesse semplice, relazione rischio-rendimento e diversificazione di portafoglio rimangono oscure per la maggior parte degli intervistati (la percentuale di definizioni corrette oscilla, infatti, tra il 33% e il 53%), mentre registrano livelli di comprensione significativamente inferiori (tra il 10% e il 18%) concetti più sofisticati riguardanti talune dimensioni descrittive del rischio di un prodotto finanziario, ricorrenti nell'informativa destinata ai risparmiatori (ossia, rischio di credito, di mercato e di liquidità).

La dimestichezza con i concetti finanziari si associa positivamente con il livello culturale e la provenienza dalle regioni centrali e settentrionali. Dai dati non sono emerse differenze significative tra uomini e donne, sebbene si registri un divario di genere rispetto alla fiducia nelle proprie capacità e alla propensione verso le materie finanziarie, come si vedrà a breve.

Oltre alle conoscenze effettive è importante tener conto anche delle conoscenze percepite e di eventuali atteggiamenti di *overconfidence* (*upward mismatch* nel Rapporto) che possono alimentare importanti distorsioni nelle scelte di investimento. In particolare, un'ingiustificata *self-confidence* nelle materie finanziarie può ridurre la propensione ad affidarsi ai consigli di un consulente professionale (per il caso italiano, si veda tra gli altri Gentile, Linciano e Soccorso, 2016). La *survey* Consob evidenzia che la relazione tra conoscenze effettive e conoscenze percepite

presenta un disallineamento all'incirca nel 40% dei casi, che (soprattutto rispetto alle nozioni più sofisticate) si traduce prevalentemente in una sopravvalutazione della propria *literacy*. In particolare, il 36% degli intervistati afferma di sapere cosa sia il rischio di mercato, ma non è in grado di definirlo correttamente; tale percentuale scende al 28% e al 27% quando si fa riferimento, rispettivamente, al rischio di liquidità e al rischio di credito.

L'attitudine a sovrastimare le proprie conoscenze è più frequente tra gli uomini, gli individui nelle fasce centrali di età, coloro che sono in possesso di un diploma di laurea e coloro che mostrano un livello di conoscenze finanziarie più elevato. Il dato suggerisce la necessità di strutturare gli interventi educativi in modo da scoraggiare la propensione verso una immotivata fiducia nelle proprie competenze.

Con riferimento alla dimestichezza che gli intervistati dichiarano di avere con i prodotti più diffusi, non sorprende che il 20% dei decisori finanziari affermi di non avere familiarità con alcun prodotto (il dato si attesta al 15% per il sottocampione degli investitori) e che il restante 80% dichiari più frequentemente di conoscere depositi bancari, titoli di Stato e obbligazioni bancarie, in linea con abitudini di investimento storicamente orientate dalla importante offerta di titoli del debito pubblico e dalle modalità di *funding* delle banche italiane.

3 Tratti personali e distorsioni comportamentali

Come noto i comportamenti possono risultare condizionati non solo dalle competenze finanziarie, reali e percepite, ma anche dagli stati emozionali e dalla propensione alle distorsioni comportamentali (cosiddetti *bias*). Il Rapporto 2017 si concentra in particolare sull'attitudine all'ottimismo e alla cosiddetta ansia finanziaria. Un terzo del campione, in particolare, mostra ottimismo nel valutare le prospettive economiche e finanziarie sia personali sia generali. Le rilevazioni del Rapporto, inoltre, evidenziano che circa metà degli intervistati prova apprensione nella gestione delle finanze personali (declinata in specifiche attività, quali il monitoraggio del proprio conto bancario o la gestione di un momento di difficoltà economica) e che tale attitudine si associa sovente con la propensione a implementare scelte finanziarie inadeguate (come si dirà nel paragrafo successivo). Il dato è meno frequente tra i soggetti con conoscenze più elevate, suggerendo così che gli interventi di *financial education* possano essere orientati anche in modo da ridurre l'apprensione finanziaria degli individui.

Al fine di esplorare le potenzialità connesse all'educazione finanziaria e le leve suscettibili di migliorarne l'efficacia, il Rapporto rileva anche la motivazione all'apprendimento che può essere sollecitata dall'interesse personale verso la finanza e/o dalla necessità di raggiungere specifici obiettivi (quale, ad esempio, quello di controllare le spese familiari). L'interesse ad apprendere e approfondire le materie finanziarie, rilevato come la propensione ad associarvi determinati stati emotivi (quali curiosità, noia, utilità), viene espresso da quasi la metà dei partecipanti alla rilevazione, registrando valori più elevati quando si identifica in maniera esplicita

l'utilità che una maggiore conoscenza può avere rispetto al perseguimento di un determinato obiettivo (ad esempio, scegliere un consulente finanziario o gestire le finanze personali).

Le abitudini e le competenze in materia di risparmio e investimenti sono dovute prevalentemente all'interesse personale, come indicato da circa un terzo degli intervistati, generalmente investitori, uomini, con un elevato livello di istruzione, giovani e abbienti. All'esperienza maturata nella gestione del budget familiare fanno più frequentemente riferimento le donne, i residenti nelle regioni centrali, le fasce di età intermedie e gli individui appartenenti a una classe di ricchezza medio-bassa.

Dai dati emerge, infine, evidenza di una relazione positiva tra interesse e conoscenze finanziarie (così come con il livello di istruzione), rafforzando l'ipotesi che agire sull'interesse e sulla *financial literacy* possa innescare un circolo virtuoso, in cui l'interesse (e quindi la domanda di educazione finanziaria) alimenta le conoscenze e le conoscenze, a loro volta, accrescono l'interesse.

Con riferimento ai *bias* comportamentali, il Rapporto Consob del 2015 ha esaminato il cosiddetto *disposition effect*, ossia la propensione a vendere velocemente i titoli con rendimenti positivi per poter monetizzare i guadagni, e a mantenere in portafoglio i titoli in perdita, per rimandare la monetizzazione delle perdite. Tale propensione è manifestata dal 37% dei soggetti (Consob, 2015).

Un ulteriore fattore che può incidere sulla qualità delle scelte finanziarie è l'attitudine verso la cosiddetta contabilità mentale, ossia la tendenza a suddividere il denaro disponibile in una serie di conti separati secondo criteri soggettivi, quali per esempio la fonte e lo scopo delle disponibilità allocate a uno specifico conto. Dai dati per il 2016 si evince che solo il 6% degli intervistati è orientato ad applicare un approccio di portafoglio alle scelte di investimento, mentre il 23% dei decisori finanziari appare propenso a scegliere secondo un sistema di conti mentali.

Le rilevazioni relative al concetto di diversificazione di portafoglio, infine, forniscono ulteriori indizi circa la propensione verso taluni *bias* comportamentali corrispondenti ad altrettanti errori di comprensione del concetto stesso. Ci si riferisce, in particolare, al cosiddetto *small-portfolio bias* (ossia la tendenza a investire una piccola somma di denaro in una sola attività finanziaria, riferita dal 21% del campione), l'*overconfidence in private information* (ossia la propensione a comprare solo titoli che si ritiene di conoscere molto bene, evidenziando quindi una possibile sopravvalutazione della propria capacità di accedere a informazioni 'importanti', riferita al 18%) e l'*information overload* (ossia la disponibilità a investire in pochi titoli poiché non si è in grado di elaborare troppe informazioni, riferita dal 10% degli intervistati). Tali *bias* sono più frequenti tra i meno istruiti e i meno benestanti. Circa metà degli intervistati coglie solo un aspetto della diversificazione, dichiarandosi disposto a investire in numerosi titoli a basso rischio (erronea diversificazione), o si dichiara disposto a investire soltanto in prodotti a basso rischio e alto rendimento, mostrando quindi di non comprendere il *trade-off* fra rischio e rendimento. Nel complesso, quindi, solo il 6% degli intervistati conosce le implicazioni di una corretta diversificazione delle attività finanziarie (Consob, 2016).

Il Rapporto offre anche evidenza dell'instabilità delle preferenze rispetto al tempo (cosiddetta *dynamic inconsistency*) e al contesto di riferimento (cosiddetto *framing effect*). L'incoerenza dinamica, per effetto della quale un'azione programmata per il futuro che oggi appare ottimale lo diventa sempre meno al passare del tempo, sembra interessare circa un terzo del campione, che potrebbe così risultare esposto a una tendenza alla procrastinazione.

Il *framing effect*, ossia la propensione a modificare percezione e tolleranza al rischio finanziario a seconda delle modalità di rappresentazione adottate, sembra rilevare per poco più del 30% degli intervistati. Questi, infatti, si dichiarano avversi ovvero propensi al rischio a seconda che i *payoff* attesi dell'opzione certa, alternativa a una incerta, vengano rappresentati rispettivamente in un *frame* positivo o negativo. Tale evidenza conferma i dati già raccolti per il caso italiano da Gentile *et al.* (2015), con riferimento all'impatto delle modalità di rappresentazione delle caratteristiche di rischio/rendimento/costi dei prodotti finanziari sulla percezione del rischio e sulla propensione a investire. Il ruolo del *framing effect* nei processi decisionali di investimento appare particolarmente interessante ai fini della definizione degli strumenti di tutela dei risparmiatori, che trovano nella trasparenza informativa uno dei pilastri principali, e merita particolare attenzione anche nell'ambito della definizione di iniziative di *education*.

4 *Financial control*

Nell'ambito dei comportamenti economico-finanziari, il Rapporto 2016 dedica particolare attenzione alle abitudini degli italiani in tema di gestione delle entrate e delle uscite (*budgeting*), pianificazione finanziaria, monitoraggio delle scelte, indebitamento e investimento. Il presente paragrafo si concentra sulle azioni di pianificazione e *budgeting* (cosiddetto *financial control*), che costituiscono il presupposto delle decisioni di consumo, risparmio e investimento e possono avere un impatto determinante sul benessere degli individui.

L'abitudine a pianificare e monitorare gli obiettivi raggiunti nel tempo è segnalata da poco meno del 25% del campione. Quasi tutti gli intervistati che riferiscono di avere un piano a breve o a lungo termine monitorano i propri progressi su base semestrale o annuale. Tale comportamento 'virtuoso' si associa positivamente a livello di istruzione, conoscenze (sia effettive sia percepite), interesse nelle materie finanziarie, nonché reddito e ricchezza.

I dati per il 2016 indicano che sebbene più della metà degli intervistati riferisca di controllare entrate e uscite familiari, solo il 24% lo fa in modo molto accurato, ossia con il supporto di note scritte o di strumenti digitali, e solo il 13% rispetta sempre il budget. Tali abitudini sono più diffuse tra le donne, gli individui con elevati livelli di istruzione e conoscenze finanziarie, i soggetti più giovani e gli individui con maggior interesse nelle materie finanziarie, mentre la correlazione con la propensione all'ansia finanziaria mostra segno negativo.

L'abitudine alla pianificazione, inoltre, si associa a una maggiore consapevolezza della propria posizione e della propria vulnerabilità finanziaria, nonché a una maggiore capacità di gestire le proprie posizioni debitorie e di risparmiare.

In particolare, la percentuale di soggetti che non è in grado di stimare il ridimensionamento del tenore di vita che si dovesse rendere necessario per affrontare una contrazione di un terzo delle entrate familiari è più elevata tra coloro che non effettuano alcuna programmazione finanziaria. Il tema non è secondario, visto che alla fine del 2016 il 30% delle famiglie riferisce di aver subito una contrazione del reddito (quasi sempre temporanea) e che il dato sfiorava il 50% nel 2014, ossia a ridosso della crisi.

Con riferimento alle decisioni di indebitamento e risparmio, a fine 2016, circa il 42% delle famiglie ha in essere un mutuo ipotecario ovvero un finanziamento per le spese correnti, mentre il 60% dichiara di risparmiare prevalentemente in maniera regolare. Non sorprende che la percentuale di risparmiatori risulti più elevata tra coloro che hanno una particolare attitudine al *financial control* (ossia tra coloro che monitorano le proprie spese e hanno un piano finanziario), oltre che tra coloro che detengono più elevati livelli di istruzione, conoscenza finanziaria, reddito e ricchezza. A disincentivare il risparmio concorrono, invece, vincoli di bilancio molto stringenti e, tra i tratti comportamentali, l'ansia e lo scarso interesse per le materie finanziarie. Il movente precauzionale guida il 70% circa dei risparmiatori (prevalentemente meno colti e meno abbienti), mentre solo il 32% associa il risparmio a un obiettivo specifico di breve o di lungo periodo.

5 Il processo decisionale di investimento

Il Rapporto raccoglie anche dati in merito alle scelte di investimento e ai modelli decisionali adottati dagli investitori. La qualità delle scelte viene influenzata, infatti, non solo dalle conoscenze finanziarie, ma anche dalla comprensione e dall'implementazione di processi decisionali corretti, sia nelle fasi che precedono sia in quelle che seguono il momento della scelta stessa.

Le caratteristiche di un processo decisionale adeguato rimangono oscure per il 41% del campione, che prima di investire non valuta in maniera specifica alcun elemento tra orizzonte temporale, obiettivi, capacità economica ed emotiva di sopportare il rischio; nei casi restanti, invece, più dei due terzi indica solo uno degli elementi citati (prevalentemente l'orizzonte temporale).

Inoltre, solo un quarto degli investitori sceglie dopo aver consultato un consulente finanziario ovvero delega la gestione dei suoi risparmi a un intermediario, mentre più della metà decide insieme a familiari, amici e colleghi (cosiddetta consulenza informale).

Emerge altresì una diffusa riluttanza a informare il professionista degli elementi che egli deve (o può) acquisire ai fini della valutazione di adeguatezza della proposta di investimento. Tale atteggiamento denota scarsa consapevolezza del fatto

che la qualità delle informazioni fornite al proprio consulente rileva ai fini della qualità della raccomandazione ricevuta. In particolare, il 14% degli investitori che ricevono consulenza non ritengono di dover fornire alcuna informazione, mentre nei casi restanti la percentuale di intervistati che indica uno specifico elemento (prevalentemente l'obiettivo di investimento) non supera il 36%.

È evidente, quindi, la necessità di avviare iniziative di educazione finanziaria tese anche a diffondere la conoscenza degli elementi fondanti un corretto processo decisionale, partendo dall'identificazione degli obiettivi per giungere alla gestione della relazione con il consulente.

* * * * *

Sebbene una piena comprensione dei processi sottostanti le scelte finanziarie degli individui richieda ulteriori approfondimenti, l'evidenza illustrata individua rilevanti bisogni educativi dei risparmiatori italiani anche con riferimento ai modelli decisionali. È importante, dunque, che le iniziative di *financial education* dedichino particolare attenzione non solo ai contenuti informativi ma anche alle attitudini personali e ai *bias* cognitivi che possono incidere sui processi decisionali e sulle motivazioni a migliorare le proprie competenze finanziarie. Non si possono trascurare, infine, gli sviluppi tecnologici più recenti e le relative applicazioni alla finanza (cosiddetto FinTech) anche con riguardo alle opportunità che ne possono scaturire per la definizione di iniziative di educazione finanziaria più efficaci per l'*empowerment* degli investitori (OECD, 2017).

Bibliografia

- Burchell B. (2003), Identifying, describing and understanding Financial Aversion: Financial phobes, University of Cambridge
- Carver, C.S., Scheier, M.F. e Segerstrom, S.C. (2010), Optimism. *Clinical Psychology Review*, 30
- Consob (anni vari), Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches, www.consob.it
- Gentile M., Linciano, N., Lucarelli, C., e Soccorso, P. (2015), Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise, Research Papers no. 82, Consob
- Gentile M., Linciano, N., e Soccorso, P. (2016), Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from Italy, Consob Research Papers no. 83
- Grable, J., Heo, W. e Rabhani A., (2015), Financial Anxiety, Physiological Arousal, and Planning Intention, *Journal of Financial Therapy*, Volume 5, Issue 2
- G20/OECD INFE Report (2017), Ensuring financial education and consumer protection for all in the digital age, <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/G20-OECD-INFE-Report-Financial-Education-Consumer-Protection-Digital-Age.pdf>
- Kahneman, D. e Tversky A. (1984), Choices, Values and Frames, *American Psychologist*, 39
- Klapper, L., A. Lusardi e P. van Oudheusden editors (2016) *Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey*
- OECD (2017), PISA 2015 Results (Volume IV) Students' Financial Literacy, <http://www.oecd.org/edu/pisa-2015-results-volume-iv-9789264270282-en.htm>
- Ryan R.M. e Deci E. (2000), Intrinsic and extrinsic motivation: classic definition and new direction, *Contemporary educational Psychology*, 25
- Shapiro, G.K. e Burchell B. (2012), Measuring Financial Anxiety, *Journal of Neuroscience, Psychology, and Economics*

Le decisioni di investimento e le evidenze sperimentali sul ruolo delle conoscenze finanziarie

D.T. Di Cagno^(*) e L. Panaccione^(**)

1 Introduzione

Nonostante la crescente disponibilità di prodotti finanziari destinati al mercato *retail*, i risparmiatori italiani risultano storicamente orientati verso prodotti liquidi, come depositi e conto corrente. La recente crisi finanziaria, inoltre, ha ridotto la propensione degli individui a investire in attività rischiose e a partecipare ai mercati finanziari in generale. La crescente complessità del contesto finanziario di riferimento richiede peraltro competenze in merito alla gestione delle proprie finanze personali e alla pianificazione intertemporale del risparmio e dell'investimento. Processi decisionali inadeguati, infatti, possono contribuire a ridurre le disponibilità finanziarie degli individui, con conseguenze tanto più gravi rispetto alle necessità generate da un *welfare state* in progressiva contrazione.

La ricerca economica si è recentemente ripositionata dallo studio delle decisioni ottimali di risparmio di individui razionali all'analisi dei limiti e delle criticità connesse con il processo decisionale di investitori affetti da *bias* comportamentali sistematici. L'accademia e le autorità di vigilanza hanno ormai da tempo riconosciuto la necessità di innalzare le conoscenze finanziarie di base dei cittadini e le loro capacità di scegliere le alternative di investimento che meglio si adattano al proprio profilo.

(*) Daniela Teresa Di Cagno è Professore ordinario di Microeconomia e di Economia dell'incertezza e dell'informazione e direttore del Centro di Economia sperimentale (CESARE) dell'Università LUISS (Roma, Italia). I suoi interessi di ricerca vertono principalmente sulle scelte individuali, i network, l'economia sperimentale e comportamentale e l'economia dell'incertezza e dell'informazione.

Email: ddicagno@luiss.it

(**) Luca Panaccione è Ricamatore di Economia presso il Dipartimento di Economia e Finanza dell'Università degli studi di Roma Tor Vergata. I suoi interessi di ricerca vertono sull'economia sperimentale e comportamentale e sulla teoria microeconomica.

Email: luca.panaccione@uniroma2.it

2 Il ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria: evidenze dalla ricerca sperimentale

Gli studi più recenti si sono concentrati sull'alfabetizzazione finanziaria (*financial literacy*) degli individui e sulla valutazione delle loro conoscenze effettive. Numerose ricerche hanno analizzato l'efficacia di diversi programmi educativi, volti a sensibilizzare maggiormente i singoli risparmiatori, a migliorare la qualità delle loro decisioni d'investimento e ad aumentare la loro propensione a investire.

Pur non offrendo una panoramica esaustiva della letteratura sperimentale sull'argomento, la presente nota riferisce di alcuni recenti risultati sperimentali che sollevano questioni importanti nell'ambito del dibattito attuale sui benefici dell'educazione finanziaria e sulle criticità connesse con la progettazione delle iniziative di formazione e informazione.

2.1 L'alfabetizzazione finanziaria e la partecipazione ai mercati finanziari

Sulla base dei dati della Household Survey della Nederlandsche Bank's (DHS)¹ del 2005, van Rooij *et al.* (2011) studiano gli effetti dell'alfabetizzazione finanziaria sulle decisioni finanziarie. A tal fine, gli autori esaminano, *inter alia*, l'eventuale ruolo giocato dal livello di cultura finanziaria degli individui nella selezione delle fonti d'informazione di riferimento per le proprie decisioni finanziarie. Lo studio analizza inoltre l'influenza dell'alfabetizzazione finanziaria sulla partecipazione al mercato azionario.

Riguardo al primo tema, gli autori osservano che i rispondenti con bassa alfabetizzazione si affidano principalmente a fonti d'informazione non ufficiali quali la famiglia, gli amici e i conoscenti. Per contro, con il crescere del livello dell'alfabetizzazione di base aumentano le famiglie che si affidano a giornali, guide, libri, riviste finanziarie e internet. Le famiglie con un'alfabetizzazione finanziaria più alta sono inoltre più propense ad affidarsi a consulenti finanziari. Questi effetti persistono e diventano ancor più significativi al crescere del livello di cultura finanziaria.

Riguardo al secondo punto, gli autori osservano che il possesso di partecipazioni azionarie è strettamente correlato all'alfabetizzazione e che tale correlazione si manifesta anche con riferimento alla semplice capacità di fare calcoli. Gli autori rilevano che è più probabile che partecipino al mercato azionario gli individui che raggiungono un più elevato livello di alfabetizzazione di base. La relazione diventa molto più significativa in presenza di conoscenze finanziarie più sofisticate. Gli autori concludono, dunque, che una limitata cultura finanziaria può costituire un ostacolo alla partecipazione delle famiglie al mercato azionario.

1 Si tratta di un'indagine annuale sulle famiglie che raccoglie informazioni sulle loro caratteristiche demografiche ed economiche concentrandosi sui dati relativi a ricchezza e risparmio. Il panel è condotto da CentERdata, ente di ricerca dell'Università di Tilburg specializzato in sondaggi via internet. L'insieme dei dati raccolti è rappresentativo della popolazione olandese e si riferisce a oltre 2.000 nuclei familiari. I rispondenti sono intervistati via internet.

L'analisi panel di Klapper *et al.* (2013) si basa su un questionario somministrato a un campione rappresentativo a livello nazionale di oltre 1.000 cittadini russi tra il 2008 e il 2009. Gli autori dimostrano che l'alfabetizzazione finanziaria è correlata positivamente con la partecipazione ai mercati finanziari ufficiali e negativamente con la propensione a investire in attività non quotate. Inoltre, livelli più elevati di alfabetizzazione finanziaria in genere si associano a una migliore capacità di risparmio e a una minore propensione al consumo; è altresì meno probabile che gli individui finanziariamente più colti riferiscano di aver sperimentato riduzioni del proprio reddito disponibile. Infine, la correlazione tra alfabetizzazione finanziaria e livello di reddito non speso risulta più elevata durante la crisi finanziaria. In sintesi, i risultati dello studio indicano che una maggiore alfabetizzazione finanziaria aiuta gli individui nell'affrontare shock macroeconomici e reddituali inattesi.

2.2 L'alfabetizzazione finanziaria e la domanda di consulenza finanziaria

Kramer (2016) analizza la domanda di consulenza finanziaria nei Paesi Bassi, utilizzando due fonti di dati. La prima si basa sulla Dutch DNB Household Survey (DHS)² del 2005 e la seconda su un'indagine condotta nel 2011 su un campione casuale rappresentativo di investitori al dettaglio presso una delle maggiori banche olandesi³. L'autore considera sia l'alfabetizzazione finanziaria effettiva (ossia, oggettivamente misurata) sia quella autovalutata dai soggetti coinvolti nell'indagine. Il risultato principale è che le persone più *confident* nelle proprie competenze finanziarie sono meno propense a chiedere consulenza; ciò appare più evidente nei nuclei familiari più abbienti. La consulenza e le conoscenze finanziarie percepite possono dunque considerarsi complementari. L'autore rileva anche la mancanza di correlazione tra alfabetizzazione finanziaria effettiva e domanda di consulenza finanziaria, invitando quindi alla cautela nell'utilizzo di misurazioni della conoscenza finanziaria oggettiva quale variabile esplicativa della domanda di consulenza.

Calcagno e Monticone (2015) analizzano gli effetti dell'alfabetizzazione finanziaria sulla propensione dei risparmiatori a delegare le proprie decisioni di portafoglio e sulla domanda di consulenza finanziaria; a tal fine utilizzano un modello teorico e un'analisi empirica basata sulla *survey* dei clienti di un istituto di credito italiano condotta nel 2007⁴. Gli autori considerano l'alfabetizzazione finanziaria reale e le conoscenze finanziarie percepite. I risultati mostrano che *«concerning stock market participation, investors with higher financial literacy and higher wealth are more likely to invest in risky assets; investors with higher financial literacy are more likely to consult financial advisors than investors with a low degree of*

2 Nel 2005 il sondaggio si è arricchito di un modulo speciale sull'alfabetizzazione finanziaria, compilato da 1508 famiglie (van Rooji *et al.*, 2011).

3 A questo secondo sondaggio hanno risposto 467 risparmiatori.

4 La Unicredit Customers' Survey (UCS) si riferisce a un campione rappresentativo di clienti del gruppo Unicredit, con disponibilità liquide pari ad almeno 10 mila euro, detenute presso la banca alla fine del 2006. Il campione include solo individui che dichiarano di essere clienti solo o principalmente di Unicredit.

financial literacy (conditional on investing in risky assets) and investors with higher financial literacy are less likely to delegate their portfolio choice (conditional on investing in risky assets)». La ricchezza invece non pare avere effetti sulla propensione a rivolgersi a un consulente.

Guiso e Viviano (2015) utilizzano un'indagine condotta da una banca italiana sui propri clienti e i dati relativi al patrimonio posseduto e alle operazioni eseguite dagli stessi. L'indagine ha coinvolto un campione di circa 1.600 clienti, intervistati nell'estate 2007 e selezionati su una popolazione complessiva di 1,3 milioni di soggetti con attività finanziarie presso la banca del valore di almeno 10.000 euro. Gli autori rilevano che *«along the dimensions considered – selling stocks when the market is high rather than when it is low (ability to time the market), rebalancing according to a CAPM prescription (ability to manage one's investment) and avoiding distorted advice (ability to detect potential conflicts of interest) – financially literate investors do better than those with lower levels of literacy»*. Le differenze tra i due gruppi in termini economici non sono comunque rilevanti e in entrambi i gruppi è consistente il numero dei soggetti che scelgono l'alternativa non ottimale, ossia quella che non verrebbe scelta da un individuo razionale. Tali evidenze suggeriscono che i vantaggi connessi a un aumento dell'alfabetizzazione finanziaria possono rivelarsi anche di modesta entità.

3 L'impatto dei programmi di educazione finanziaria

Per progettare programmi di educazione finanziaria efficaci è essenziale comprendere quali siano i fattori che suscitano l'interesse delle persone verso la finanza e sviluppare metodologie di valutazione dei risultati dei programmi stessi.

Sul primo punto, Meier e Sprenger (2013) hanno condotto un *field study* in collaborazione con il comune di Boston e con uno studio di consulenza. Nel periodo gennaio-aprile 2007 è stata offerta una breve sessione formativa sul credito a circa 870 persone che erano in attesa di ricevere assistenza per le dichiarazioni dei redditi presso un centro di consulenza fiscale gratuita coordinato dall'amministrazione locale. Nel corso della sessione è stata esaminata la storia creditizia e il *credit score* di ciascuno e sono state date informazioni utili e spesso poco note. I risultati dello studio mostrano che la propensione a usufruire del programma di formazione è strettamente correlata alle preferenze intertemporali degli individui. In particolare, le persone più pazienti sono state più propense a intraprendere il programma di consulenza al credito proposto. Questi risultati sono robusti rispetto alle caratteristiche sociodemografiche (genere, etnia, età), al reddito e al livello d'istruzione. Le evidenze confermano, inoltre, che le persone più pazienti sono quelle che possiedono conoscenze finanziarie maggiori, a conferma di quanto rilevato inizialmente con riferimento all'attitudine verso l'acquisizione di informazioni finanziarie. In generale, la correlazione tra acquisizione di informazioni finanziarie e preferenze intertemporali contribuisce a spiegare perché alcune persone restino finanziariamente analfabete nonostante siano chiari i benefici derivanti dal possesso di competenze finanziarie. L'acquisizione di informazioni finanziarie può non essere

un investimento attraente per alcuni gruppi di persone e le persone molto impazienti costituiscono di fatto un sottogruppo critico. Ciò offre una prospettiva interessante sul tipo di risparmiatore che si può raggiungere con i programmi educativi ad adesione volontaria e su come aumentare l'attrattività di tali programmi.

Quanto alla valutazione delle iniziative di educazione finanziaria, Becchetti *et al.* (2013) e Luehrmann (2015) utilizzano una metodologia sperimentale con riferimento a programmi formativi destinati a studenti delle scuole secondarie superiori. Mentre il primo studio non riscontra effetti statisticamente significativi, il secondo rileva un effetto positivo sulle attitudini finanziarie in generale, quali l'interesse al tema e la propensione al risparmio. Brugiavini *et al.* (2015), inoltre, forniscono evidenze, raccolte sia sul campo sia in laboratorio (su un campione di studenti universitari), di come la formazione influenzi positivamente le conoscenze percepite piuttosto che quelle reali. Anche Di Girolamo *et al.* (2016) sottolineano gli importanti effetti delle conoscenze percepite sulle decisioni d'investimento. Campioni *et al.* (2017) hanno condotto uno studio sperimentale in cui, prima di prendere decisioni finanziarie, i partecipanti venivano informati ciascuno del proprio livello relativo e assoluto di alfabetizzazione finanziaria, misurato oggettivamente attraverso un test. Gli autori hanno verificato in tal modo se la rivelazione al singolo partecipante del livello medio di alfabetizzazione finanziaria degli altri possa avere un impatto sulle interazioni strategiche tra i soggetti coinvolti. I risultati forniscono un'evidenza positiva in tal senso e, soprattutto in gruppi numerosi, la rivelazione del livello di conoscenze degli altri partecipanti può ridurre l'instabilità finanziaria delle interazioni strategiche.

4 Il ruolo della consulenza finanziaria nel migliorare le decisioni finanziarie: considerazioni conclusive

Nel complesso, le analisi sperimentali confermano in modo pressoché unanime l'efficacia dei programmi di alfabetizzazione finanziaria nel ridurre la riluttanza del risparmiatore a investire in attività finanziarie rischiose. Le implicazioni di tale evidenza empirica vanno tuttavia considerate con attenzione. In primo luogo, maggiori conoscenze non si traducono automaticamente in maggiori competenze e una maggiore capacità di investire non implica necessariamente una maggiore propensione a investire nel mercato finanziario. Inoltre, se a indurre la partecipazione al mercato fosse soprattutto la conoscenza percepita e non quella reale, come riscontrato in molti esperimenti, si paventerebbe il rischio di una diffusa partecipazione al mercato di investitori inesperti. Il dato rimanda alla questione sul rapporto esistente tra alfabetizzazione finanziaria e affidamento alla consulenza, ossia alla domanda se la consulenza sia un sostituto o un complemento delle conoscenze finanziarie. I maggiori benefici derivanti dalla consulenza professionale possono essere più utili a investitori più competenti, che comprendono ed elaborano correttamente i consigli ricevuti? I risultati delle ricerche sperimentali condotte su tale argomento non sono univoci: in particolare, Hung e Yoong (2010) trovano che alla consulenza ricorrono più spesso risparmiatori poco alfabetizzati, mentre Lusardi e

Mitchell (2011) e van Rooij *et al.* (2011) mostrano che le persone con alfabetizzazione maggiore tendono in misura maggiore a utilizzare fonti di informazione formali quali giornali, consulenti finanziari e internet. Collins (2012), sulla base del FINRA Financial Capability Survey del 2009, rileva che le persone con livelli di alfabetizzazione finanziaria maggiori sono più propense a ricercare consulenza rispetto ai risparmiatori meno competenti.

Il ricorso a fonti 'formali' non garantisce comunque la validità delle decisioni finanziarie: *«in addition to potential conflict of interest between advisor and investor, investors might follow unscrupulous financial gurus or use unreliable Internet advisory website and the financial press. However, these sources are still more likely to provide valuable information than non-professional sources, such as friends, neighbours and relatives ... or through the social interaction with peers»* (Calcagno e Monticone, 2015).

I recenti sviluppi tecnologici sollevano ulteriori criticità per la tutela degli investitori. La diffusione di servizi di consulenza automatizzata può amplificare gli errori connessi alla percezione e all'assunzione di rischio da parte di investitori con un basso livello di cultura finanziaria. Questo e altri aspetti sono affrontati in uno studio sperimentale dei ricercatori del Cesare Lab dell'Università LUISS, svolto in collaborazione con l'Università di Genova e Consob. Il progetto, in particolare, prevede che, dopo aver profilato le caratteristiche di ciascun investitore, il medesimo consiglio di investimento sia offerto sia da un algoritmo computerizzato sia da un consulente fisico. Ai soggetti coinvolti nell'esperimento sarà chiesto di compiere le proprie decisioni d'investimento, in modo da verificare se la propensione a investire e a seguire il consiglio ricevuto, nonché l'assunzione di rischio dipendano dalla tipologia del consulente. Lo studio indagherà anche l'effetto di talune variabili, quali il livello di alfabetizzazione finanziaria e digitale dell'investitore, sulla propensione all'investimento e sull'affidamento al consulente.

Bibliografia

- Brugiavini A., D. Cavapozzi, M. Padula e Y. Pettinicchi (2015), Financial education, literacy and investment attitudes, WP
- Becchetti L., S. Caiazza e D. Coviello (2013), Financial education and investment attitudes in high schools: Evidence from a randomized experiment, *Applied Financial Economics*, 23, Issue 10, 817-836
- Calcagno R. e C. Monticone (2015), Financial literacy and the demand for financial advice, *Journal of Banking & Finance*, 50, 363-380
- Campioni E., V. Larocca, L. Mirra e L. Panaccione (2017), Financial Literacy and Bank Runs: an Experimental Analysis, CEIS Research Paper 402
- Collins M.J., Financial advice: a substitute for financial literacy?, *Financial Services Review*, 21, Issue 4, 307
- Di Girolamo A., Harrison G., M. Lau e T. Swarthout (2015), Subjective belief distributions and the characterization of economic literacy, *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 59, 21-12
- Guiso L. e E. Viviano (2015), How Much Can Financial Literacy Help?, *Review of Finance*, 19, Issue 4, 1347-1382
- Hackethal A., M. Haliassos e T. Jappelli, Financial advisors: a case of babysitters?, *Journal of banking and finance*, 36, Issue 2, 509-524
- Hung A. e J. Yoong (2010), Asking for help-survey and experimental evidence on financial advice and behavioural change, Rand WP
- Klapper L., A. Lusardi e A. Panos (2013), Financial literacy and its consequences: Evidence from Russia during the financial crisis, *Journal of Banking and Finance*, 37, Issue 10, 3904-3923
- Kramer M.M. (2016), Financial literacy, confidence and financial advice seeking, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 131, 198-217
- Luhrmann M., M. Serra-Garcia and J. Winter (2015), Teaching teenagers in finance: does it work?, *Journal of Banking and Finance*, 54, 160-174
- Lusardi A. e O. Mitchell (2011), Financial literacy and planning: implications for retirement well-being. In Lusardi and Mitchell (eds.) *Financial literacy: implications for retirement security and the financial marketplace*, Oxford University Press, Oxford
- Meier S. e C.D. Sprenger (2013), Discounting financial literacy: Time preferences and participation in financial education programs, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 95, 159-174
- van Rooij M., A. Lusardi e R. Alessie (2011), Financial literacy and stock market participation, *Journal of Financial Economics*, 101, Issue 2, 449-472

Le metodologie di valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria

G. Nicolini^(*)

1 Introduzione

La crescente attenzione che governi, autorità finanziarie, regolatori e organizzazioni internazionali da tempo dedicano all'alfabetizzazione finanziaria evidenzia la necessità di individuare metodologie affidabili ed efficaci per la misurazione di conoscenze, competenze e attitudini dei consumatori finanziari. Il presente studio esamina le metodologie più diffuse di misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria al fine di individuare le principali criticità nella pianificazione di indagini e sondaggi sull'argomento, con particolare attenzione all'uso e all'interpretazione dei dati disponibili. Il presente lavoro parte dal dibattito attorno alla definizione di alfabetizzazione finanziaria (*financial literacy*), per poi procedere a un'analisi della letteratura relativa alle metodologie di misurazione del fenomeno e fornire alcune raccomandazioni tecniche utili in sede di pianificazione dei programmi di valutazione della *financial literacy*.

2 Alfabetizzazione finanziaria: definizione ed elementi chiave

L'esame della letteratura in materia mostra come il concetto di alfabetizzazione finanziaria si sia evoluto nel corso del tempo e ancora manchi di una definizione univoca. Una prima definizione risale al 1992 e vede l'alfabetizzazione finanziaria come «*the ability to make informed judgement and to make effective decisions regarding the use and management of money*» (ossia, la capacità di esprimere giudizi informati e prendere decisioni efficaci sull'impiego e la gestione del denaro; Noctor, Stoney e Straddling, 1992). La necessità di caratterizzare l'alfabetizzazione finanziaria in termini di competenze individuali è sottolineata

^(*) Gianni Nicolini, PhD, è Professore associato di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Management e Diritto dell'Università di Roma 'Tor Vergata' e coordina il gruppo di ricerca sull'alfabetizzazione finanziaria presso il Consumer Finance Research Center (CFRC). La sua attività di ricerca è rivolta alla *consumer finance*, in particolare all'alfabetizzazione e all'educazione finanziaria.

Email: gianni.nicolini@uniroma2.it

anche da altri studi, che la definiscono come «*the ability to read, analyse, manage and communicate about the personal financial conditions that affect material well-being*» (ossia, la capacità dell'individuo di leggere, analizzare, gestire e comunicare le informazioni finanziarie che determinano il suo benessere materiale; Vitt *et al.*, 2000), oppure come «*the ability to interpret, communicate, compute, develop independent judgement, and take actions resulting from those processes in order to thrive in our complex financial world*» (ossia, la capacità di interpretare, comunicare, calcolare, sviluppare giudizi autonomi e intraprendere le azioni derivanti da tali processi per destreggiarsi nella complessità del mondo finanziario; Danes e Habermann, 2007). Allo sviluppo degli studi sull'alfabetizzazione finanziaria è sottesa la consapevolezza che la capacità di applicare competenze finanziarie per prendere decisioni finanziarie (efficaci) costituisce lo stadio finale di un processo di apprendimento che inizia con l'acquisizione delle conoscenze finanziarie di base. Il ruolo guida delle conoscenze finanziarie ai fini dell'alfabetizzazione finanziaria risulta chiaramente dallo studio di Kim (2001), che definisce l'alfabetizzazione finanziaria come «*a basic knowledge that people need in order to survive in a modern society*» (ossia, una conoscenza di base necessaria per sopravvivere in una società moderna). La necessità di elaborare una definizione di alfabetizzazione finanziaria chiara ed esaustiva diviene sempre maggiore con il crescere della consapevolezza che in tutti i paesi più sviluppati i singoli individui si trovano a dover prendere decisioni finanziarie in autonomia molto più spesso di quanto accadesse in passato, con il rischio che essi non dispongano del capitale umano necessario per prendere decisioni efficaci. L'esigenza di prendere decisioni di risparmio previdenziale nell'ambito di un quadro normativo non più fondato sulla centralità della previdenza pubblica e la necessità di prendere decisioni d'investimento considerando una molteplicità di prodotti finanziari sempre più complessi sono solo alcuni esempi del crescente bisogno di alfabetizzazione finanziaria.

Secondo lo US Financial Literacy and Education Council (US FLEC 2006), l'alfabetizzazione finanziaria consiste nella «*the ability to use knowledge and skills to manage financial resources effectively for a lifetime of financial well-being*» (ossia, nella capacità di usare conoscenze e competenze per gestire le risorse finanziarie in modo efficace, al fine di conseguire il benessere finanziario). Tale definizione distingue tra conoscenze finanziarie e capacità finanziarie (intese come capacità di applicare le conoscenze), che saranno l'elemento chiave della definizione data da Huston (2010), secondo la quale «*financial literacy consists of both knowledge and application (ability) of human capital specific to personal finance*» (ossia, l'alfabetizzazione finanziaria consiste sia nelle conoscenze sia nell'applicazione (capacità) di capitale umano dedicato alle finanze personali). Questo approccio, basato sulla combinazione di conoscenze finanziarie e capacità finanziarie, è proposto anche da Remund (2010), secondo il quale «*financial literacy is a measure of the degree to which key financial concepts (knowledge) and possesses the ability and confidence to manage personal finances through appropriate, short-term decision making and sound, long-range financial planning, while mindful of life events and changing economic conditions*» (ossia, l'alfabetizzazione finanziaria misura il grado di comprensione dei concetti finanziari di base (conoscenze) e la capacità di gestire le

finanze personali grazie a decisioni adeguate di breve termine e a una pianificazione finanziaria coerente e ad ampio raggio, nella consapevolezza degli eventi della vita e del mutare delle condizioni economiche).

Più di recente, l'OCSE (2015) ha esteso le componenti di base dell'alfabetizzazione finanziaria dalle conoscenze finanziarie alle competenze finanziarie, riferendosi all'alfabetizzazione finanziaria come «*the combination of awareness, knowledge, skill, attitude and behaviour necessary to make sound financial decisions and ultimately achieve individual financial well-being*» (ossia, la combinazione di consapevolezza, conoscenze, competenze, atteggiamenti e comportamenti necessari a prendere decisioni finanziarie sagge e, in ultimo, raggiungere il benessere finanziario individuale).

L'evoluzione del concetto di alfabetizzazione finanziaria non ha modificato l'assunto di base secondo cui le conoscenze finanziarie costituiscono un pilastro fondamentale dell'alfabetizzazione finanziaria. Senza la conoscenza e la comprensione dei principi finanziari e dei prodotti finanziari di base non si possono sviluppare capacità o competenze finanziarie ed è irrealistico pensare che si possano prendere decisioni finanziarie adeguate. Le conoscenze finanziarie possono pertanto considerarsi un elemento chiave nella valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria.

L'alfabetizzazione finanziaria e i comportamenti finanziari

L'importanza degli studi sull'alfabetizzazione finanziaria e l'attenzione di soggetti pubblici (quali governi, regolatori, autorità di vigilanza) alla sua misurazione si fondano sull'assunto che l'alfabetizzazione finanziaria sia un fattore chiave dei comportamenti finanziari. In particolare, è chiaro che le persone con bassa alfabetizzazione finanziaria sono più inclini a prendere decisioni finanziarie inadeguate (ad esempio, diventando vittime di frodi finanziarie) o a prendere decisioni finanziarie di cui non comprendono pienamente le possibili conseguenze (ad esempio, sottostimando il rischio di un investimento o non collocando i propri risparmi in programmi pensionistici adeguati). È proprio questa evidenza a stimolare i *policy makers* a individuare le categorie più a rischio (sulla base della valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria di gruppi obiettivo specifici o dell'intera popolazione) e a promuovere iniziative di educazione finanziaria. Un esame completo degli studi in materia va oltre i fini del presente lavoro; si osserva comunque che tale assunto è sostenuto da diversi contributi di grande rilievo. Gli studi precedenti mostrano che le persone con alfabetizzazione finanziaria maggiore hanno meno probabilità di dichiarare fallimento (Thorne e Porter, 2007) e di sovra-indebitarsi (Lusardi e Tufano, 2009), mentre tendono a partecipare maggiormente ai mercati azionari (van Rooij, Lusardi e Alessie, 2011; Arrondel, Debbich e Savignac, 2012) e si preparano meglio al pensionamento (Lusardi e Mitchell, 2006, 2008, Almenberg e Save-Söderberg, 2011).

3 La misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria: rassegna della letteratura

Uno studio che si proponga di indagare l'impatto dell'alfabetizzazione finanziaria sui comportamenti finanziari non può prescindere dal tema della sua misurazione. Anche in questo caso, l'esame della letteratura serve a individuare le opzioni disponibili allo scopo. Si possono infatti adottare due approcci. Il primo misura l'alfabetizzazione finanziaria attraverso l'analisi della conoscenza di concetti generali, quali inflazione, interesse composto e diversificazione del rischio. Il fondamento sotteso alla decisione di indagare la conoscenza dei principi generali è che gli elementi relativi a questi concetti di base sono utili allo studio di diversi comportamenti finanziari. Per esempio, l'inflazione è un tema importante nell'ambito sia delle scelte di risparmio sia delle scelte di indebitamento. Analogamente, l'interesse composto è un concetto utile per la comprensione del rendimento di un investimento e del costo di un mutuo. Il ricorso a concetti ampi e generali nella misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria è opportuno nei casi in cui questa venga messa in relazione con comportamenti finanziari altrettanto generali (relativi, ad esempio, al risparmio o alla partecipazione al mercato azionario). La possibilità di utilizzare la conoscenza di uno stesso concetto (ad esempio, l'inflazione) per valutare più di un comportamento finanziario rappresenta un incentivo a rilevare la conoscenza dei principi di base anziché di contenuti di maggior dettaglio. Questo approccio è particolarmente coerente quando, con riferimento a una determinata popolazione o un determinato gruppo (ad esempio, studenti, adulti o lavoratori), manchi una precedente misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria e la ricerca assuma un approccio esplorativo, concentrandosi sul provare l'esistenza di un collegamento tra alfabetizzazione finanziaria e comportamenti finanziari. Tale approccio è stato impiegato in diversi studi, tra cui Chen e Volpe (2002), NEFE (2006), FSA (2006) e ANZ (2008).

In alternativa si può misurare la *financial literacy* mediante l'analisi di alcuni temi specifici, fondandosi sull'ipotesi che «*financial literacy should be tested against individuals' needs and circumstances, not against all available financial products and services since consumers will never need or use most of these products and services*» (Worthington, 2006). Questo secondo approccio si basa sull'assunto secondo cui le persone non dovrebbero essere considerate finanziariamente alfabetizzate o analfabete se non con riferimento a un insieme di conoscenze di cui esse hanno bisogno per far fronte a specifiche necessità finanziarie. In tale prospettiva, l'alfabetizzazione finanziaria diventa un costrutto multidimensionale, per effetto del quale un individuo può avere conoscenze in un dato dominio (per esempio, gli investimenti) ed essere profondamente ignorante in un altro dominio (per esempio, i prestiti), senza che ciò debba considerarsi una lacuna critica se egli non deve prendere decisioni finanziarie importate proprio nell'ambito in cui è meno edotto.

Gli studi basati su questo secondo approccio non si affidano più a parametri volti a misurare la conoscenza di principi generali (quali inflazione o calcolo dell'interesse composto), ma si basano su misure specifiche, relative ai diversi domini della conoscenza in materia finanziaria. Pertanto, gli studi che analizzano i

comportamenti dei risparmiatori raccolgono dati mediante la somministrazione di questionari contenenti domande strettamente correlate alle conoscenze in materia di investimenti (NASD, 2003; Muller e Weber 2010), mentre le ricerche sul ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria nelle decisioni di indebitamento si basano su domande sugli strumenti di credito (Lusardi e Tufano, 2009; Jones, 2005).

A prescindere dai contenuti (principi generali *versus* conoscenze specifiche), per misurare l'alfabetizzazione finanziaria bisogna decidere come gestire le variabili censite. La letteratura offre varie opzioni alternative. La procedura standard prevede l'utilizzo di domande a risposta multipla. La risposta a una singola domanda è poi dicotomizzata in una serie di variabili binarie (1 = risposta corretta; 0 = altro). Queste ultime possono essere aggregate secondo diverse opzioni.

Una prima opzione consiste nel valutare l'alfabetizzazione finanziaria sommando le risposte corrette a un insieme di risposte a scelta multipla, su una scala che va pertanto da zero (tutte le risposte sono sbagliate) a 'n' (tutte le risposte sono corrette), dove 'n' indica il numero di domande. Quest'opzione è di uso comune negli studi sulla *financial literacy*, probabilmente perché è abbastanza obiettiva e facile da comprendere (Moore, 2003; Agnew e Szykman, 2005; Robb e Sharpe, 2009; Gerardi *et al.*, 2010).

Una seconda opzione consiste nel distinguere tra i soggetti che hanno risposto correttamente a tutte le domande del test e gli altri rispondenti. L'alfabetizzazione finanziaria diventa una variabile binaria che separa gli individui dotati di conoscenze finanziarie da quelli che ne sono privi. L'applicazione di questa metodologia implica che il soggetto che sbaglia una sola risposta sia considerato un analfabeta finanziario. Questo criterio potrebbe sembrare troppo rigido, tuttavia ha senso quando la difficoltà delle domande è così bassa da rendere la valutazione più prossima a uno *screening* degli analfabeti finanziari piuttosto che a una vera e propria misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria. Di fatto, che il soggetto risponda correttamente alle domande facili non basta a provare che egli sia finanziariamente alfabetizzato, mentre la risposta sbagliata a una sola domanda basta a indicarne la bassa alfabetizzazione. Questo criterio può applicarsi quando lo scopo non è valutare l'alfabetizzazione finanziaria di tutti i membri di una popolazione, bensì individuarne i sottogruppi che, per il basso livello delle proprie conoscenze sono maggiormente esposti al rischio di commettere errori in ambito finanziario. Tra gli studi che utilizzano questa metodologia si ricordano Lusardi e Mitchell (2011) e Almenberg e Save-Söderberg (2011).

Una terza opzione per misurare l'alfabetizzazione finanziaria consiste nell'utilizzare le singole variabili separatamente, come misure indipendenti. La separazione delle variabili può operarsi in base agli argomenti cui si riferiscono. Ad esempio, tre domande rispettivamente in materia di investimenti, mutui e assicurazioni si riferiscono ad aree di conoscenza talmente diverse tra loro da rendere inopportuno aggregarne le risposte, essendo invece preferibile utilizzarle separatamente, ciascuna come misura indipendente di alfabetizzazione finanziaria.

Altri studi prendono in considerazione la difficoltà delle singole domande (Lusardi, Mitchell e Curto, 2012). In questo caso, la risposta a una determinata domanda è valutata in base al grado di difficoltà della stessa. Una risposta corretta a una domanda difficile, quindi, viene pesata di più di una risposta corretta a una domanda facile. Al contempo, una risposta sbagliata a una domanda facile dovrebbe avere un impatto più alto (più negativo) rispetto a una risposta sbagliata a una domanda difficile. Questo approccio comporta l'attribuzione di pesi differenti alle diverse domande, con conseguente necessità di differenziare i livelli di difficoltà. La difficoltà può definirsi a priori, sulla base di una valutazione autonoma dei ricercatori, ovvero *ex post* sulla base del numero di soggetti che hanno risposto in modo corretto o sbagliato a un item specifico.

L'utilizzo di metodologie diverse per la misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria si spiega in parte alla luce della quantità e della qualità dei dati disponibili¹, in parte con la necessità di scegliere quella più adatta allo scopo dello studio. Le analisi volte a dare un quadro generale del livello delle conoscenze di una popolazione ampia saranno probabilmente più attente alla conoscenza dei principi finanziari di base, mentre gli studi tesi a indagare i comportamenti finanziari di un sotto-gruppo specifico terranno conto del numero delle variabili disponibili e della difficoltà delle domande e procederanno ad aggregare i dati disponibili solo dopo aver testato diverse opzioni. La valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria va condotta caso per caso, nella consapevolezza che un errore di misurazione può ripercuotersi sull'affidabilità delle successive analisi. La relazione tra alfabetizzazione finanziaria, comportamenti finanziari ed efficacia dei programmi di educazione finanziaria sono solo due dei tanti esempi che illustrano l'importanza di affrontare adeguatamente le complessità insite nella misurazione della *financial literacy*.

4 Misurare l'alfabetizzazione finanziaria: tecnicismi e raccomandazioni pratiche

La valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria impone di considerare diverse dimensioni. Si è già evidenziato come le conoscenze finanziarie ne rappresentino solo il primo elemento. Le persone possono essere finanziariamente edotte ma, al contempo, non in grado di applicare le conoscenze alle proprie decisioni finanziarie. Si è inoltre osservato che la mancanza di conoscenze finanziarie significa mancanza di alfabetizzazione finanziaria, perché chi ignora i principi finanziari di base e non conosce il funzionamento dei prodotti e dei mercati finanziari non può comprendere le possibili conseguenze delle proprie decisioni in termini di rischio, rendimento e adeguatezza ai propri bisogni finanziari.

Il ruolo centrale delle conoscenze impone alcune cautele nella pianificazione delle indagini sull'alfabetizzazione finanziaria.

¹ I questionari specificamente orientati alla valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria dei rispondenti o di altre questioni nel campo della finanza personale non sempre includono domande adatte allo scopo. Le domande relative all'alfabetizzazione finanziaria si trovano spesso nell'ambito di indagini più ampie, con un numero di item ridotto.

Livello di difficoltà delle domande

Per sintetizzare le diverse variabili in un unico punteggio o in una scala standard, le domande su temi diversi dovrebbero avere tutte il medesimo livello di difficoltà o livelli di difficoltà reciprocamente comparabili. Attribuire pari peso a una domanda difficile su un argomento (ad esempio, i mercati azionari) e a una domanda facile su un altro argomento (ad esempio, la gestione del denaro) può infatti compromettere la validità della misurazione.

Tale considerazione non implica che tutte le domande di un questionario debbano avere sempre e comunque lo stesso livello di difficoltà. L'uso di più domande per valutare l'alfabetizzazione finanziaria su un certo argomento è spesso necessario: in questo caso, si raccomanda di differenziare le domande per livello di difficoltà. A poter compromettere la misurazione è il ricorso a domande diverse su temi distinti connotate da livelli di difficoltà mediamente diversi a seconda del tema (ad esempio, domande sui mercati azionari più difficili di quelle sulla gestione del *budget* personale).

Numero delle opzioni di risposta

In caso di domande a risposta multipla, ogni domanda deve avere lo stesso numero di opzioni di risposta. L'uso di domande con un diverso numero di opzioni può introdurre un livello di difficoltà diverso, perché leggere e ricordare più opzioni richiede al rispondente un'attenzione maggiore di quella necessaria a leggere due sole opzioni. Al contempo non si può ignorare il fatto che alcuni rispondenti potrebbero semplicemente dare risposte casuali (*guessing behaviour*) se non conoscono la risposta corretta. Questo comportamento è più probabile nel caso di domande con due sole opzioni di risposta (ad esempio, vero/falso), poiché il soggetto che scelga casualmente ha la possibilità di dare la risposta giusta nel 50 per cento dei casi, mentre questa possibilità diminuisce se il numero di opzioni è maggiore². Quando la struttura del questionario prevede domande diverse con livelli di difficoltà diversi, le differenze non devono riguardare tecnicismi quali il numero delle opzioni di risposta, bensì i contenuti.

Uso di termini tecnici

Se la domanda non mira a valutare la comprensione di parole o espressioni tipiche del mondo finanziario (ad esempio, '*leverage*' o '*rating*'), è opportuno evitare l'uso di gergo tecnico. Il rispondente potrebbe conoscere il concetto necessario per rispondere correttamente e tuttavia non conoscere il significato di termini tecnici essenziali alla corretta comprensione della domanda. In tal caso, i soggetti che conoscono sia il gergo sia l'argomento darebbero la risposta giusta, mentre quelli informati sul gergo ma non sul concetto sotteso alla domanda e quelli che conoscono

² Se vi sono tre opzioni si ha solo una probabilità su tre di dare la risposta giusta (probabilità del 33,33%). Se le opzioni sono quattro la probabilità scende a una su quattro (25%).

l'argomento ma non il gergo non potrebbero individuare la risposta corretta. Rispetto a un analfabeta finanziario, il rispondente che ritenga di conoscere con buona probabilità la risposta giusta perché conosce l'argomento ma non è sicuro del significato di alcuni termini tecnici sarà più propenso a rispondere tirando a indovinare. Le risposte casuali rappresentano potenzialmente un problema ai fini della valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria, per cui è da evitare l'uso di parole ed espressioni gergali che aumentano la difficoltà della domanda.

'Non so' e 'Preferisco non rispondere'

Nella valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria a fini di ricerca, i partecipanti dovrebbero rispondere solo se ritengono di conoscere la soluzione. Diversamente, per effetto di un *guessing behaviour*, una risposta solo casualmente corretta concorrerebbe alla valutazione delle conoscenze finanziarie del rispondente. Parallelamente, l'assenza di una risposta non indica necessariamente che il soggetto intervistato ignori la soluzione. Egli potrebbe aver saltato involontariamente la domanda ovvero potrebbe averla evitata perché la domanda riguarda un tema sensibile sul quale non vuole esporsi. È dunque necessario prevedere più opzioni di risposta³. In particolare, per distinguere le domande a cui il soggetto non vuole rispondere da quelle a cui realmente non sa rispondere, si raccomanda di prevedere l'opzione 'Preferisco non rispondere'.

La risposta 'Non so', inoltre, fornisce anch'essa informazioni interessanti sull'intervistato, perché costituisce una *proxy* della fiducia che egli ripone in se stesso. Nella maggior parte dei casi il soggetto che dichiara di non essere informato in campo finanziario e seleziona la risposta 'Non so' può essere considerato come un individuo così *under-confident* da astenersi dal rispondere.

Tema delle domande e fabbisogni formativi dei soggetti intervistati

I temi da rilevare attraverso un questionario di valutazione dell'alfabetizzazione finanziaria dipendono dai fabbisogni formativi che si ritiene debbano essere colmati. Gli esiti della rilevazione vanno valutati alla luce delle decisioni finanziarie che l'individuo si trova a dover prendere, poiché eventuali carenze su un determinato argomento possono derivare dal fatto che egli non è attivo in quella specifica area finanziaria (si pensi ad esempio a un soggetto benestante che non ha bisogno di indebitarsi e quindi non ha competenze in materia di prestiti bancari). Pertanto, le domande specifiche su un tema dovrebbero essere inserite nel questionario solo se rilevanti per i destinatari della *survey*.

3 Per esempio, le vittime di frode finanziaria possono mostrarsi riluttanti a rispondere a domande su tale argomento. Analogamente, i risparmiatori che hanno subito pesanti perdite su particolari prodotti finanziari potrebbero decidere di non rispondere alle domande su questo tema.

Il potere esplicativo delle variabili misurate (parte 1)

In certe condizioni una particolare domanda potrebbe non essere utilizzabile ai fini della misurazione dell'alfabetizzazione finanziaria necessaria per prendere una data decisione. Ad esempio, le domande che si riferiscono ai principi finanziari di base connessi alla diversificazione del portafoglio d'investimento non consentono di discriminare tra soggetti finanziariamente alfabetizzati, in grado di valutare le caratteristiche di un'opzione di investimento, e i rispondenti non edotti. In generale, le domande riguardanti principi di base possono concorrere alla valutazione della *financial literacy* solo se corredate da altre domande riferite a livelli di conoscenza più avanzati. Diversamente, il potere esplicativo dell'alfabetizzazione finanziaria rispetto a un determinato comportamento potrebbe risultare sottostimato o nullo.

Il potere esplicativo delle variabili misurate (parte 2)

Il potere esplicativo di una misura dell'alfabetizzazione finanziaria dipende dal contenuto informativo delle variabili utilizzate per la costruzione della misura stessa. L'efficacia della misurazione aumenta al crescere del numero di variabili rilevate. Il ricorso a una sola variabile, invece, ha un potere esplicativo ridotto poiché costringe a classificare i rispondenti in due classi estreme sulla base di una semplice scala dicotomica. In altre parole, i soggetti saranno considerati finanziariamente alfabetizzati se risponderanno correttamente a un'unica domanda e, viceversa, completamente analfabeti se a quella domanda daranno una risposta sbagliata.

5 Conclusioni

Un sondaggio sull'alfabetizzazione finanziaria è un potente strumento di ricerca. È tuttavia necessario adottare una metodologia di rilevazione affidabile per poter disporre di una misura che consenta di testarne gli effetti sui comportamenti finanziari dei consumatori e la qualità e l'efficacia dei programmi di educazione finanziaria. Il presente lavoro ha passato in rassegna le metodologie disponibili per evitare distorsioni tecniche nella raccolta dei dati. Un campione distorto o un questionario sbilanciato possono portare a risultati distorti e quindi inutili, se non addirittura dannosi, ai fini della pianificazione di interventi e strategie di educazione finanziaria o della regolamentazione a tutela dei risparmiatori.

Bibliografia

- Agnew J. e L.R. Szykman (2005), Asset allocation and information overload: The influence of information display, asset choice, and investor experience. *Journal of Behavioral Finance*. Vol. 6(2), 57-70
- Almenberg J. e J. Säve-Söderberg (2011), Financial Literacy and Retirement Planning in Sweden. NETSPAR Discussion Paper, 01/2011-018
- ANZ (2008), ANZ Survey of Adult Financial Literacy in Australia (16 luglio 2017 http://www.anz.com/documents/au/aboutanz/an_5654_adult_fin_lit_report_08_web_report_full.pdf)
- Arrondel L., M. Debich e F. Savignac (2012), Stockholding and Financial Literacy in the French Population. *International Journal of Social Sciences and Humanity Studies*, Vol. 4(2), 285-294
- Chen H. e R. Volpe (2002), Gender Differences in Personal Financial Literacy Among College Students. *Financial Services Review*, Vol. 11, 289-307
- Danes S. e H. Haberman (2007), Teen Financial Knowledge, Self-Efficacy, and Behavior: A Gender View. *Journal of Financial Counseling and Planning*, Vol.18(2), 48-60
- FSA (2006), Financial Capability baseline survey: questionnaire. FSA, Consumer Research 47b (16 luglio 2017 http://www.pfrc.bris.ac.uk/publications/Reports/Fincap_baseline_questionnaire_06.pdf)
- Gerardi K., L. Goette e S. Meier (2010), Financial Literacy and Subprime Mortgage Delinquency: Evidence from a Survey Matched to Administrative Data. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, Working paper 2010-10
- Huston S. (2010), Measuring Financial Literacy, *Journal of Consumer Affairs*, Vol.44(2), 296-316
- Interests Annual, 47: 1-3 (July 16th, 2017 <http://www.consumerinterests.org/files/public/Kim-Financialknowledge.pdf>)
- Jones J. (2005), College Students Knowledge and Use of Credit. *Journal of Financial Counseling and Planning*, Vol.16(2), 9-16
- Kim J. (2001), Financial Knowledge and Subjective and Objective Financial Well-being, *Consumer Interests Annual*, 47, 1-3
- Lusardi A. e O.S. Mitchell (2006), Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education. Michigan Retirement Research Center, Working paper 144
- Lusardi A. e O.S. Mitchell (2008), How Much Do People Know About Economics and Finance? Financial Illiteracy and the Importance of Financial Education, Michigan Retirement Research Center, Policy Brief, marzo 2008, No. 5
- Lusardi A. e O.S. Mitchell (2011), Financial Literacy and Retirement Planning in the United States. *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol.10(4) 509-525
- Lusardi A., O.S. Mitchell e V. Curto (2012), Financial Sophistication in the Older Population, NBER Working Paper 17683 (16 luglio 2017 <http://www.nber.org/papers/w17683>)
- Lusardi A. e P. Tufano (2009), Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness, NBER Working paper, Working Paper 14808
- Lusardi A. e P. Tufano (2009), Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness, NBER Working paper, Working Paper 14808
- Moore D. (2003), Survey of Financial Literacy in Washington State: Knowledge, Behavior, Attitudes and Experiences, Washington State University Social and Economic Sciences Research Center, Technical Report 03-39
- Muller S. e M. Weber (2010), Financial Literacy and Mutual Fund Investments: Who Buys Actively Managed Funds?, *Schmalenbach Business Review*, Vol. 62, 126-153
- NASD (2003), NASD Investor Literacy Research (July 16th, 2017 <https://www.finra.org/sites/default/files/InvestorDocument/p011459.pdf>)
- NEFE - National Endowment for Financial Education (2006), Closing the Gap Between Knowledge and Behavior: Turning Education into Action. *Journal of Financial Counseling and Planning*, NEFE White Paper Report
- Noctor, M., S. Stoney e R. Stradling (1992), Financial Literacy: A Discussion of Concepts and Competences of Financial Literacy and Opportunities for its Introduction into Young People's Learning, Report prepared for the National Westminster Bank, National Foundation for Education Research, London
- OECD (2015), 2015 OECD/INFE Toolkit for Measuring Financial Literacy and Financial Inclusions (16 luglio, 2017 http://www.oecd.org/daf/fin/financialeducation/2015_OECD_INFE_Toolkit_Measuring_Financial_Literacy.pdf)
- Remund D.L. (2010), Financial Literacy Explicated: The Case for a Clearer Definition in an Increasingly Complex Economy. *Journal of Consumer Affairs*, Vol. 44(2), 276-295
- Robb C. e D. Sharpe (2009), Effect of Personal Financial Knowledge on College Students' Credit Card Behavior, *Journal of Financial Counseling and Planning*, Vol.20(1), 25-43
- Thorne D. e K. Porter (2007), Financial Education for Bankrupt Families: Attitude and Needs, *Journal of Consumer Education*, Vol.24, 15-27
- US FLEC - U.S. Department of the Treasury, Financial Literacy and Education Commission (2006), Taking ownership of the future: The National Strategy for Financial Literacy (16 luglio 2017 <https://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/Domestic-Finance/Documents/Strategyeng.pdf>)
- van Rooij, M. A. Lusardi e R. Alessie (2011), Financial Literacy and Stock market Participation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, 449-472
- Vitt L.A., C. Anderson, J. Kent, D.M. Lyter, J.K. Siegenthaler e J. Ward (2000), Personal Finance and the Rush to Competence: Financial Literacy Education in the U.S. Institute for Socio-Financial Studies (ISFS), Middleburg (VA, USA) (July 16th, 2017 <http://www.isfs.org/documents-pdfs/rep-finliteracy.pdf>)
- Worthington A. (2006), Predicting financial literacy in Australia, *Financial Services Review*, Vol.15, 59-79

Fattori che influenzano le scelte di investimento

L'avversione alle perdite e l'inerzia nelle decisioni finanziarie

Matteo Ploner

- 1 Introduzione
- 2 L'avversione alla perdita
- 3 L'inerzia nel processo decisionale finanziario
- 4 Conclusioni

Uno sguardo al labirinto del rischio

Caterina Lucarelli

- 1 Introduzione
- 2 Il percorso *ideale* per la dialettica tra rischio oggettivo e rischio soggettivo
- 3 Il percorso *reale* nella dialettica tra rischio oggettivo e rischio soggettivo: alcune criticità
- 4 La conoscenza del rischio è un labirinto: e allora?

Rischio finanziario, incertezza e ansia: il ruolo del pensiero episodico futuro

Gianni Brighetti

- 1 Mentalità economica e teorie della probabilità
- 2 Sul tempo soggettivo
- 3 Memoria prospettica, processo decisionale, incertezza/ansia

L'avversione alle perdite e l'inerzia nelle decisioni finanziarie

M. Ploner^(*)

*A win doesn't feel as good as a loss feels bad,
and the good feeling doesn't last as long as the bad.
Not even close.*

(Andre Agassi)

1 Introduzione

La citazione introduttiva, tratta dall'autobiografia della leggenda del tennis Andre Agassi (2010), esprime perfettamente l'essenza dell'*avversione alla perdita*. Il concetto di avversione alla perdita venne introdotto da Kahneman e Tversky nel loro lavoro pionieristico sulla Teoria del prospetto (1979) e si riferisce al valore emotivo più alto che si associa alle perdite rispetto a quello associato a guadagni di uguale entità («*losses loom larger than gains*»). Questa asimmetria di valutazione gioca un ruolo fondamentale nell'attitudine al rischio (Köbberling e Wakker, 2005) e potrebbe portare gli individui a rinunciare a opportunità di guadagno in domini incerti per timore di potenziali perdite, anche quando il guadagno atteso fosse ampiamente positivo. Nel prosieguo spiegheremo dapprima il concetto di avversione alla perdita e poi illustreremo come questa si ricollega all'inerzia nelle scelte decisionali.

(*) Matteo Ploner è Ricercatore presso il Dipartimento di Economia e Management dell'Università di Trento e Vice Direttore del Laboratorio di Economia Cognitiva e Sperimentale (CEEL). Ha ottenuto il suo dottorato di ricerca in Economia e Management presso la Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, ha lavorato come Ricercatore associato per il Max Planck Institute of Economics di Jena (Germania). Le sue ricerche si concentrano sull'Economia sperimentale e comportamentale applicata ai processi decisionali in situazioni di rischio e all'interazione strategica.

Email: matteo.ploner@unitn.it

2 L'avversione alla perdita

L'avversione alla perdita è uno degli elementi fondamentali della Teoria del prospetto, una nota teoria comportamentale sviluppata da Tversky e Kahneman (1992). Secondo questa teoria, il valore di un risultato x viene valutato sulla base del cambiamento rispetto a un punto di riferimento. Pertanto, il valore di un risultato x è dato dalla seguente funzione di valore

$$V(x) = \begin{cases} v(x) & \text{if } x \geq 0 \text{ (guadagno)} \\ \lambda v(-x) & \text{if } x < 0 \text{ (perdita)} \end{cases}$$

dove il coefficiente $\lambda > 1$ coglie gli aspetti psicologici dell'avversione alla perdita, espressi come penalità assegnata ai risultati negativi rispetto a quelli positivi¹.

Per esemplificare il funzionamento dell'avversione alla perdita nei processi decisionali in situazioni di rischio, consideriamo il compito decisionale descritto nella Tabella 1². I due investimenti, A e B, differiscono per i profitti associati al corso positivo (*Good*) o negativo (*Bad*) dell'economia. L'investimento A ha un rendimento atteso inferiore, ma è meno rischioso dell'investimento B. Inoltre, le perdite dell'investimento A sono inferiori rispetto a quelle dell'investimento B.

Tabella 1 - Prospetti

Investimento A			Investimento B		
evento	probabilità	profitto	evento	probabilità	profitto
G	50%	+\$34	G	50%	+\$42
B	50%	-\$2	B	50%	-\$6

Il profitto atteso dell'investimento A è pari a \$16, mentre il profitto atteso dell'investimento B è pari a \$18. Per semplificare, supponiamo che il valore attribuito al risultato sia $v(x) = x$. Date queste condizioni, un soggetto che adotta la funzione di valore potenziale $V(x)$, ma non mostra avversione alla perdita ($\lambda = 1$), dovrebbe sempre preferire, razionalmente, l'investimento B all'investimento A. Tuttavia, se un soggetto mostra un'avversione alla perdita, la classificazione dei due investimenti può variare. Supponendo che $\lambda = 2,5$, il valore percepito dell'investimento sarà pari, rispettivamente, a \$14,50 per l'investimento A e \$13,50 per l'investimento B. Pertanto, un soggetto che mostra un'avversione alla perdita preferirà l'investimento A all'investimento B.

Numerosi studi hanno evidenziato, con approcci empirici differenti, la rilevanza dell'avversione alla perdita nel processo decisionale in situazioni di rischio.

- 1 Numerosi studi offrono stime empiriche del valore di λ . Ad esempio, secondo Tversky e Kahneman (1992) $\lambda = 2,25$.
- 2 I due prospetti sono estratti dal protocollo sperimentale proposto da Eckel e Grossman (2008) per stimare il rischio e l'avversione alla perdita nell'ambito di scelte rischiose.

Lo studio sperimentale di Abdellaoui *et al.* (2008) presenta un metodo analitico efficace per la misurazione dell'avversione alla perdita adducendo solide prove a supporto di questo modello: il 76,6% dei soggetti coinvolti nell'esperimento viene classificato come avverso alle perdite e il coefficiente mediano stimato di avversione alla perdita λ è pari a 2,61. Lo studio empirico di Genesove e Mayer (2001) analizza il comportamento di proprietari di immobili che devono affrontare una perdita nominale relativa al prezzo di acquisto del loro immobile. Sulla base dell'avversione alla perdita, i proprietari di immobili che devono affrontare una perdita nominale alzano i prezzi e impiegano più tempo a trovare un'offerta a loro consona rispetto a chi non subisce alcuna perdita. Tom *et al.* (2007) si avvalgono delle tecniche di *neuro-imaging* per identificare i modelli di attività neurale coinvolti nel processo decisionale di soggetti che si trovano a compiere semplici scelte 50/50 nelle lotterie. In linea con l'avversione alla perdita, gli autori identificano un calo dell'attività neurale in caso di perdita superiore all'aumento della stessa attività osservato in caso di vincita.

3 L'inerzia nel processo decisionale finanziario

Come sottolineano Kahneman *et al.* (1991), l'avversione alla perdita è la principale causa di inerzia del processo decisionale. Nei seguenti paragrafi ci soffermeremo su due tipologie principali di inerzia correlati a *bias* di avversione alla perdita, che hanno un impatto diretto sul processo decisionale economico e finanziario: l'inerzia nella revisione delle scelte e l'inerzia nell'analisi di opportunità di investimento redditizie. La prima riguarda il *bias dello status quo*, ovvero la tendenza da parte degli individui a preservare lo stato attuale delle cose piuttosto che esplorare nuove opportunità. La seconda riguarda l'*avversione miope alle perdite*, ovvero l'inclinazione a valutare in maniera eccessivamente negativa gli investimenti rischiosi.

3.1 *Bias dello status quo*

Gli individui appaiono estremamente conservatori quando viene loro richiesto di rivedere i propri piani economici e finanziari. All'interno della letteratura comportamentale, il forte attaccamento allo stato attuale è stato definito *status quo bias* e l'avversione alla perdita ne costituisce la causa principale. I cambiamenti relativi allo *status quo* potrebbero portare potenzialmente a perdite o guadagni. Secondo la Teoria del prospetto, dato il forte impatto psicologico delle perdite rispetto ai guadagni, gli individui potrebbero preferire preservare lo *status quo* piuttosto che esplorare nuove opportunità.

In uno studio sperimentale avente per oggetto il *bias dello status quo*, Samuelson e Zeckhauser (1988) illustrano che presentare un'opportunità di investimento come lo *status quo*, ovvero la scelta già fatta e modificabile senza difficoltà, aumenta la probabilità che l'opzione sia scelta rispetto al caso in cui l'opzione non sia stata già selezionata e debba ancora essere implementata. Le evidenze sperimentali di Samuelson e Zeckhauser mettono in luce l'importanza dei *default* nei processi decisionali. Ai fini della nostra analisi, per *default* si intende una

scelta automaticamente implementata senza l'intervento attivo del decisore (Johnson *et al.*, 2002). Il *bias* dello *status quo* è una delle principali spiegazioni della forte attrazione verso l'opzione di *default* che si riscontra nei processi decisionali, ovvero degli effetti di *default*.

Gli effetti di *default* sembrano influenzare le scelte in numerosi ambiti economici³. A tale riguardo è di particolare interesse il contributo di Madrian e Shea (2001) riguardo all'impatto dei *default* nelle decisioni in merito agli accantonamenti pensionistici. Gli autori hanno osservato i comportamenti in termini di risparmio pensionistico dei dipendenti di un'azienda statunitense prima e dopo l'introduzione di un cambiamento nella procedura di adesione ai fondi 401(k). Prima del cambiamento, ai dipendenti veniva richiesto di dichiarare attivamente la loro adesione al fondo (*opt-in*), mentre in seguito al cambiamento questi venivano inseriti automaticamente nel piano e veniva loro richiesto se volessero uscire (*opt-out*). Gli autori hanno osservato un forte aumento del tasso di adesione dopo il cambiamento, dal 49 per cento all'86 per cento. Inoltre, il tasso di contribuzione di *default* e il profilo di investimento scelto dal datore di lavoro influenzava fortemente la decisione finanziaria dei dipendenti. Nell'ambito dello stesso tema, Choi *et al.* (2004) mettono in evidenza come un livello di contribuzione di *default* troppo 'conservatore' possa però ridurre i risparmi totali. Pertanto, i *default* sembrano essere uno strumento molto efficace per orientare il comportamento in termini di risparmio, ma il loro uso dovrebbe essere valutato con attenzione per evitare conseguenze inattese.

3.2 Avversione miope alle perdite

Nei mercati finanziari, gli investitori che detengono *asset* finanziari rischiosi richiedono un premio in termini di rendimento atteso. Quanto maggiore è il rischio degli *asset* e quanto maggiore è l'avversione al rischio dell'investitore, tanto maggiore sarà di conseguenza il premio richiesto per detenere l'*asset*. Tuttavia, nel loro contributo Mehra e Prescott (2003), evidenziano un'anomalia nell'entità del premio per il rischio delle azioni osservato. Nel lungo periodo, le azioni hanno un rendimento ampiamente superiore rispetto alle obbligazioni, a fronte di un rischio moderato. Ciò considerato, il differenziale di rendimento fra azioni e obbligazioni osservato implica un livello di avversione al rischio esagerato da parte degli azionisti⁴. Questa anomalia è nota in letteratura come *equity premium puzzle* (enigma del premio azionario).

Benartzi e Thaler (1995) offrono una spiegazione comportamentale di questo fenomeno, che definiscono *avversione miope alle perdite*. Tale spiegazione unisce gli *insight* di due *bias* comportamentali, il *mental accounting* e l'avversione alla perdita. Quest'ultimo *bias*, già menzionato, si riferisce all'asimmetria nella valutazione dei guadagni e delle perdite. Il *mental accounting* (Thaler, 1985) si

3 Ad esempio, Della Vigna e Malmendier (2006) analizzano il ruolo dei *default* nelle decisioni sul consumo, mentre Johnson e Goldstein (2003) valutano le implicazioni dei *default* in ambito sanitario.

4 Mankiw e Zeldes (1991) esaminano ulteriormente le evidenze offerte da Mehra e Prescott (1985) e illustrano come il coefficiente di avversione al rischio richiesto per spiegare il differenziale di rendimento fra azioni e obbligazioni sia 26 volte superiore al coefficiente generalmente utilizzato nei modelli economici.

riferisce alla propensione a impiegare le risorse disponibili in funzione dei conti mentali in cui sono state catalogate tenendo conto della loro origine o della loro destinazione. Nell'ambito della presente trattazione l'aspetto da considerare è costituito dal processo adottato dagli individui per la valutazione intertemporale di un *asset* stocastico. Nello specifico, per valutare i propri investimenti gli individui possono adottare una prospettiva miope (*narrow bracketing*), e dunque percepire ogni realizzazione del processo stocastico come isolata, oppure una visione più ampia, e quindi aggregare le realizzazioni di periodi temporali diversi.

Secondo Benartzi e Thaler (1995), l'effetto congiunto dell'avversione alla perdita e del *mental accounting* potrebbe spiegare il premio abnorme associato alle azioni. A livello intuitivo, le azioni sono piuttosto volatili e possono registrare numerose deviazioni positive e negative rispetto a un dato punto di riferimento, ad esempio il prezzo di base. A causa dell'avversione alla perdita, le perdite hanno un impatto molto più forte dei guadagni nella percezione dell'investimento. Se si valutano singolarmente le perdite e i guadagni, una lunga serie di guadagni significativi potrebbe non essere sufficiente per 'compensare' una serie più breve di perdite moderate. Pertanto, gli investitori potrebbero crearsi una percezione negativa di un investimento che, in termini nominali, genera risultati positivi.

A titolo di esempio, prendiamo il modello di prezzo di un'azione fittizia XYZ come illustrato nella Tabella 2. Il prezzo base dell'azione nel periodo 0 è pari a 100 e varia nei quattro periodi come illustrato.

Tabella 2 – Prezzo delle azioni XYZ

Periodo	0	1	2	3	4
Prezzo	100	120	110	105	110
$P_t - P_{t-1}$		+20	-10	-5	+5

La variazione di prezzo dal periodo 0 al periodo 4 è pari a +10, con un rendimento positivo pari al +10%.

Ora, supponiamo che l'investitore valuti l'investimento sulla base del valore potenziale $V(x)$ sopra illustrato, dove $v(x) = x$. Un investitore standard che non mostra avversione alla perdita ($\lambda = 1$) valuterà positivamente l'investimento nell'azione XYZ. Naturalmente sarebbe arrivato alla stessa conclusione se avesse considerato ciascun periodo individualmente. Tuttavia, per un investitore che mostra avversione alla perdita l'adozione di una prospettiva ristretta o ampia può avere forti implicazioni sul valore dell'investimento percepito. Quando si adotta una prospettiva ampia, l'investitore registra un guadagno pari a +10 e il valore dell'investimento percepito è pari a quello percepito dall'investitore che non mostra avversione alla perdita. Tuttavia, se si valuta ogni periodo individualmente, il valore dell'investimento netto percepito sarà pari a $V = +20 - \lambda 10 - \lambda 5 + 5$. Pertanto, se $\lambda > 1,67$, il valore dell'investimento netto percepito sarà negativo. L'esempio illustra come la combinazione fra avversione alla perdita e valutazioni miopi possa impedire di investire in azioni e incentivare investimenti più sicuri, ad esempio in obbligazioni.

4 Conclusioni

La forte avversione alle perdite che si riscontra negli essere umani potrebbe essere all'origine dell'inerzia nei processi decisionali e portare a conseguenze dannose per la gestione del portafoglio. In questo breve saggio abbiamo esaminato le due principali cause di inerzia correlate all'avversione alla perdita: il *bias* dello *status quo* e l'*avversione miope alle perdite*. Il primo causa una scarsa esplorazione delle nuove opportunità di investimento, mentre la seconda porta a strategie di allocazione del portafoglio conservatrici che penalizzano fortemente gli investimenti in titoli rischiosi ma redditizi.

La letteratura comportamentale ha identificato alcuni potenziali interventi finalizzati a prevenire le conseguenze dannose di *bias* correlati all'avversione alle perdite. Madrian e Shea (2001), ad esempio, illustrano i vantaggi degli schemi *opt-out* rispetto agli schemi *opt-in* in termini di tasso di partecipazione ai piani di risparmio. Thaler e Benartzi (2004) illustrano il funzionamento di SMaRT, un piano previdenziale che sfrutta i *default* e il *bias* dello *status quo* per aumentare la contribuzione al risparmio. A causa dell'inerzia, gli individui restano nel piano e tendono a risparmiare di più rispetto a quelli che non vi aderiscono. In merito alla riluttanza rispetto agli investimenti in azioni nel lungo periodo, un possibile intervento comportamentale potrebbe consistere nell'incoraggiare gli investitori ad adottare una prospettiva più ampia per valutare i loro investimenti. Diversi studi sperimentali supportano questa ipotesi (tra gli altri, Thaler *et al.*, 1997 e Fellner e Sutter, 2009).

Alla luce di quanto sopra, promuovere la consapevolezza dei *bias* comportamentali che generano inerzia attraverso l'educazione finanziaria e offrire programmi di investimento che tengano conto di questi *bias* potrebbe essere una soluzione utile per migliorare le decisioni degli investitori.

Bibliografia

- Abdellaoui, M., H. Bleichrodt, H. e O. L'Haridon (2008), A tractable method to measure utility and loss aversion under prospect theory. *Journal of Risk and uncertainty*, 36(3), 245
- Agassi, A. (2010), *Open: An Autobiography*, HarperCollins
- Benartzi, S. e H.R. Thaler (1995), Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73-92
- Choi, J. J., D. Laibson, B.C. Madrian e A. Metrick (2004), For better or for worse: Default effects and 401 (k) savings behavior. In *Perspectives on the Economics of Aging*, 81-126, University of Chicago Press
- Della Vigna, S.D. e U. Malmendier (2006), Paying not to go to the gym, *The American Economic Review*, 96(3), 694-719
- Eckel, C. C. e P.J. Grossman (2008), Men, women and risk aversion: Experimental evidence. *Handbook of experimental economics results*, 1, 1061-1073
- Fellner, G. e M. Sutter (2009), Causes, consequences, and cures of myopic loss aversion—An experimental investigation. *The Economic Journal*, 119(537), 900-916
- Genesove, D. e C. Mayer (2001), Loss aversion and seller behavior: Evidence from the housing market. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1233-1260
- Genesove, D. e C. Mayer (2001), Loss aversion and seller behavior: Evidence from the housing market. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1233-1260
- Johnson, E. J., Bellman, S. e G.L. Lohse (2002), Defaults, framing and privacy: Why opting in—opting out. *Marketing Letters*, 13(1), 5-15
- Johnson, E. J. e D. Goldstein (2003), Do defaults save lives?. *Science*, 302(5649), 1338-1339
- Kahneman, D. e A. Tversky (1979), Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 263-291
- Kahneman, D., J.L. Knetsch e R.H. Thaler (1991), Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias, *The journal of economic perspectives*, 5(1), 193-206
- Köbberling, V. e P.P. Wakker (2005), An index of loss aversion, *Journal of Economic Theory*, 122(1), 119-131
- Madrian, B. C. e D.F. Shea (2001), The power of suggestion: Inertia in 401 (k) participation and savings behaviour, *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1149-1187
- Mankiw, N. G. e S.P. Zeldes, S. (1991), The consumption of stockholders and nonstockholders, *Journal of financial Economics*, 29(1), 97-112
- Mehra, R. e E.C. Prescott (1985), The equity premium: A puzzle, *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145-161
- Mehra, R. e E.C. Prescott (2003), The equity premium in retrospect, *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 889-938
- Samuelson, W. e R. Zeckhauser (1988), Status quo bias in decision making, *Journal of risk and uncertainty*, 1(1), 7-59
- Thaler, R. (1985), Mental accounting and consumer choice, *Marketing science*, 4(3), 199-214
- Thaler, R. H. (2015), *Misbehaving: The making of behavioral economics*, WW Norton Et Company
- Thaler, R.H. e S. Benartzi (2004), Save more tomorrow™: Using behavioral economics to increase employee saving, *Journal of political Economy*, 112(S1), S164-S187
- Thaler, R.H., A. Tversky, D. Kahneman e A. Schwartz (1997), The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test, *The Quarterly Journal of Economics*, 647-661
- Tom, S.M., C.R. Fox, C. Trepel e R.A. Poldrack (2007), The neural basis of loss aversion in decision-making under risk, *Science*, 315(5811), 515-518
- Tversky, A. e D. Kahneman (1992), Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty, *Journal of Risk and uncertainty*, 5(4), 297-323

Uno sguardo al labirinto del rischio

C. Lucarelli(*)

*The mathematical concept of probability
arose from the endeavour to render objective, as far as possible,
the subjective expectation of a single event.*

(Wolfgang Pauli, *Probability and Physics*, 1952)

1 Introduzione

Le scelte umane sono spesso decisioni in condizioni di incertezza. Alcune situazioni incerte sono inevitabili perché indissolubilmente legate alla nostra condizione esistenziale. Altre sono provocate intenzionalmente dal nostro comportamento.

L'incertezza è correlata analiticamente al concetto di probabilità. Quando l'incertezza attiene alle probabilità degli esiti possibili si usa definirla come «*ambiguity*» (incertezza non misurabile). Una situazione di *ambiguity* si presenta quando il decisore ignora le frequenze statistiche degli eventi che influenzano la decisione, o quando non sono possibili calcoli *a priori* (Knight, 1921). Nel caso in cui, invece, l'esito è incerto ma le probabilità degli esiti possibili sono conoscibili e misurabili si usa parlare di «*rischio*».

(*) Caterina Lucarelli è Professore Ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso il Dipartimento di Management dell'Università Politecnica delle Marche. Dal 2007, in veste di Coordinatore nazionale di un progetto di ricerca finanziato dal Ministero dell'Università e della Ricerca, approfondisce una serie di temi centrati sui comportamenti in presenza di rischio e incertezza, che spaziano dalla finanza mobiliare (teoria del portafoglio, valutazione degli investimenti e della tolleranza al rischio), alle assicurazioni, al comportamento dei consumatori. Più recentemente, si è dedicata ai temi afferenti alle differenze di genere rispetto a finanza, talento imprenditoriale e sviluppo imprenditoriale.

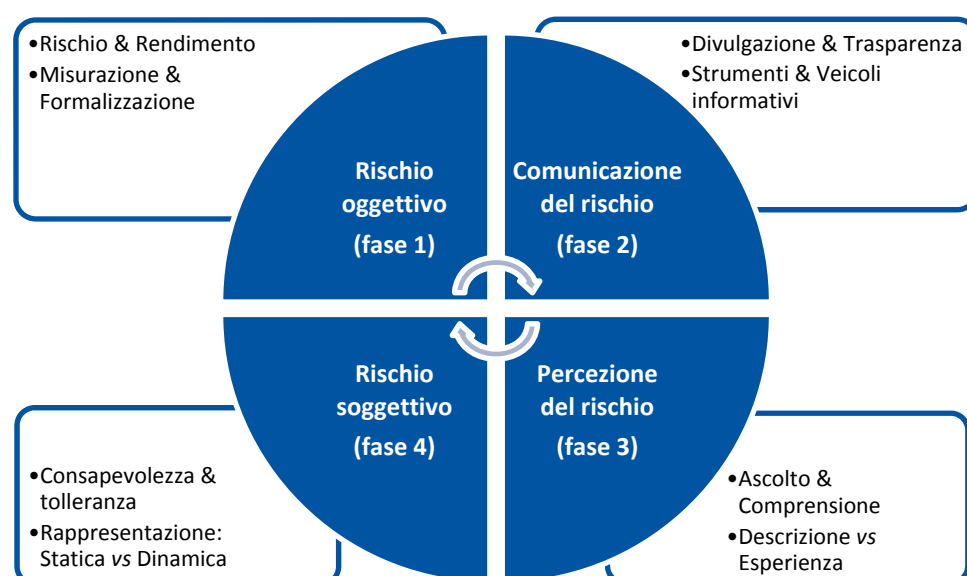
Email: c.lucarelli@univpm.it

L'autore ringrazia gli amici e i colleghi che hanno condiviso opinioni, commenti e suggerimenti sull'anteprima della presente nota: Umberto Filotto, Camilla Mazzoli, Nicoletta Marinelli, Cristiana Cardi, Sabrina Severini e Francesco James Mazzocchi.

Il presente lavoro analizza il processo decisionale in condizioni di rischio. Sul piano epistemologico, qualsiasi decisione rischiosa implica una valutazione simultanea del rischio oggettivo (ossia, del rischio connesso alle caratteristiche intrinseche della scelta) e del rischio soggettivo (ossia, del rischio percepito dal singolo decisore; Figura 1)¹.

Il rischio soggettivo implica una ulteriore considerazione preliminare: il comportamento in condizioni di rischio è strettamente legato al 'dominio' della scelta perché gli individui possono adottare decisioni molto diverse, in termini di assunzione o rifiuto del rischio, in ragione dell'ambito in cui si trovano a decidere: salute, abitudini di guida, scelte professionali, tempo libero e finanza (Nicholson *et al.*, 2005).

Figura 1 – Approccio epistemologico nell'analisi del rischio finanziario



Fonte: elaborazioni dell'autore.

Nell'ambito della finanza mobiliare, il rischio guida, da un lato, la produzione e la distribuzione di prodotti finanziari e, dall'altro lato, le decisioni di investimento. Il 'dominio-finanza' costituisce, pertanto, un ambiente adatto, per sua natura, a verificare la validità dell'approccio epistemologico nell'analisi del rischio illustrato in Figura 1. Con queste righe, si intende stimolare una riflessione sui principali ostacoli che gli individui sperimentano nelle scelte di investimento, tenendo conto dell'interazione dialettica tra rischio oggettivo e rischio soggettivo.

1 L'affermazione è in linea con gli sviluppi delle conoscenze umane sulla Natura, a partire dalle scoperte compiute agli inizi del XX secolo nel campo della fisica subatomica e della meccanica quantistica.

2 Il percorso *ideale* per la dialettica tra rischio oggettivo e rischio soggettivo

L'investimento in un prodotto finanziario rischioso si giustifica con l'aspettativa di un rendimento. La classica relazione positiva rischio-rendimento normalmente non viene messa in discussione: maggiore è il rischio che un investitore sopporta per un investimento, maggiore è la ricompensa che questi si aspetta, in termini di rendimento. Sul piano pratico, il rischio può legarsi alla probabilità di perdere il capitale investito, ma la rischiosità dei prodotti finanziari viene 'formalizzata' in modo più preciso. In sostanza, il rischio viene oggettivato attraverso 'espressioni', o *formule*, ognuna delle quali cattura però una dimensione di rischio diversa: la variabilità rispetto al valore medio dei rendimenti attesi, ad esempio, o la perdita che può verificarsi in determinate condizioni, la massima perdita probabile, un rendimento effettivo inferiore a quello atteso, o inferiore rispetto a un obiettivo di riferimento.

La regolamentazione in materia di informativa finanziaria prescrive che le caratteristiche del prodotto, ovvero i rischi e i rendimenti attesi dall'investimento, siano comunicate ai potenziali investitori attraverso strumenti e veicoli informativi idonei a fornire ai risparmiatori le informazioni utili alla scelta. Le autorità competenti sono particolarmente sensibili ai temi dell'informazione finanziaria e della trasparenza, raccomandando sistematicamente agli investitori di leggere e analizzare i documenti informativi disponibili (IFF Research e YouGov 2009; ESAs JC 2015). D'altra parte è noto anche che ogni programma volto a sensibilizzare il pubblico verso un messaggio di comunicazione deve valutare le criticità connesse alla percezione soggettiva (qui, del rischio), che rende imperscrutabile *cosa e quanto* di quella comunicazione venga realmente compreso dai destinatari (Ragnar, 2010).

In un mondo ideale, l'approccio epistemologico sopra delineato dovrebbe prevedere che il processo di assunzione del rischio finanziario avvenga perfezionando una serie di fasi, secondo questo ordine. Innanzitutto, gli operatori che creano i prodotti finanziari dovrebbero attuare una corretta formalizzazione delle caratteristiche oggettive del rischio del prodotto finanziario offerto, nelle angolature diverse da cui esso può essere osservato, assieme al suo rendimento atteso (fase 1). Successivamente queste rappresentazioni del rischio dovrebbero essere comunicate chiaramente al pubblico degli investitori (fase 2). In questo mondo ideale, ci si attende che una simile comunicazione finanziaria sia perfettamente compresa da risparmiatori pienamente consapevoli del rischio che assumono quando decidono di investire (fase 3). Il livello di rischio assunto con l'investimento dovrebbe, in ultima istanza, risultare adeguato alla propensione al rischio individuale (il rischio che si *intende* assumere) ma anche coerente con la capacità economico-patrimoniale di 'sopportarne' le evoluzioni non favorevoli, preservando l'appagamento del risparmiatore-investitore (fase 4).

3 Il percorso *reale* nella dialettica tra rischio oggettivo e rischio soggettivo: alcune criticità

Sfortunatamente, la vita reale mostra che i percorsi decisionali degli esseri umani non sono prevedibili e deviano sistematicamente dai percorsi ideali auspicabili. A ogni fase del percorso che va dal rischio *oggettivo* al rischio *soggettivo* (rischio oggettivo => comunicazione del rischio => percezione del rischio => rischio soggettivo) si associano talune criticità derivanti dalla complessità del nostro modo di essere. Negli ultimi quarant'anni, inoltre, le evidenze empiriche multi-disciplinari hanno messo in dubbio, a volte drammaticamente, la solidità delle basi teoriche secondo le quali una scelta di investimento conduce sempre a un equilibrio desiderato.

Solo per accennare a qualche evidenza, partiamo dal primo assunto, ovvero quello in base al quale la relazione rischio-rendimento atteso è positiva (fase 1). È sempre vero che gli individui che assumono un rischio maggiore lo fanno perché hanno razionalmente verificato che il rendimento atteso da quell'investimento è più alto? La validità di questa relazione è stata messa in dubbio da una serie di studi clinici e fisiologici dai quali alcuni autori, come Loewenstein *et al.* (2001), hanno elaborato il concetto di *risk-as-feelings*. Assumere rischio vuol dire provare emozioni e investimenti rischiosi possono essere preferiti per le sensazioni che si provano nel compiere queste decisioni. La scienza, infatti, ci offre evidenza per cui, quando si prendono decisioni rischiose, le emozioni possono condurre a scelte che spesso divergono da quelle che sarebbero derivate da una valutazione del rischio in una logica puramente cognitiva. Ne consegue che l'ammissione del ruolo delle emozioni nei processi decisionali può mettere in dubbio l'assioma della relazione positiva rischio-rendimento. È lecito domandarsi, infatti, se quando si assume un rischio si ricerchi unicamente una gratificazione in termini di *denaro*. Una scelta rischiosa può essere indotta, invece, dalla ricerca dell'esaltazione, del brivido o del piacere, oppure anche dall'inseguimento della fantasia di poter cambiare la propria vita con un po' di fortuna. Tale riflessione rimanda al pensiero di Jeremy Bentham (1789), fondatore dell'utilitarismo, che ha descritto l'utilità come la somma di piacere, benessere e felicità derivanti da un'azione, al netto della sofferenza e del dolore del soggetto che agisce. Nei secoli successivi, l'impossibilità di quantificare la 'felicità' ha portato a una semplificazione delle teorie dell'utilità, per cui si è giunti a ipotizzare che il processo decisionale sia guidato dall'ottimizzazione di un esito monetario: il denaro viene inteso come approssimazione (semplificazione) della felicità. Quando la tecnologia ha consentito di 'misurare le emozioni' vissute durante i processi decisionali, l'evidenza empirica ha svelato il substrato di 'coerenza' di scelte apparentemente irrazionali, perché gli individui aspirano a massimizzare il valore puramente soggettivo che essi stessi conferiscono alla loro gratificazione (Lucarelli *et al.*, 2015).

Rivelata questa prima grave criticità, ai fini della presente nota continuiamo ad assumere valida la relazione positiva rischio-rendimento in termini monetari. Si viene a considerare quindi la questione della *comunicazione del rischio* (fase 2). Sebbene appaia chiaro che la descrizione di un prodotto finanziario dovrebbe

includere l'illustrazione dei rendimenti attesi e della probabilità di perdita, numerosi studi mostrano che l'efficacia della comunicazione, anche in finanza, dipende dal modo in cui l'informazione è trasmessa e non solo dal contenuto della comunicazione stessa. Strumenti informativi correttamente progettati, come i grafici (Desanctis e Jarvenpaa, 1989) o le tecniche di *priming* di tipo visivo (Wang *et al.*, 2010), sembrerebbero essere in grado di aumentare l'efficacia della comunicazione. Alcuni formati possono, tuttavia, aumentare l'assunzione di rischio da parte degli investitori, come mostrato da Benartzi e Thaler (1999) e Beshears *et al.* (2011), che hanno indagato gli effetti della visualizzazione grafica delle distribuzioni di rendimento, e da Kaufmann *et al.* (2013). I grafici possono 'valere più di mille parole', ma solo se essi sono al servizio di una comunicazione trasparente del rischio (Kurz-Milcke *et al.*, 2008). Weber *et al.* (2005), solo per fare un esempio, hanno mostrato che i rendimenti rappresentati attraverso un grafico della distribuzione, piuttosto che con un grafico a barre, conducono a valutazioni più elevate del rischio, perché il formato della densità di distribuzione accentua la percezione dei valori estremi, inducendo così un effetto ancoraggio che, in definitiva, intensifica il rischio percepito. Il cosiddetto 'effetto attenzione' gioca, dunque, un ruolo cruciale quando un investitore esamina i documenti informativi dei prodotti finanziari: come mostrato da Barber *et al.* (2005) e Barber e Odean (2008), l'attenzione degli investitori è catturata da *'glittering pieces of information'*, ossia da parti dell'informativa particolarmente attraenti. Inoltre, com'è noto da altre discipline che definiscono la complessità insita nell'interazione *'person-task'* (Campbell, 1988), l'elaborazione di informazioni che precede la decisione è una funzione della complessità (Payne, 1976). Coerentemente, Gentile *et al.* (2015) hanno riscontrato l'evidenza empirica dell'impatto della complessità sul rischio percepito, rilevando che più le informazioni appaiono complesse, più risulta alto il rischio percepito del prodotto finanziario.

Passiamo, ora, al punto legato alla *percezione del rischio* (fase 3). Kurz-Milcke *et al.*, (2008; p.18) affermano: «*Why is it that the public can read and write but only a few understand statistical information? Why are elementary distinctions, such as that between absolute and relative risks, not better known? In the absence of statistical literacy, key democratic ideals, such as informed consent and shared decision making in health care, will remain science fiction*». Gli autori si riferiscono a un ambito non finanziario, cioè alla percezione di una informazione diffusa con il fine di prevenire patologie quali il cancro. Tuttavia, essi ribadiscono che i programmi di comunicazione, specie se legati a concetti di rischio, dovrebbero riflettere attentamente su quanto è percepito dagli individui cui la comunicazione stessa è destinata. Ne consegue che, indipendentemente dal tipo di rischio comunicato, un'attenzione particolare deve essere volta alla criticità del se e del come questo rischio viene compreso. Gentile *et al.* (2015) hanno raccolto evidenza del fatto che la semplificazione del veicolo/strumento informativo potrebbe non essere sufficiente a garantire una corretta percezione del rischio. L'eterogeneità degli investitori – in termini di caratteristiche socio-demografiche, alfabetizzazione finanziaria, tratti personali o inclinazioni verso *bias* comportamentali – pongono dubbi sull'esistenza di una modalità ottimale di rappresentazione dell'informazione, ossia di un approccio 'indifferenziato' in grado di garantire che tutti i destinatari comprendano le

caratteristiche dei prodotti finanziari e ne percepiscano correttamente i rischi. Tali evidenze confermano quanto già noto in letteratura: «*the utility of a particular type of information cannot be effectively evaluated apart from the users of that information*» (Dermer, 1973, p. 518). Una soluzione virtuosa può essere quella di fornire più di una rappresentazione delle stesse caratteristiche di rischio/rendimento di un prodotto finanziario, come suggerito da alcuni studiosi (Diacon e Hasseldine, 2007). La forte influenza di *framing*, ancoraggio ed effetto attenzione suggerisce, difatti, che la percezione del rischio può anche essere *orientata*. In casi estremi, paradossalmente, le *modalità* di rappresentazione del rischio possono essere *manipolate* per influenzare la stessa percezione del rischio.

In che modo le persone apprendono il rischio? Una parte di letteratura sui processi decisionali in condizioni di rischio individua due vie fondamentalmente diverse: *descrizione* versus *esperienza* (si veda, tra gli altri, Hertwig *et al.*, 2004). Nel primo caso, il rischio viene appreso perché è descritto in maniera sintetica, ossia tramite l'illustrazione dei rendimenti e l'indicazione delle probabilità espressamente associate ai possibili esiti. Nel secondo caso, il rischio viene appreso attraverso una esperienza data dalla presentazione al potenziale investitore di una serie di esiti possibili. In base alla sperimentazione di questi esiti si chiede al soggetto interessato di esprimere un giudizio sulle probabilità sottese. È stato verificato che le scelte delle persone sono condizionate dalla percezione degli *eventi rari*, che può avvenire attraverso due processi cognitivi alternativi, di *sopravvalutazione* o *sottovalutazione* del rischio (Hertwig e Erev, 2009). Una conseguenza eclatante di ciò è che gli individui si trovano ad assumere il rischio in modo differente a seconda che esso venga appreso in modo descrittivo o esperienziale. Quando prendono decisioni sulla base di una descrizione del rischio, le persone sopravvalutano la probabilità di eventi rari, come illustra la Teoria del prospetto (Kahneman e Tversky, 1979), e sono meno disposti ad assumere rischi. Viceversa, quando prendono decisioni a partire da un apprendimento esperienziale del rischio, le persone sottovalutano la probabilità di eventi rari e diventano più propense ad assumere rischi (Hertwig *et al.*, 2004; Kaufman *et al.*, 2012).

Queste evidenze impongono interrogativi sulla consapevolezza degli individui rispetto alla propria propensione al rischio (fase 4). Quanto può essere attendibile inferire la propensione ad assumere rischi sulla base delle scelte di investimento osservate? Gli individui sono in grado di auto-valutare la propria propensione al rischio? La propensione al rischio individuale è influenzata dalla capacità personale, o familiare, di 'sopportare' le conseguenze economico-finanziarie degli esiti non favorevoli? L'avversione/propensione al rischio è stabile nel tempo o influenzata da condizioni endogene ed esogene?

Per le prime due questioni, solo per citare alcune ricerche, si riportano le evidenze raccolte esaminando un gruppo di adulti tra i più ampi studiati fino ad oggi, attraverso la misurazione dell'attivazione emotiva durante processi decisionali in condizioni di rischio (Lucarelli *et al.*, 2015). Replicando l'apprendimento esperienziale del rischio in laboratorio, in questa ricerca è stato chiesto agli intervistati di attuare scelte d'investimento in un'ottica di portafoglio. Lucarelli *et al.* (2016) hanno rilevato

che, se osservati rispetto alla fenomenologia esteriore del rendimento e del rischio delle scelte effettuate, i comportamenti dei soggetti coinvolti nel campione di ricerca esprimono propensione al rischio, proprio come ci si aspetterebbe da questo tipo di processo di apprendimento (Hertwig *et al.*, 2004; Kaufman *et al.*, 2012). Tuttavia, si è scoperto che gli stessi individui risultano avversi al rischio laddove i parametri delle loro scelte sono aggiustati per tenere conto delle loro esperienze emotive. Questo risultato è valido se si assume che il rischio sia mentalmente rappresentato dagli individui con la formula della deviazione standard. Sarebbe impensabile, tuttavia, cercare di individuare la formula che ciascun individuo applica mentalmente per rappresentare il rischio, se non attraverso approcci sperimentali. Lucarelli *et al.* (2016) hanno comparato l'efficacia descrittiva dei comportamenti osservati in relazione a diverse rappresentazioni del rischio: deviazione standard dei rendimenti, *value at risk* al 95% di livello di confidenza, *conditional value at risk* al 95% e *maximum drawdown*. In base ai calcoli degli autori, solo la deviazione standard funziona nell'offrire una rappresentazione dei comportamenti attuati nell'ambito del processo decisionale statisticamente diversa dalle altre formule di rischio.

Nell'ambito delle medesime condizioni di laboratorio, Lucarelli, Brighetti e Uberti (2015) hanno studiato la capacità degli individui di definire la propria propensione al rischio. Gli autori, in particolare, hanno comparato la classificazione della propensione al rischio risultante da un questionario standard sulla tolleranza al rischio, da un lato, con le evidenze di indagini psicofisiologiche dall'altro. Dall'analisi è emerso che le persone tendono a classificare erroneamente la propria effettiva tolleranza al rischio e che spesso si definiscono come avverse al rischio, mentre la loro esperienza emotiva le porta a comportarsi da amanti del rischio, e viceversa. Fortunatamente, sembra che la presenza di vincoli esterni legati a presenza di familiari a carico, livello di reddito e standard di vita possono riallineare l'atteggiamento emotivo verso il rischio all'effettiva capacità economico-patrimoniale del decisore (Lucarelli e Brighetti, 2010).

Se le condizioni esterne possono, dunque, agire con una certa efficacia nel mediare l'atteggiamento emotivo verso il rischio, si può affermare che quest'ultimo è stabile nel tempo? In altre parole, l'avversione al rischio rimane costante ogni giorno, per tutta la vita? Sfortunatamente, la risposta è no. A titolo di esempio, Lerner e Keltner (2001) hanno evidenziato che la paura e la rabbia sono stati emotivi che influenzano le preferenze verso il rischio in maniera diversa: le persone intimorite tendono a mostrarsi avverse al rischio, mentre le persone in collera, analogamente alle persone felici, tendono a compiere scelte orientate alla ricerca di rischio.

Anche il contesto decisionale può influenzare il contenuto della decisione. Kirchler *et al.* (2017) mostrano che quanto più ristretti sono i tempi in cui la scelta deve essere compiuta tanto più salgono l'avversione al rischio nel dominio dei guadagni e l'assunzione di rischio nel dominio delle perdite; in altre parole tempi pressanti aumentano l'effetto riflesso della Teoria del prospetto. Tale risultato appare più solido con riferimento alle perdite e non emergono evidenze significative tra il tempo dedicato alla scelta e il livello di avversione alle perdite.

Infine, anche la percezione degli incentivi influenza l'assunzione di rischio. A titolo esemplificativo, gli studi empirici in laboratorio di Kirchler *et al.* (2016) mostrano che sia i ranking sia i *tournament incentives* inducono i gestori di fondi sottoperformanti ad assumere rischi maggiori, laddove studenti che non sono abituati a questa forma di competizione, nelle stesse condizioni di laboratorio, non adattano i propri comportamenti rischiosi.

4 La conoscenza del rischio è un labirinto: e allora?

Questa breve nota mostra che gli individui spesso possono non essere consapevoli della propria avversione/propensione al rischio. Possono anche – il che è peggio – tendere a compiere una scelta rischiosa essendo soggettivamente convinti di compiere una scelta prudente. La percezione del rischio può inoltre essere distorta dalle informazioni finanziarie che essi (non?) comprendono.

Pertanto, come evidenziato da Han, Lerner e Keltner (2007), la ricerca sui comportamenti in condizioni di incertezza potrebbe giovare al benessere degli investitori aumentando la consapevolezza della componente emotiva delle loro decisioni, in una sfida di *'awareness of unawareness'* (Ma e Schiffer, 2017). Questa consapevolezza dovrebbe essere uno dei pilastri alla base della produzione, distribuzione e regolazione dei prodotti finanziari, oltre che dei programmi di educazione finanziaria.

A margine, si ricorda che un modo semplice per affrontare le trappole della percezione individuale e del processo decisionale è la *'mediazione della soggettività'*: le decisioni migliorano sensibilmente quando le percezioni e le emozioni personali sono condivise *con altri*. Tale *'mediazione'* dovrebbe coinvolgere i professionisti del mondo finanziario (consulenti finanziari, *private banker* o chiunque incaricato della vendita/distribuzione di prodotti finanziari), i quali dovrebbero supportare i clienti nell'estrapolare le informazioni essenziali dalla mole di contenuti messi a loro disposizione e, infine, potrebbero agire per promuoverne un *debiasing* (Kahneman e Riepe, 1998; Linciano, 2010).

In conclusione, la consapevolezza della dialettica del rischio oggettivo-soggettivo dovrebbe annoverarsi costantemente fra gli obiettivi educativi dei programmi mirati all'alfabetizzazione degli investitori.

L'ovvia domanda finale, a parere di chi scrive, è: non sarebbe utile includere questi obiettivi educativi anche nei programmi di formazione destinati ai professionisti che prestano assistenza/consulenza ai clienti *retail* nei loro processi decisionali?

Bibliografia

- Barber, B., T. Odean e L. Zheng (2005), Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flow, *Journal of Business* 78, 2095-2119
- Barber, B.M. e T. Odean (2008), All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors, *The Review of Financial Studies*, V. 21 (2), 785-818
- Benartzi S. e R. Thaler (1999), Risk aversion or myopia? Choices in repeated gambles and retirement investments, *Management Science* 45(3), 364-381
- Beshears J., J.J. Choi, D. Laibson e B.C. Madrian (2009), How does simplified disclosure affect individuals' mutual fund choices?, Working Paper 14859, National Bureau Of Economic Research
- Campbell D.J. (1988), Task Complexity: A Review and Analysis, *The Academy of Management Review*, Vol. 13, No. 1, 40-52
- Dermer J.D. (1973), Cognitive Characteristics and the Perceived Importance of Information, *The Accounting Review*, Vol. 48, No. 3 (Jul., 1973), 511-519
- Desanctis G. e S.L. Jarvenpaa (1989), Graphical representation of accounting data for financial forecasting: an experimental investigation, *Accounting, Organizations and Society*
- Diacon S. e J. Hasseldine (2007), Framing effects and risk perception: The effect of prior performance presentation format on investment fund choice, *Journal of Economic Psychology*, vol. 28, 31-52
- ESAs JC (Joint Committee of the European Supervisory Authorities – EBA, EIOPA and ESMA) (2015), Technical Discussion Paper on risk, performance scenarios and cost disclosures for Key Information Documents (KIDs) for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs), <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library>
- Gentile M., N. Linciano, C. Lucarelli e P. Soccorso (2015), Financial Disclosure, Risk Perception and Investment Choices: Evidence from a Consumer Testing Exercise, *Research Papers*, No. 82, Consob, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2616277> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2616277>
- Han S., J.S. Lerner e D. Keltner (2007), Feelings and Consumer Decision Making: The Appraisal-Tendency Framework. *Journal of consumer psychology* 17(3): 158-168
- Hertwig R. e I. Erev (2009), The description-experience gap in risky choice, *Trends Cognitive Science*. 13(12):517-523
- Hertwig R, G. Barron, E.U. Weber e I. Erev (2004), Decisions from experience and the effect of rare events in risky choice, *Psych. Sci.* 15(8):534-539
- IFF Research, YouGov (2009), UCITS Disclosure Testing Research Report, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/investor_information/index_en.htm
- Kaufmann C., M. Weber e E. Haisley (2013), The role of experience sampling and graphical displays on one's investment risk appetite, *Management science*, Vol. 59, No. 2, 323-340
- Kahneman D. and M.W. Riepe (1998), Aspects of Investor Psychology, *The Journal of Portfolio Management*, 52-65
- Kahneman, D. e A. Tversky (1979), Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 263-291
- Kirchler M., D. Andersson., C. Bonn., M. Johannesson., E. Ø Sørensen., M. Stefan, G. Tinghög e D. Västfjäll (2017), The effect of fast and slow decisions on risk taking, *Journal of Risk and Uncertainty*, v.54, Issue 1, 37-59
- Kirchler, M., F. Lindner e U. Weitzel, Rankings and Risk-Taking in the Finance Industry (13 febbraio 2017). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2760637> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2760637>
- Knight, F.H. (1921), Risk, Uncertainty, and Profit, Hart, Schaffner and Marx Prize Essays, no. 31, Houghton Mifflin, Boston and New York
- Kurz-Milcke E., G. Gigerenzer G. e L. Martignon L. (2008), Transparency in Risk Communication Graphical and Analog Tools, *Annals of the New York Academy of Sciences*, 1128: 18-28
- Lerner J.S., e D. Keltner (2001), Fear, anger, and risk, *Journal of Personality and Social Psychology* 81: 146-159
- Loewenstein, G.F., E.U. Weber, C.K. Hsee e N. Welch (2001), Risk as Feelings, *Psychological Bulletin* 127: 267-286
- Linciano N. (2010), Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail, *Research Papers* no. 66, Consob
- Lucarelli, C., e G. Brighetti (eds) (2010), Risk tolerance in financial decision making- The economics and the neuroscience perspective, Palgrave Macmillan, UK, ISBN-10: 0230281133 ISBN-13: 9780230281134
- Lucarelli, C., P. Uberti e G., Brighetti (2015), Misclassifications in Financial Risk Tolerance, *Journal of Risk Research*. Volume 18, Issue 4, 467-482
- Lucarelli, C., G. Brighetti, P. Uberti e M. Maggi (2015), Risky choices and emotion-based learning, *Journal of Economic Psychology*, 49: 59-73

- Lucarelli, C., M. Maggi e P. Uberti (2016), Risk Seeking or Risk Aversion? Phenomenology and Perception. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2724635> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2724635>
- Ma, V. e B.C. Schiffer (2017), Does exposure to unawareness affect risk preferences? A preliminary result, *Theory and Decision*, 83 (2): 245-257
- Nicholson, N., E. Soane, M. Fenton-O'Creevy e P. Willmon (2005), Personality and Domain Specific Risk Taking, *Journal of Risk Research* 2: 157-176
- Payne, J.W. (1976), Task Complexity and Contingent Processing in Decision Making: An Information Search and Protocol Analysis, *Organizational Behavior and Human Performance* 16, 366-387
- Pauli W. (1952), Probability and Physics in *Writings on Physics and Philosophy*, edited by Enz, C.P. and K. von Meyenn (1994), Springer Nature, 43-48
- Ragnar E.L. 2010, Risk communication guidelines for Europe: a modest proposition, *Journal of Risk Research* 13:1: 87-109
- Wang M., C. Keller e M. Siegrist (2011), The Less You Know, the More You Are Afraid of. A Survey on Risk Perceptions of Investment Products, *Journal of Behavioural Finance*, 12:1, 9-19
- Weber E.U., N. Siebenmorgen e M. Weber (2005), Communicating asset risk: How name recognition and the format of historic volatility information affect risk perception and investment decision. *Risk Analysis*, 25, 3, 597-609

Rischio finanziario, incertezza e ansia

Il ruolo del pensiero episodico futuro

G. Brighetti(*)

Le mie riflessioni sul processo decisionale in condizioni di rischio e del suo legame con l'incertezza prendono le mosse da taluni principi di psicologia cognitiva (con particolare riferimento al concetto di tempo), dalla teoria della probabilità soggettiva e dal quadro concettuale delle false credenze in psicologia clinica. I limiti che vincolano questi tre ambiti della conoscenza, ossia i *ligandi* che stabiliscono una sorta di ormeggio, sono rappresentati dalla situazione socio-culturale in cui si muovono i decisori finanziari e dipendono da un'interazione non lineare tra gli eventi.

1 Mentalità economica e teorie della probabilità

Vorrei cominciare richiamando alcuni temi dell'ampio dibattito che continua a impegnare i promotori delle teorie economiche neoclassiche e comportamentali (fra queste ultime, la Teoria del prospetto, lo sconto iperbolico e le funzioni di utilità sociale), definite da Bert e Gigerenzer (2010) come «*almost surely wrong as descriptions of true psychological processes*».

Berg e Gigerenzer (2010), nella loro critica alle teorie di cui sopra, citano il contributo fondamentale di Allais (1953) che elenca, in quattro punti, i componenti di ogni teoria realistica delle scelte rischiose:

- 1) la distinzione tra valori economici e psicologici;
- 2) la divergenza tra probabilità oggettive e probabilità soggettive;
- 3) l'aspettativa matematica dei valori psicologici (la media della distribuzione di probabilità dei valori psicologici);
- 4) la dispersione (varianza) e le proprietà generali della distribuzione di probabilità dei valori psicologici («*Properties of the form of the probability distribution of psychological value*», Allais, 1953, p. 504).

(*) Gianni Brighetti è Professore associato di Psicologia generale presso la sede di Milano della Sigmund Freud University Wien-Milan. Da 2005 al 2010 è stato Direttore della Scuola di specializzazione in psicologia della salute dell'Università di Bologna. In collaborazione con studiosi di economia e finanza, ha partecipato a numerose ricerche nel campo della percezione del rischio associato agli investimenti finanziari, pubblicate su riviste internazionali e in collettanee.

Email: gianni.brighetti@unibo.it; g.brighetti@milano-sfu.it

Anche in base a dati empirico-sperimentali (Gigerenzer, 2008), Gigerenzer e Brighton (2009), contrappongono il ragionamento euristico alla logica formale e sostengono che le euristiche siano processi cognitivi efficienti:

«Heuristics are efficient cognitive processes that ignore information. In contrast to the widely held view that less processing reduces accuracy, the study of heuristics shows that less information, computation, and time can in fact improve accuracy.»

Homo heuristicus has a biased mind and ignores part of the available information, yet a biased mind can handle uncertainty more efficiently and robustly than an unbiased mind relying on more resource-intensive and general-purpose processing strategies.

By the end of the 20th century, the use of heuristics became associated with shoddy mental software, generating three widespread misconceptions:

- 1. Heuristics are always second-best.*
- 2. We use heuristics only because of our cognitive limitations.*
- 3. More information, more computation, and more time would always be better.»*

(Gigerenzer and Brighton, 2009; p. 109)

Sulla scia di tali interessanti affermazioni, il presente lavoro si concentra sul concetto di probabilità soggettive elaborato dal grande matematico Bruno De Finetti (De Finetti, 1930; De Finetti, 1933).

La teoria della 'probabilità soggettiva' di De Finetti ha portato a un acceso dibattito tra i matematici in merito al calcolo della probabilità in termini oggettivi, per cui la probabilità che si verifichi un evento è oggettiva quando è reale, misurabile e osservabile da tutti gli individui nello stesso modo. Per De Finetti la probabilità pone seri problemi di misurazione notevolmente diversi da soggetto a soggetto, in relazione alle convinzioni individuali. Secondo De Finetti, la 'verità' di un'affermazione può essere compresa in due modi: o in senso oggettivo, come conformità a una realtà esterna concepita quale indipendente da noi, o in senso soggettivo, ossia nel senso di un allineamento rispetto a opinioni, impressioni e sensazioni individuali.

La distinzione tra oggettivo e soggettivo prende in considerazione, ad esempio, le tavole di verità della logica formale, per cui il valore semantico e referenziale degli enunciati è indifferente, purché esse obbediscano alle regole formali.

Quindi, se Socrate è un uomo e gli uomini sono mortali, Socrate è mortale, ma se Socrate è un albero e gli alberi sono serpenti, Socrate è un serpente. Bene, ha perfettamente senso!

Continua De Finetti: *«Spesso, non sappiamo se molte asserzioni, o enunciati, sono 'veri' o 'falsi' (per esempio, per tutto ciò che riguarda gli eventi futuri). Sappiamo solo se sono più o meno probabili. Anche qui, ci sono due alternative: concepire una*

simile valutazione di probabilità come avente un senso oggettivo, o come avente unicamente un senso soggettivo. Si cerca quasi sempre, anche con molti sforzi, di convincersi dell'esistenza di un significato oggettivo, ma tutti questi sforzi si sono sempre rivelati fallimentari, dunque è vero che nessuna definizione del concetto di probabilità è mai riuscita a imporsi o affermarsi».

E, infine: «Il calcolo di probabilità è la logica del probabile. La logica formale insegna a dedurre la verità o falsità di specifiche conseguenze dalla verità di specifiche premesse, quindi il calcolo di probabilità insegna a dedurre la maggiore o minore probabilità di specifiche conseguenze dalla maggiore o minore probabilità di specifiche premesse. Per chi attribuisce un significato oggettivo alla probabilità, il calcolo di probabilità dovrebbe avere un significato oggettivo e i suoi teoremi dovrebbero esprimere proprietà che sono soddisfatte sul campo, nella vita reale. Ma è inutile fare simili ipotesi. Limitatevi semplicemente alla concezione soggettiva di un dato evento, ossia considerate la probabilità come un livello di fiducia sentito da un dato individuo rispetto al futuro verificarsi di un dato evento: si può mostrare che i teoremi conosciuti del calcolo di probabilità sono condizioni necessarie e sufficienti perché le opinioni di un dato individuo non sono intrinsecamente contraddittorie e incoerenti» (p. 261).

Se la verità è concepita in modo oggettivo, la logica appare come una proprietà del mondo reale, una sorta di legge esterna che governa la verità o la falsità di specifici enunciati in senso oggettivo. Se ci si limita all'aspetto soggettivo, la logica si occupa solo dei processi mentali e insegna solo la coerenza del pensiero con se stesso. Questo secondo significato è più generale e ampio dell'altro, perché indipendente da qualsiasi chiarimento specifico del valore da assegnare al concetto di 'vero' o 'falso' (De Finetti, 1930; p. 261). Le conseguenze di questo ragionamento complesso possono, certo, condurre a una forma estrema di soggettivismo. Tuttavia, vorrei cercare di calarle nelle affermazioni frequenti della gente comune, laddove l'esperienza empirica e la sperimentazione di nessi di causalità sono condotti sulla base dei pochissimi casi offerti dall'esperienza di vita, del ricordo di sconfitte personali e di speranze tradite, o anche di pregiudizi e superstizioni, secondo la logica di una *'fisica naive'* così come definita dal grande psicologo italiano Bruno Bozzi, pressoché dimenticato (Bozzi, 1999).

Si potrebbe affermare che non si sta parlando di economia, ma di un'altra scienza e di una metodologia insufficiente. Eppure, tale fenomenologia basata su un approccio sensoriale appare molto realistica.

L'ultima argomentazione non sembra poi così distante dalle discipline economiche se consideriamo le affermazioni di Thaler (1991), citate in Berg e Gigerenzer (2010), per cui il principale contributo dell'economia comportamentale è costituito dall'individuazione di una serie di 'illusioni' del tutto analoghe alle illusioni ottiche. Thaler interpreta tali 'illusioni' come una fuga indiscutibilmente scorretta dal modo 'razionale' o corretto di prendere decisioni. Si potrebbe comunque riflettere sul fatto che, se è vero che le scelte umane spesso violano gli assiomi della razionalità, questo non necessariamente implica una critica degli assiomi delle scelte razionali quale idea normativa; al contrario, significa solo che molte persone comuni trovano molto semplice aderire a modelli decisionali alternativi. Scrive Thaler, rispetto

all'illusione di Müller-Lyer: *«It goes without saying that the existence of an optical illusion that causes us to see one of two equal lines as longer than the other should not reduce the value we place on accurate measurement. On the contrary, illusions demonstrate the need for rulers!»*.

Secondo la filosofia della Gestalt (ed estendendo l'analogia al campo economico), l'uso di regole non può dar luogo ad alcun tipo di metrica, mentre essa dipende solo dal metodo fenomenologico. Questo significa che il giudizio e, di conseguenza, lo stimolo a compiere una azione dipendono dalla scelta del soggetto percettore e, anche in caso di figure ambigue, può variare continuamente, come nel comportamento di un dipolo magnetico.

Mi soffermerò sulla frase all'interno della citazione più ampia riportata sopra, in merito a *«la probabilità come un livello di fiducia sentito da un dato individuo rispetto al futuro verificarsi di un dato evento»*. Siamo ai confini tra la psicologia cognitiva e la filosofia, perché sebbene dovremmo concordare tutti sul fatto che la costruzione della fiducia dovrebbe basarsi *in primis* su conoscenza, informazioni, valutazione delle circostanze e dell'iterazione di eventi passati, tale considerazione non prova neanche una piccola parte dei molti, clamorosi errori di valutazione che ciascuno di noi compie nella vita reale.

Partendo da alcune considerazioni triviali della psicologia dello sviluppo, dai sogni e dalle speranze adolescenziali, passando a un'età adulta che rapidamente si fa più riflessiva, fino a un'età senile tristemente cosciente, alla fine, sarà il *tempo*, concepito come 'viaggio mentale' (di cui si dirà a breve) quello che manca nella costruzione di ciò che Allais (1953) ha definito *«Properties of the form of the probability distribution of psychological value»*?

È giunto dunque il momento di affrontare il tema della dimensione temporale da un punto di vista psicologico.

2 Sul tempo soggettivo

Come sostengono Nyberg *et al.* (2010), gli esseri umani e, forse, alcune specie animali impiegano gran parte del loro tempo di veglia pensando alle cose successe loro in passato e a immaginare cosa potrà accadere in futuro. Quando tutti questi pensieri riguardano il sé, in qualità di osservatore o partecipante, l'attività, nel quadro delle scienze cognitive, si chiama metaforicamente 'tempo del viaggio mentale'.

Negli ultimi anni, questo stato mentale è stato studiato con le tecniche di *neuroimaging*. Si è chiesto ai soggetti sperimentali di ricordare fatti autobiografici realmente accaduti, poi di immaginare eventi simili che sarebbero potuti accadere in futuro. I risultati ottenuti hanno consentito di evidenziare l'attivazione di reti di collegamenti cerebrali ampiamente estese, con attività di intensità analoga nelle due situazioni di pensiero relative al passato e al futuro.

Nell'ambito del tempo di viaggio mentale, una questione si riferisce al momento in cui si svolge il viaggio metaforico, ossia cos'è e come si caratterizza quel momento in cui il ricordo del passato e l'immaginazione del futuro si collocano in un presente così realistico da attivare emozioni e reazioni fisiche nonostante la consapevolezza del fatto che si tratti di finzione e non di realtà. Tulving (1985), forzando le leggi della fisica classica e probabilmente anche il senso comune, l'ha chiamato '*tempo soggettivo*'. Appare chiaro che, se inseriamo nella dimensione temporale uno spazio di soggettività così significativo, qualsiasi decisione dovessimo o avessimo voluto prendere sarà, o sarà stata, profondamente influenzata non solo dalla nostra emotività e dai nostri sogni, bensì anche dalla nostra possibile valutazione dell'orizzonte dell'evento.

In questa prospettiva soggettiva, pensiamo al futuro dei nostri progetti, della nostra carriera, dei nostri consumi e dei nostri stili di vita. Molti di noi diranno che una simile valutazione del tempo futuro avrebbe bisogno di un robusto realismo correttivo, così di moda nella 'filosofia del realismo' degli ultimi anni, mentre altri potrebbero, ragionevolmente, ribattere: lasciateci almeno sognare!

Ciò significa, per esempio, che la valutazione metrica del futuro, misurabile in modo relativamente preciso, in termini di rotazioni e rivoluzioni del pianeta, diventerebbe una funzione soggettiva di aspettative, speranze e sogni individuali. In questa prospettiva, pericolosamente lisergica, nel caso di investimenti o scelte di pensionamento si ridurrebbero significativamente le possibilità di prevedere gli esiti delle proprie azioni.

In questa chiave interpretativa, Tulving (2002) ha definito 'cronestesia' l'abilità specificamente, o forse solamente, umana, acquisita nell'evoluzione, di essere costantemente consapevoli di passato e futuro. Sempre Tulving (2002) sostiene, molto ragionevolmente, che nel tempo gli esseri umani hanno scoperto che ricordare gli eventi trascorsi li aiutava a sviluppare comportamenti adattivi nel futuro. Tale attitudine, per esempio, può aiutare a distinguere gli amici dai nemici, o a favorire lo sviluppo degli strumenti utili e abbandonare quelli meno utili. Se ci limitiamo a considerare il problema in questi termini funzionali, la relazione tra memoria retrospettiva e prospettica non conduce a conseguenze problematiche per i comportamenti degli individui. Tuttavia, ancora una volta, a creare imbarazzo è il tema della soggettività temporale, così come sottolinea un'osservazione davvero *tranchant* di Szpunar (2011). Szpunar sostiene che il tempo cui ci riferiamo in psicologia non è rappresentato dall'orologio, né dal calendario stabilito dalle scienze fisiche che regolano la maggior parte della nostra vita quotidiana, perché il *passato* e il *futuro*, necessariamente individuati rispetto a un osservatore senziente, non esistono nella realtà fisica, bensì sono prodotti della mente umana.

Nel confronto con le nostre proiezioni sul futuro, l'idea di non essere in grado di contare su una misura o un eventuale strumento che non siano il prodotto della nostra mente appare piuttosto disturbante.

Gli studi di *neuroimaging* di Nyberg *et al.* (2010), D'Argembeau e Van der Linden (2006) e Suddendorf e Corballis (2007) sostengono la teoria per la quale il

tempo di viaggio mentale corrisponde a una funzione neuro-cognitiva in grado di consentire agli esseri umani di proiettarsi nel passato rivivendolo, con un forte effetto di realismo, ma anche di proiettarsi nel futuro per vivere in anticipo eventi non ancora accaduti. Dal punto di vista fisiologico, si è evidenziato che questi viaggi nel *passato* e nel *futuro* hanno caratteristiche fenomenologiche analoghe e attivano le stesse aree cerebrali, come mostrato da uno studio condotto usando la tomografia a emissione di positroni (*Positron emission tomography*, PET) da Okuda Fujii, Ohtake et al. (2003).

Come osservano Lhumann et al. (2008), in campo economico si è discusso a lungo sul fatto che le preferenze temporali siano parzialmente dettate dalla capacità delle persone di immaginare, nonché dalla loro volontà di compiere gli sforzi necessari a farlo. Inoltre, è stato suggerito che la nitidezza di tale immaginazione (o la mancanza della stessa) dovrebbe spiegare la variabilità nelle preferenze temporali tra individui e situazioni (Loewenstein, 1987). Lhumann et al. (2008) hanno analizzato le scelte intertemporali studiando le preferenze individuali rispetto a diversi *pay-off* monetari incerti, immediati o rimandati a un successivo momento, attraverso la tecnica del *neuroimaging* funzionale. Gli autori hanno rilevato una variabilità nelle scelte superiore al 20 per cento. L'aspetto più rilevante è che questa variabilità cattura l'atteggiamento dei soggetti rispetto alla componente 'distanza intertemporale' in sé piuttosto che altri atteggiamenti (ad esempio, l'avversione al rischio) catturati dalla condizione immediata.

Namboodiri et al. (2014), con uno dei più interessanti studi sulla relazione tra comportamenti e ritardi temporali, sostengono che nessuna teoria e nessun modello possono spiegare sistematicamente la mole di dati sul processo decisionale intertemporale, per la loro incapacità di razionalizzare il comportamento e per l'assenza di vincoli realistici dal punto di vista biologico, e soprattutto perché le teorie del processo decisionale intertemporale e della percezione del tempo sono ampiamente indipendenti e non cercano di razionalizzare entrambi in un singolo modello. È interessante notare che questi ricercatori hanno ripetuto un concetto qui già citato: l'attribuzione di un valore a una gratificazione distante nel tempo ha bisogno di una rappresentazione della distanza temporale. Questa rappresentazione del tempo è soggettiva, com'è anche noto che la percezione del tempo varia negli e tra gli individui e che gli errori nella rappresentazione del tempo aumentano con l'intervallo oggetto di rappresentazione.

Il Modello di Namboodiri et al. (2014) non raggiunge lo scopo ambizioso di costruire una teoria convincente e completa del processo decisionale intertemporale né della percezione del tempo. Ha tuttavia il merito di offrire un'elaborazione algoritmica del problema, che pare fornire buoni livelli di predizione nelle prove sperimentali.

3 Memoria prospettica, processo decisionale, incertezza/ansia

Dopo le riflessioni in merito alla capacità degli individui di valutare la probabilità e di percepire il tempo, si devono mettere in luce i collegamenti con il costrutto psicologico dell'ansia e dell'incertezza. Come hanno scritto Asp *et al.* (2013), l'incertezza è un costrutto ampio. Nel campo del processo decisionale, per esempio, l'incertezza si può suddividere in dimensioni distinte, che includono l'incertezza sensoriale, l'incertezza dello stato, l'incertezza delle regole e l'incertezza degli esiti.

L'incertezza cattura meglio gli aspetti soggettivi della condizione interiore dell'individuo, pertanto compare più frequentemente nella letteratura sui disturbi d'ansia negli esseri umani. La componente principale dell'incertezza è indissolubilmente legata all'esperienza fenomenologica dell'ansia dovuta a eventi futuri imprevedibili. L'incertezza rende difficile prepararsi adeguatamente agli eventi futuri: la persona deve mirare a un equilibrio tra le azioni preparatorie più efficienti (ma probabilmente inadeguate) e quelle più efficaci (ma probabilmente non necessarie). L'ansia e i disturbi clinici si associano a interruzioni di vari processi del comportamento preparatorio rispetto a minacce imprevedibili.

L'incertezza rispetto a una futura, possibile minaccia turba la nostra capacità di evitarla o mitigarne l'impatto negativo, causando ansia.

Recentemente, un interessante lavoro di Grupe e Nitschke (2013) ha sottolineato che *«anticipatory processes serve an adaptive function when executed at a level commensurate with the likelihood and severity of threat, but can be maladaptive when conducted excessively»*. Gli autori aggiungono anche che, sebbene le informazioni sulla probabilità, la tempistica e la natura di un probabile evento negativo futuro possano favorire un'allocazione migliore delle risorse, queste informazioni sono disponibili solo raramente in ragione dell'incertezza intrinsecamente connessa con il futuro.

È proprio la capacità umana di stimare la probabilità di un evento futuro che ho cercato di esplorare attraverso le varie ricerche citate.

Se accettiamo la possibilità di una probabilità soggettiva e un tempo soggettivo, la valutazione del pericolo e del rischio di eventi futuri diventa una variabile ampiamente collegata alla personalità di ciascuno ed è facile concludere che più l'ambiente in cui viviamo è percepito come insicuro, più sarà elevato il livello di incertezza.

Per quanto le esperienze passate possano orientare la capacità di immaginare eventi possibili futuri, quali sarebbero le azioni di una personalità con tendenze ossessive, di fronte a un futuro che riserva incertezza? Che livelli di fiducia si possono avere, che grado di probabilità associare a ipotetici scenari se questi calcoli si basano essenzialmente sulle proprie paure? Paure che sembrano essere più che giustificate dalla maggior parte degli eventi quotidiani.

Se un individuo dotato di personalità ossessiva, tralasciando le vicissitudini personali, osserva la storia passata, che garanzie può avere che la propria memoria prospettica abbia un valore?

Si dirà, certo, che la conquista di un buon livello di esperienza e conoscenza nel calcolo delle probabilità potrebbe contribuire a innalzare la capacità di prevedere gli eventi futuri. Tuttavia, l'ossessivo avrà sempre il diritto di chiedersi perché tutti gli esperti nel calcolo probabilistico abbiano sbagliato così spesso le previsioni, per giungere alla conclusione che essi siano soggetti propensi al rischio o, in alternativa, che si siano comportati in maniera opportunistica.

La ragionevole critica mossa da Asp *et al.* (2013) all'affermazione di Kahneman (2011) «*Right now, there is a killer directly behind you*» si basa sulla non plausibilità dell'asserzione citata in assenza di dati di contesto. La critica in oggetto è valida anche oggi ed è vera per tutti i soggetti? Qualsiasi tipo di personalità essi abbiano (più o meno ansiosi, più o meno ossessivi)?

L'ansia è collegata a rappresentazioni anticipatorie di possibili (ossia, incerti) eventi futuri. Senza dubbio, la maggior parte della gente non vive in una condizione di ansia permanente, ma è verosimile che la speranza e la fiducia nel futuro non siano strettamente collegate a una valutazione personale basata sulle informazioni disponibili, perché, quasi sempre, sono indotte da convinzioni che poco hanno a che vedere con la logica.

Come mostrato da Gilbert (1991), la comprensione di un evento o di un'azione altrui è prima di tutto un atto di fiducia in ciò che si dice, prima di qualsivoglia riflessione o ragionamento, e solo un atto psicologico secondario, un lento ragionamento cognitivo, può produrre sfiducia o dubbio rispetto a un'idea immediata.

La nostra vita di tutti i giorni è composta in gran parte da previsioni sul nostro futuro, e credo che queste possano basarsi su sogni irrealistici ed essere, pertanto, pericolose solo nell'ambito di una visione ottimistica e disinformata.

Per risolvere l'incertezza, servono sicuramente informazioni sistematiche, competenti e soprattutto semplici sugli aspetti del contesto economico che ci riguardano da vicino, perché collegati, per esempio, all'acquisto di una casa, alle esigenze familiari o personali future, a piani di risparmio sicuri.

Come si è cercato di dimostrare, l'incertezza, la valutazione soggettiva delle probabilità e la proiezione di sé in un tempo futuro sognato sono caratteristiche molto frequenti che non contribuiscono all'implementazione di un ragionamento rigoroso. Si potrebbe dibattere sul fatto che incertezza e probabilità siano le regole che governano il mondo in cui viviamo, ma queste considerazioni portano a una forma di rassegnazione fatalistica che non costituisce esattamente un incentivo a investire nel proprio futuro. Si può tuttavia sperare che un impegno più stabile nell'educazione e una ristrutturazione delle nostre false convinzioni siano l'antidoto più sicuro contro il rischio di decisioni imprudenti.

Bibliografia

- Allione M. e F. Indovina (eds.; 1969), *Un Matematico e l'Economia*, Giuffrè
- Asp E., K. Manzel, B. Koestner, N.L. Denburg e D. Tranel (2013), Benefit of the doubt: a new view of the role of the prefrontal cortex in executive functioning and decision making, *Frontiers in Neuroscience*, Vol. 7, Art.86
- D'Argembeau A. e M. Van der Linden (2006), Individual differences in the phenomenology of mental time travel: The effect of vivid visual imagery and emotion regulation strategies, *Consciousness and Cognition*, 2006, no. 15, 342-350
- De Finetti B. (1930), Fondamenti logici del ragionamento probabilistico, in *Bollettino dell'Unione Matematica Italiana*, anno IX, December 1930, Zanichelli editore
- De Finetti B. (1933), Sul Concetto di Probabilità, *Rivista Italiana di Economia e Finanza*, 4, 723-747
- Gigerenzer G. (2008), *Rationality for mortals*, New York: Oxford University Press
- Gigerenzer G. e H. Brighton. (2009), Homo heuristicus: Why biased minds make better inferences, *Topics in Cognitive Science*, 1, 107-143
- Gilbert D.T. (1991), How mental systems believe, *American Psychologist*, 46, 107-119
- Grupe D.W. e J.B. Nitschke (2013), Uncertainty and anticipation in anxiety: an integrated neurobiological and psychological perspective: An integrated neurobiological and psychological perspective, *Nature Reviews Neuroscience*, Jul;14(7), 488-501
- Kahneman D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, NewYork, NY:Farrar, Straus, e Giroux
- Luhmann C.C., M.M. Chun, D.J. Yi, D. Lee D. e X.J. Wang. (2008), Neural Dissociation of Delay and Uncertainty in Intertemporal Choice, *Journal of Neuroscience*. 31, 28(53), 14459-66
- Namoodiri V.M.K., S. Mihalas, T.M. Marton e M.G. Hussain Shuler (2014), A general theory of intertemporal decision-making and the perception of time, *Frontiers Behavioral Neuroscience* vol 8, Art.61
- Nyberg L., A.S. Kim, R. Habib, B. Levine e E. Tulving (2010), Consciousness of subjective time in the brain, *PNAS*, 2010, no. 21, 107(51), 22356-9
- Okuda J., T. Fujii, H. Ohtake, T. Tsukiura, K. Tanji, K. Suzuki *et al.* (2003), Thinking of the future and past: The roles of the frontal pole and the medial temporal lobes, *Neuroimage*, 2003, no. 19, 1369-1380
- Suddendorf T. e J. Busby (2003), Mental time travel in animals?, *Trends Cognitive Science*, 2003, no. 7 (9), 391-396
- Suddendorf T. e M.C. Corballis (2007), The evolution of foresight: What is mental time travel, and is it unique to humans?, *Behavioral and brain sciences*, 2007, no. 30, 299-351
- Szpunar K.K., (2011), On subjective time, *Cortex*, 2011, no. 47, 409-411
- Thaler, R. H. (1991), *Quasi Rational Economics*, New York: Russell Sage Foundation
- Tulving, E. (1985), Memory and consciousness, *Canadian Journal of Psychology*, 1985, no. 26, 1-12
- Tulving E, (2002), Chronesthesia: Awareness of subjective time, in *Principles of Frontal Lobe Function*, D.T. Stuss, R.C. Knight, eds. New York, Oxford University Press, 311-325

Individuazione dei destinatari delle iniziative

'One size does not fit all'

L'importanza della personalità degli investitori nell'educazione finanziaria

Enrico Maria Cervellati

- 1 Introduzione
- 2 Teorie delle personalità
- 3 Personalità e decisioni finanziarie
- 4 Personalità e questioni comportamentali
- 5 Strategie per comunicare in maniera efficace con temperamenti di personalità distinti
- 6 Conclusioni

Le differenze di genere nell'alfabetizzazione finanziaria in Italia

Note esplorative

Emanuela E. Rinaldi

- 1 Introduzione
- 2 Il materialismo
- 3 *Pattern* di socializzazione: differenze tra norme, aspettative e valori
- 4 L'alfabetizzazione matematica
- 5 Conclusioni

‘One size does not fit all’

L'importanza della personalità degli investitori nell'educazione finanziaria

E.M. Cervellati(*)

1 Introduzione

Gli studi accademici e le pubblicazioni divulgative propongono la maniera 'giusta' di gestire il denaro, spesso riferendosi al paradigma finanziario tradizionale dell'agente razionale, onnisciente e massimizzante. I lavori della finanza comportamentale hanno mostrato che le persone reali non sono né del tutto razionali né onniscienti. Né sono sempre agenti massimizzanti. Rispetto alla pianificazione finanziaria, gli studi comportamentali hanno evidenziato anche che le persone reali mancano di autocontrollo, non hanno una prospettiva di lungo termine, attualizzano il futuro in maniera iperbolica o hanno abilità predittive limitate. In sintesi, le persone hanno limitate capacità di pianificazione. La conoscenza finanziaria è un fattore chiave sia per la gestione del denaro sia per la pianificazione finanziaria. Secondo alcuni studiosi, senza una conoscenza idonea le persone non possono gestire correttamente il proprio denaro e pianificare l'avvenire. Dato il basso livello di alfabetizzazione finanziaria nel mondo, in vari paesi sono stati attuati programmi di educazione finanziaria volti ad affrontare il problema. Tuttavia, per essere efficace, l'educazione finanziaria deve considerare gli aspetti comportamentali. In particolare, deve considerare gli ultimi sviluppi della finanza comportamentale, la cosiddetta 'finanza comportamentale 2.0' o 'finanza comportamentale in azione', che cercano di offrire soluzioni agli errori emotivi e cognitivi cui sono inclini gli investitori. Mentre questo approccio 'nuovo' si sviluppa, uno ancora 'più nuovo', seppur in forma embrionale, è comparso. Io lo chiamo 'finanza comportamentale 3.0' o 'finanza comportamentale personalizzata', che collega la finanza comportamentale alle teorie delle personalità.

(*) Enrico Maria Cervellati è Professore associato di Finanza aziendale presso il Dipartimento di Management dell'Università Ca' Foscari di Venezia e Professore a contratto di Finanza comportamentale all'Università degli studi di Roma Tor Vergata. Laureato in Economia Politica all'Università degli studi di Bologna, ha conseguito un Master in Finanza alla London University, un Master in Economia Politica e un Dottorato di ricerca in Economia Politica presso l'Università Politecnica delle Marche. È stato Visiting scholar presso le università di Berkeley e Santa Clara. Fra i suoi scritti: Investire con testa e cuore. Come conciliare ragione e sentimento per decisioni di investimento migliori, 2017; La previdenza comportamentale, 2013; Finanza comportamentale e investimenti. Oltre l'approccio tradizionale per comprendere gli investitori, 2012.

Email: enrico.cervellati@unive.it

Negli studi dedicati all'alfabetizzazione finanziaria e, più in generale, al comportamento nei processi decisionali, sono state spesso usate le variabili demografiche per comprendere le differenze nel conseguimento di obiettivi. Tale approccio però non considera le differenze comportamentali tra individui. Per la comprensione dei processi decisionali individuali è importante la psicografica, che quantifica gli attributi psicologici considerando le credenze, lo stile di vita e i valori della persona che spesso influenzano bisogni e preferenze, più di quanto facciano tratti oggettivi o caratteristiche demografiche. Per oltre 50 anni, le moderne teorie della personalità sono state utilizzate per spiegare le diversità tra persone e per scopi di profilazione, ma esse si sono rivelate utili anche per comprendere meglio i comportamenti e le decisioni finanziarie.

È importante tener conto della personalità degli investitori non solo da un punto di vista accademico, ma anche nella realtà. I consulenti finanziari sanno che capire i propri clienti è vitale per la loro professione e la nuova regolamentazione finanziaria dettata dalla MiFiD II sta andando nella medesima direzione (Cruciani, 2017). Se i *policy makers*, le autorità di regolamentazione, gli educatori e i consulenti finanziari non conoscono come le persone prendono decisioni, qualsivoglia azione che miri a supportare gli investitori a meglio comprendere le informazioni finanziarie e a prendere decisioni sensate può risultare inefficace. La consapevolezza di sé, inoltre, aiuterà gli investitori a raggiungere i propri obiettivi tramite una strategia personalizzata.

Il presente lavoro mira a chiarire perché considerare le personalità finanziarie è essenziale per migliorare l'alfabetizzazione finanziaria, ma anche a incoraggiare accademici, educatori, consulenti finanziari, *policy makers* e autorità di regolamentazione a optare per un approccio multidisciplinare per programmi di educazione finanziaria efficaci. Questa nota è strutturata come segue: il paragrafo 2 illustra brevemente le principali teorie delle personalità; il paragrafo 3 riepiloga le principali evidenze che collegano personalità e questioni finanziarie; il paragrafo 4 collega queste teorie alla finanza comportamentale; il paragrafo 5 illustra alcune strategie per comunicare in maniera efficace con i diversi temperamenti di personalità; il paragrafo 6 espone le conclusioni.

2 Teorie delle personalità

La storia delle teorie delle personalità risale a più di 2000 anni fa. L'Umoralismo', inizialmente proposto da Ippocrate e successivamente adottato dagli antichi medici e filosofi greci e romani, spiegava il funzionamento del corpo umano sostenendo che un eccesso o una mancanza di uno di quattro diversi fluidi corporei – noti come umori – potesse influenzare direttamente la salute e il temperamento della persona. La medicina di Ippocrate è stata alla base della visione del corpo umano più diffusa tra i medici europei sino all'avvento della medicina moderna nel diciannovesimo secolo. L'Umoralismo ha poi smesso di essere usato in medicina, mentre ha continuato a influenzare filosofi e psicologi, che hanno identificato quattro modelli di comportamento umano noti come 'temperamenti'.

Il Dottor David Keirsey è considerato il padre della moderna teoria dei temperamenti (Keirsey e Bates, 1984) e il suo approccio è ampiamente usato da istituzioni pubbliche e private a fini di profilazione. Keirsey afferma che il temperamento determina il comportamento delle persone in base a quattro categorie principali: Artigiano, Guardiano, Idealista e Razionale. I Guardiani sono il temperamento 'conservativo' e sono considerati i pilastri della società, che servono e preservano le istituzioni sociali. Sono cauti, affidabili, disciplinati e giudiziosi; si prendono cura dei propri affari, delle proprie famiglie e comunità. Gli Artigiani sono il temperamento 'che agisce', perché hanno bisogno dell'azione. Tendono a eccellere nelle arti e anche in altri tipi di 'arti', in settori quali l'atletica, gli affari, l'industria, l'ambito militare e la politica; amano la libertà e hanno un temperamento spontaneo. Gli Idealisti hanno un temperamento ispiratore, focalizzato sulla crescita e lo sviluppo personale, proprio e altrui. Lavorano generalmente con il pubblico, nei settori della formazione o del *counseling*, nei servizi sociali o nelle risorse del personale. I Razionali hanno un temperamento teorico, sono scettici e attirati dalla comprensione e dalla risoluzione dei problemi.

La teoria dei Big-Five (McCrae e Costa, 1992) afferma che ci sono cinque principali tratti della personalità, ossia Apertura a nuove esperienze, Coscienziosità, Estroversione, Amicalità, Nevroticismo. Secondo questa teoria, la personalità dell'individuo è il risultato delle combinazioni di questi tratti, misurati con punteggi da bassi ad alti. Quando il punteggio è alto, il tratto è rilevante nella personalità, quando è basso è assente, oppure è presente il tratto opposto. Per esempio, un soggetto con un punteggio basso in estroversione si considera introverso. Gli individui con alti punteggi in apertura a nuove esperienze sono creativi, curiosi, fantasiosi, originali e sofisticati. Le persone coscienziose sono diligenti, organizzate, responsabili, meticolose e amano l'autocontrollo. Gli estroversi sono attivi, entusiasti, vivaci, ottimisti, espansivi, socievoli, aperti al dialogo. Le persone amicali si distinguono per livelli alti di altruismo, empatia e fiducia; sono generose, servizievoli, empatiche, compassionevoli, fiduciose e calorose. Il nevroticismo riguarda l'instabilità emotiva: i nevrotici sono umorali, nervosi, inclini all'ansia e allo stress, preoccupati.

La teoria junghiana dei tipi psicologici (Jung, 1923) è stata ulteriormente indagata e applicata da Katharine Briggs e dalla figlia Isabel Briggs Myers (Myers, 1980), che nel 1944 hanno sviluppato il *Myers-Briggs Type Indicator* (MBTI), al fine di comprendere meglio i comportamenti umani e aiutare le persone ad apprezzare se stesse e gli altri. L'MBTI è stato oggetto di validazione nei decenni e usato non solo per la profilazione, ma anche per studiare la relazione tra i tipi di personalità e le differenze tra i comportamenti e i processi decisionali delle persone. L'MBTI identifica quattro coppie di preferenze alternative: estroversione/introversione, sensazione/intuizione, pensiero/sentimento, giudizio/percezione. La teoria di Jung suggerisce che ciascun individuo è predisposto a usare e a potenziare una delle due preferenze di ogni coppia. La preferenza estroversione/introversione descrive il modo di interagire con gli altri. Gli estroversi cercano relazioni con altre persone e imparano parlando, ossia capiscono meglio le cose – persino i propri pensieri – parlando, più che leggendo o ascoltando. Amano appartenere a un gruppo e cercano di spiccare sugli altri per le proprie idee. Gli introversi invece si prendono il tempo di riflettere prima di

parlare e spesso sono restii a condividere informazioni personali con altri. La coppia sensazione/intuizione si riferisce a come le persone raccolgono informazioni. Le persone che usano i sensi si concentrano sul presente, hanno idee concrete; le persone intuitive invece raccolgono informazioni tramite le sensazioni e l'ispirazione, cercano di acquisire una visione globale. Le preferenze pensiero/sentimento descrivono come le persone prendono decisioni. Le persone con una preferenza per il ragionamento amano la logica, i numeri e i dati, ossia l'approccio scientifico; preferiscono avere ragione piuttosto che essere apprezzate, perché danno valore all'oggettività. Le persone con una preferenza per il sentimento, al contrario, nell'adottare decisioni tengono conto dei sentimenti altrui e del possibile effetto sugli altri, preferiscono l'armonia all'oggettività e possono rinunciare all'autogratificazione per accontentare gli altri. La coppia giudizio/percezione si riferisce agli orientamenti che caratterizzano lo stile di vita. Le persone che prediligono il giudizio sono decise, ben organizzate, amano fare programmi e seguire un piano. Quelle che preferiscono la percezione, invece, sono adattabili e spontanee; amano tenere aperte le possibilità anziché pianificare e spesso lavorano a ridosso delle scadenze per rispettarle. Queste quattro coppie di preferenze si mescolano dando luogo a sedici tipi di personalità, che formano una sorta di 'tabella dei tipi'. Comprendere i tipi psicologici consente di lavorare più efficacemente con le persone, secondo il loro personale stile decisionale. Le persone vogliono infatti essere trattate secondo il proprio tipo di personalità. Non serve conoscere la preferenza di una persona, basta osservarne i segnali comportamentali.

Le tre teorie della personalità di cui sopra sono correlate. La teoria del temperamento di Keirsey contiene quattro tra i fattori dei Big Five ed è legata all'MBTI. I Guardiani si distinguono per un'elevata coscienziosità e una bassa apertura, si affidano dunque alle sensazioni e al giudizio. Gli Artigiani si caratterizzano per una bassa apertura e una bassa coscienziosità, quindi si affidano ai sensi e alla percezione. Gli Idealisti hanno un'elevata apertura e un'elevata amicalità e si basano più su intuizione e sentimento. I Razionali hanno un'elevata apertura e una bassa amicalità e si affidano all'intuizione e al ragionamento.

Inoltre, un punteggio alto in amicalità all'interno dei Big Five corrisponde a una preferenza per il sentimento nel modello Myers-Briggs, mentre un punteggio basso in amicalità corrisponde al ragionamento; un'alta coscienziosità corrisponde al giudizio; una bassa coscienziosità alla percezione; un'elevata apertura corrisponde all'intuizione; una bassa apertura all'utilizzo dei sensi. L'estroversione e l'introversione sono identiche nel modello dei Big-Five e in Myers-Briggs, ma il modello di Myers-Briggs non include il Nevroticismo.

3 Personalità e decisioni finanziarie

La personalità finanziaria ha implicazioni sul comportamento finanziario (McKenna *et al.*, 2003). Gli estroversi sono inclini a parlare delle proprie necessità e obiettivi con i consulenti finanziari e anche con altri tipi di consulenti in generale; non amano il materiale scritto, preferiscono comunicare a voce e spesso sentono

quello che vogliono sentire, tuttavia, sono disposti a modificare un piano finanziario seguendo il consiglio di qualcun altro. Al contrario, gli introversi amano il materiale scritto e vogliono il tempo di leggerlo e riflettervi, per contribuire alle proposte dei consulenti. Le persone che usano i sensi amano avere a che fare con i fatti e vogliono che le informazioni siano presentate in maniera lineare. Agli intuitivi, al contrario, interessa di più il quadro generale; amano pensare al futuro, fare piani in base alle proprie necessità, ma non sono interessati ai dettagli del piano. Le persone caratterizzate da una preferenza per il ragionamento sono le più vicine all'ideale dell'*homo oeconomicus*: gestiscono il proprio denaro in modo razionale e impersonale. Le persone con una preferenza per il sentimento, al contrario, scelgono fra le alternative in modo personale e possono essere interessate a investimenti socialmente responsabili. Le persone con una preferenza per il giudizio amano pianificare, mentre quelle che si affidano alla percezione amano avere un'ampia gamma di informazioni e di idee, e preferiscono restare aperte a molteplici alternative; sono spontanee e non amano pianificare.

Sulla base di queste relazioni tra preferenze psicologiche e decisioni finanziarie, è anche facile classificare i quattro principali temperamenti di personalità in base alle loro attitudini e ai loro comportamenti.

I Guardiani vogliono preservare il proprio patrimonio e cercano sicurezza. Gestiscono il denaro in modo conservativo, per offrire una solida base finanziaria a se stessi e alla propria famiglia. Amano l'autocontrollo e regole quali la moderazione nelle spese, la minimizzazione del debito e prepararsi al futuro risparmiando. I Guardiani tendono ad adottare decisioni basandosi su esperienze passate. L'incertezza e i cambiamenti imprevisi li stressano, per questo amano piani e procedure che danno loro la sensazione di avere tutto sotto controllo; amano stabilire obiettivi finanziari e impostare un metodo per raggiungerli, possiedono l'autodisciplina e l'autocontrollo necessari a rispettare il piano. Dal momento che non tollerano la volatilità, sono molto avversi al rischio e preferiscono investimenti a basso rischio che offrano rendimenti stabili e sicuri.

Al contrario, gli Artigiani non amano i piani, si concentrano sul breve termine e vorrebbero vedere subito i risultati dei loro investimenti: preferiscono gratificazioni immediate, non ritardate. Sono audaci, impulsivi, opportunisti e tendono ad assumersi rischi. Anche se hanno un'elevata tolleranza al rischio, generalmente sono troppo sicuri di sé, sottovalutando i rischi e sopravvalutando la propria capacità di sostenerli. Amano il brivido della speculazione e dell'azzardo sui mercati finanziari. Sono sufficientemente flessibili da accettare le perdite, più di ogni altro temperamento. È difficile prestar loro consulenza perché non sono orientati agli obiettivi e non vogliono essere limitati da un piano finanziario. Si fidano di più del proprio istinto e non intendono perdere opportunità di guadagno immediato.

Gli Idealisti non mirano ad accumulare denaro, perché lo considerano uno strumento per raggiungere i propri obiettivi nella vita. Di solito non seguono i mercati e occuparsi di questioni finanziarie per loro può essere anche fonte di stress. Capiscono l'importanza degli investimenti, ma spesso non hanno idee personali in merito e tendono a seguire i suggerimenti di altre persone di cui si fidano, quali

consulenti finanziari, ma anche amici o colleghi. Pertanto, gli Idealisti, più degli altri temperamenti, tendono a basarsi più su consigli informali che professionali. Non sono interessati ai dettagli finanziari, mentre sono attenti ai motivi sottesi e agli obiettivi dei loro investimenti. Pensano agli altri e sono, pertanto, generalmente sensibili all'impatto dei loro investimenti su società e ambiente. Sono particolarmente attenti al mantenimento della propria integrità e inclini a investimenti in linea con la propria etica, i propri ideali e valori. Possono, quindi, essere particolarmente interessati a investimenti socialmente responsabili, ma anche – specie individui con ampie disponibilità patrimoniali – alla filantropia.

I Razionali sono il temperamento più analitico dei quattro. Sono a proprio agio nella complessità e la amano, perciò ricercano spesso approcci complessi e innovativi all'investimento. Questa tendenza può tradursi in una debolezza, perché strategie d'investimento troppo complesse possono portare alla paralisi decisionale. Inoltre, i Razionali spesso preferiscono 'pensare' piuttosto che 'fare': a volte realizzano ben poco, perché in ultimo non agiscono, bensì continuano ad aspettare di raccogliere più informazioni. Sono dei pensatori indipendenti, spesso molto scettici rispetto alla saggezza popolare: accetteranno consigli solo da qualcuno che ritengono abbia (dimostrato) più esperienza di loro. Generalmente sono poco ansiosi per questioni finanziarie, perché considerano l'investimento un altro processo da comprendere, padroneggiare o addirittura controllare. Per queste ragioni, sono sì più razionali degli altri, ma anche più inclini a quelle che in letteratura di finanza comportamentale si definiscono 'illusione della conoscenza' e 'illusione del controllo'.

Date le differenze tra i temperamenti personali, non c'è una *best practice* che funzioni per tutti. Non solo la stessa strategia d'investimento o di pianificazione finanziaria potrebbe essere difficile da implementare da persone con diverso temperamento, ma non si darebbe nemmeno la stessa soddisfazione emotiva e psicologica a personalità distinte, anche se funzionasse in termini finanziari. Quindi, è vitale che chi si occupa di educazione finanziaria (consulenti, educatori, *policy makers*, autorità di regolamentazione) proponga delle strategie che funzionino dal punto di vista finanziario e abbiano senso anche per i vari temperamenti. È dunque essenziale comunicare in maniera distinta ai diversi temperamenti, per riuscire a motivarli a mutare i propri comportamenti.

Solo in anni recenti, economisti e psicologi hanno iniziato ad analizzare l'influenza della personalità sulle decisioni economiche e finanziarie. Ware (2001) sostiene che non c'è un tipo di personalità migliore degli altri nella gestione dei risparmi, ma che ciascuno deve comprendere i propri punti di forza e di debolezza e compensarli di conseguenza. Statman e Wood (2004) affermano che la personalità condiziona le preferenze: i Guardiani rispettano le tradizioni, gli Artigiani preferiscono la spontaneità alla disciplina, gli Idealisti sono premurosi e compassionevoli, i Razionali eccessivamente sicuri delle proprie conoscenze e competenze.

Altri studi hanno indagato la valenza predittiva della personalità nello spiegare i risultati nella vita rispetto alla salute, ai conseguimenti professionali e alle performance economiche. Il vantaggio di considerare i tratti della personalità è che questi tendono a rimanere stabili nel corso della vita. Fung e Durand (2014)

esaminano gli studi che analizzano il legame tra tratti della personalità e processo decisionale in ambito finanziario, concentrandosi sul comportamento rispetto all'assunzione di rischi e sull'eccessiva sicurezza di sé. Gli autori mostrano che persone emotivamente instabili tendono a mostrare una maggiore avversione al rischio e alla perdita. Gli estroversi tendono a essere più *overconfident*. Gli autori offrono un'altra importante intuizione: i tratti della personalità si riflettono nei comportamenti individuali, ma non sono del tutto inconsci. Gli individui possono imparare a capire la propria personalità, come essa influenza i loro comportamenti e, infine, come modificarli o mitigarne gli effetti negativi. Progettare programmi di educazione finanziaria su misura per le diverse personalità potrebbe non solo essere efficace, ma anche utile a mitigare gli effetti negativi dei temperamenti di personalità.

4 Personalità e questioni comportamentali

Pan e Statman (2013) analizzano le relazioni tra personalità e tolleranza al rischio, oltre a inclinazioni comportamentali come l'attribuzione del successo alla fortuna o alle proprie competenze, la soddisfazione nella vita, la massimizzazione, l'eccessiva sicurezza di sé, l'avversione al rammarico e la fiducia. Tramite un'indagine su oltre 2.500 individui, gli autori trovano che la tolleranza al rischio varia in base a fattori legati alla personalità, anche dopo avere controllato per l'effetto dell'età e del genere. Estroversione e apertura sono positivamente associate a un'elevata tolleranza al rischio, al contrario della coscienziosità, mentre l'amicalità non è collegata alla tolleranza al rischio. Gli individui eccessivamente sicuri di sé sono altamente estroversi, ma poco amicali. Un alto livello di apertura e amicalità e un basso livello di coscienziosità spiegano in maniera rilevante la tendenza ad attribuire il successo alla fortuna. I coscienziosi sono inclini ad attribuire la fortuna alle competenze e sono predisposti al rammarico (una caratteristica anche spiegata dalla bassa estroversione). La soddisfazione nella vita è alta negli estroversi, ma bassa nei soggetti con alti livelli di apertura. La forte propensione alla massimizzazione è correlata positivamente con l'estroversione e la coscienziosità, mentre è correlata negativamente con l'apertura e l'amicalità. La tendenza alla fiducia è alta nelle persone con livelli elevati di amicalità, estroversione e apertura, ma bassa tra i coscienziosi, poiché sono sempre in guardia. Alcuni fattori della personalità sono correlati: la coscienziosità è associata negativamente con gli altri fattori. Vi sono anche differenze di genere: le donne sono più amicali, coscienziose ed estroverse degli uomini. È interessante notare che l'estroversione diminuisce con l'età, apertura e gradevolezza aumentano con l'età, mentre la coscienziosità è costante tra diversi gruppi di età.

Combinando i temperamenti di Keirsey con i cinque tratti di personalità si trovano altre evidenze interessanti. Per esempio, i Guardiani sono i meno tolleranti al rischio tra i quattro temperamenti, mentre i Razionali e gli Artigiani sono molto tolleranti. Tuttavia, gli estroversi sono generalmente più tolleranti al rischio degli introversi. Questa evidenza è valida non solo per i Guardiani, ma anche per gli

Artigiani e gli Idealisti. Analogamente, anche se l'eccessiva sicurezza di sé non varia significativamente tra i diversi temperamenti, gli estroversi tendono a essere più *overconfident* degli introversi¹.

Passando alle decisioni finanziarie, i tratti della personalità possono rendere alcuni prodotti finanziari più attraenti di altri in base al tipo specifico di investitore. La teoria motivazionale di Lopes (1987) afferma che le persone sono mosse da due obiettivi principali: la sicurezza (protezione dai ribassi) e il potenziale (rialzi), da un lato, e le aspirazioni dall'altro². Gli individui che, per la loro personalità, sono inclini a cercare la sicurezza tenderanno a optare per portafogli di investimento che proteggano il loro patrimonio, anche quando offrono bassi rendimenti. Quelli che, per la loro personalità, sono inclini a favorire i rialzi potenziali sceglieranno portafogli che offrano opportunità di rendimenti elevati.

La personalità finanziaria può differire dalla personalità generale di un individuo, anche se le due spesso sono allineate. Pompian (2012) ha combinato la teoria della personalità di Keirsey con studi di finanza comportamentale, sviluppando quelli che lui chiama i tipi di investitori comportamentali (*Behavioural Investor Types*, BIT), cioè Conservatore, Seguace, Indipendente e Accumulatore. La classificazione dei BIT collega i temperamenti ai *bias* cognitivi più frequentemente riscontrabili negli individui. Anche se non c'è una corrispondenza esatta tra i temperamenti e i BIT, perché i BIT riflettono la personalità 'finanziaria' e i *bias* comportamentali associati mentre i temperamenti si riferiscono alla 'personalità generale' dell'individuo, si possono trovare alcune intersezioni. I Guardiani sono spesso Conservatori perché il loro principale obiettivo è preservare il loro patrimonio; gli Idealisti tendono a essere Seguaci poiché seguono i consigli degli altri, non essendo interessati alle questioni finanziarie; i Razionali generalmente sono Indipendenti perché hanno opinioni indipendenti; gli Artigiani in genere sono Accumulatori perché principalmente interessati ad accumulare capitale.

Pompian (2012) sostiene che le persone si possono innanzitutto dividere in investitori attivi e passivi. Fanno parte dei secondi i BIT Conservatore e Seguace, caratterizzati da una tolleranza al rischio rispettivamente bassa e media. Di solito accettano o rifiutano i suggerimenti del consulente (i Conservatori possono discutere o non essere d'accordo con il professionista, ma generalmente non propongono le proprie idee). I BIT attivi sono invece l'Indipendente e l'Accumulatore che hanno una tolleranza al rischio rispettivamente medio-alta e alta. Gli Indipendenti, tipicamente

1 Inoltre, i Guardiani hanno un'alta propensione alla massimizzazione, al contrario degli Idealisti. L'avversione al rammarico non varia significativamente nei quattro temperamenti, ma gli introversi sono più inclini al rammarico degli estroversi. I Guardiani mostrano una bassa propensione ad attribuire il successo alla fortuna, più che alle competenze, al contrario degli Idealisti. Gli Idealisti introversi tendono ad attribuire il successo alla fortuna, più che alle competenze, in misura maggiore rispetto a quelli estroversi. Tuttavia, questo non vale per i Guardiani introversi ed estroversi. I Guardiani sono scarsamente inclini alla fiducia che, invece, è alta negli idealisti. Più in generale, gli estroversi tendono a essere più fiduciosi degli introversi. I Guardiani e gli Artigiani sperimentano alti livelli di soddisfazione nella vita, mentre gli Idealisti e i Razionali hanno livelli di soddisfazione nella vita relativamente bassi. Gli estroversi tendono a sperimentare livelli di soddisfazione nella vita più alti rispetto agli introversi.

2 Ecco perché è anche conosciuta come teoria SP/A, dove S sta per Sicurezza, P per Potenziale e A per Aspirazioni.

Razionali, tendono a intervenire nel processo di investimento con le proprie idee. Gli Accumulatori, spesso Artigiani, sentono l'urgenza di agire, non solo di parlare.

L'aspetto cruciale della classificazione dei BIT è che ogni BIT è più incline a compiere specifici errori cognitivi rispetto ad altri. D'altro canto, gli errori emotivi sono più instabili e possono interessare tutti i BIT.

È anche importante distinguere la natura tipica dei *bias* che interessano ogni BIT, che è emozionale per i Conservatori e gli Accumulatori e cognitiva per i Seguaci e gli Indipendenti. I Conservatori, come i Guardiani, non sono solo avversi al rischio, ma anche più avversi alla perdita di altri BIT³. Inoltre, i Guardiani si caratterizzano per una bassa apertura alle nuove esperienze. I Conservatori non amano il cambiamento, si stressano quando devono decidere e possono sentirsi sommersi dalle informazioni. Quando non sanno cosa fare, mantengono semplicemente lo *status quo*. Anche l'ancoraggio è tipico dei Conservatori: tendono a riferirsi più al passato che al futuro. Dato che sentono il peso di dover adottare una decisione, spesso ricorrono alla contabilità mentale, perché l'uso di diversi conti mentali consente di ridurre la complessità delle decisioni.

I *bias* dei Seguaci, invece, sono per lo più cognitivi, perché sono di solito Idealisti e non si preoccupano più di tanto delle questioni finanziarie. Quindi, non hanno idee personali riguardo agli investimenti, tendono a seguire i consigli altrui e basarsi sulle ultime notizie. Sono più soggetti agli effetti *framing* – ossia, il modo in cui un'informazione è presentata condiziona profondamente le loro scelte – rispetto agli altri BIT. Tendono a pensare in retrospettiva e possono anche sperimentare in modo intenso il dolore del rammarico.

Gli Indipendenti sono generalmente Razionali quindi i loro *bias* sono principalmente cognitivi. Sono meno emotivi delle altre persone, ma credono talmente fermamente nel proprio punto di vista che tendono a essere troppo conservativi e a essere ingannati dalla rappresentatività se conferma le loro opinioni. Si attribuiscono i meriti delle buone decisioni di investimento e incolpano gli altri degli errori.

Gli Accumulatori sono il BIT più aggressivo in termini di tolleranza al rischio. Sono tipicamente troppo sicuri delle proprie conoscenze e competenze – come gli Indipendenti – ma agiscono assumendosi rischi eccessivi. I loro *bias* hanno solitamente natura emozionale. Scelgono investimenti in linea con il proprio stile di vita, per esempio 'azioni simili a lotterie' che promettono rendimenti elevati nel breve termine. Mancano di autocontrollo e si concentrano sul consumo a breve termine. L'eccessiva sicurezza di sé è spesso dovuta all'illusione del controllo. Sono abituati ad avere il controllo sulle decisioni nella vita o nella professione, ma non capiscono che non possono controllare i mercati finanziari.

3 Kahneman e Tversky (1979) hanno mostrato che una perdita pesa quasi il doppio di un guadagno della stessa entità. Questo è valido in media: l'evidenza mostra che per i Conservatori una perdita pesa molto più del doppio rispetto a un guadagno delle stesse dimensioni, mentre gli Accumulatori sono piuttosto flessibili e più bravi a gestire le perdite.

Il *framework* dei BIT mostra non solo che personalità diverse si associano a comportamenti distinti, come suggerisce la teoria dei temperamenti, ma anche che le differenti personalità finanziarie degli investitori sono caratterizzate da alcuni *bias* tipici. Ciò è utile ai consulenti e agli educatori a correggere i *bias* degli investitori.

La classificazione dei BIT evidenzia anche che BIT diversi percepiscono gli stessi prodotti finanziari in modi distinti. Per esempio, alcuni fondi comuni pagano importi periodici. Questi importi sono percepiti come dividendi o cedole. A causa del cosiddetto 'editing edonistico', un particolare effetto di *framing*, la tolleranza al rischio aumenta quando l'esito di un investimento si può scomporre in due parti, una sicura (il dividendo o la cedola dal fondo comune) e una incerta (il guadagno o la perdita in conto capitale). I Conservatori, molto avversi alla perdita e apprensivi nelle decisioni finanziarie, apprezzeranno questo tipo di fondi comuni perché i 'dividendi' entreranno nel loro conto mentale del 'reddito corrente', consentendo loro di tollerare meglio il rischio. Al contrario, gli Indipendenti penseranno che il pagamento di importi periodici equivalga semplicemente a decumulare il patrimonio investito.

5 Strategie per comunicare in maniera efficace con temperamenti di personalità distinti

Usare la personalità finanziaria consente non solo di profilare meglio gli investitori ma anche di sviluppare una comunicazione efficace rispetto a persone di temperamento diverso. McKenna *et al.* (2003) suggeriscono alcune strategie, elaborate sulla base di interviste dirette con persone classificate secondo i quattro temperamenti di personalità di Keirse. I Guardiani preferiscono usare i sensi e il giudizio e danno valore alle credenziali. L'autorevolezza è importante per loro: quindi, sia i consulenti sia gli educatori devono essere autorevoli per ottenere la loro fiducia e il loro rispetto. Dato che i Guardiani amano appartenere a gruppi di persone con cui si identificano, valutano come un esempio da seguire le esperienze e le storie di vita di persone simili a loro per età, reddito e fase della vita. I Guardiani vogliono fare ciò che è giusto per loro, in base alle norme che rispettano e ai valori in cui credono. La comunicazione deve essere accurata, diretta e chiara, basata su fatti e cifre. Ai Guardiani serve tempo per elaborare le informazioni, ma quando scelgono un piano o una strategia, li seguono in modo puntuale e responsabile.

Rispetto ai Guardiani, gli Artigiani sono in qualche modo all'altro capo dello spettro delle personalità. Vogliono usare il proprio denaro, non gestirlo. Non amano e non vogliono fare piani, ma vogliono essere sicuri che le proprie esigenze correnti siano soddisfatte. Per raggiungere obiettivi di lungo termine, possono aver bisogno di spinte gentili (*nudges*) e strategie quali conferimenti automatici a fondi pensione. In questo modo, possono concentrarsi sul breve termine come amano fare, restando certi di realizzare i propri obiettivi futuri. Per comunicare in maniera efficace con gli Artigiani la chiave è la semplicità, unita al rispetto per il loro modo di vivere. Imporre 'quello che è giusto' in generale può non funzionare, perché potrebbe non essere 'giusto' per gli Artigiani.

Gli Idealisti, ai quali non interessa accumulare denaro bensì che i loro investimenti abbiano senso per sé e per gli altri, hanno bisogno di capire a vantaggio di chi andranno i propri piani finanziari e quale sarà l'impatto sull'ambiente e sulla società in generale. L'attitudine nei confronti del denaro degli Idealisti può portare a una bassa preparazione finanziaria per il futuro, un'inclinazione che merita attenzione. Un'efficace comunicazione trascuri i dettagli, perché agli Idealisti interessa parlare dei propri sogni e delle proprie visioni.

I Razionali sono bravi a pianificare, ma sono più interessati a ragionare sui loro investimenti, non solo a definire i loro obiettivi. Cercano consulenti finanziari esperti che siano in grado di sfidare le loro idee personali. Non necessariamente però attuano le raccomandazioni dei consulenti, perché vogliono prendere in autonomia la decisione finale. Anche quando non sono esperti del settore finanziario, spesso lo sono in altri campi e vogliono essere trattati con rispetto, quindi usare un linguaggio informale per comunicare con loro potrebbe essere controproducente. I Razionali sono alla ricerca di piani sfidanti da un punto di vista intellettuale e amano la complessità. Una comunicazione efficace si basa su tabelle, grafici, equazioni, che i Razionali cercano, date le loro abilità quantitative.

6 Conclusioni

La ricerca accademica e il materiale educativo offrono strategie per investire nel modo 'giusto', che spesso richiedono di pianificare il futuro, mantenere una prospettiva di lungo termine, astenersi dal *market timing*, usare la scienza finanziaria, controllare le emozioni, diversificare e così via. Per alcuni è difficile seguire queste istruzioni. Le persone sono diverse e si comportano in modo distinto. Considerare le personalità degli investitori è dunque vitale per capire perché seguono vie alternative per conseguire i medesimi obiettivi. Questo è importante non solo per i regolatori, o i consulenti finanziari che cercano una migliore relazione con i loro clienti, ma per chiunque sia interessato ad aiutare le persone a capire le questioni finanziarie. L'informazione finanziaria deve essere presentata nel *loro* modo 'giusto', cioè dev'essere personalizzata, almeno sulla base dei quattro temperamenti principali o dei BIT. Per essere efficace, l'educazione finanziaria deve considerare e sfruttare i punti di forza comportamentali e offrire soluzioni per superare i punti deboli di ciascun temperamento. La vera sfida è dunque stabilire strategie diverse adatte ai diversi tipi di personalità, soprattutto quelle non in linea con il modello 'ideale', perché *one size does not fit all*, una misura unica non può andar bene per tutti.

Bibliografia

- Barber, B., T. Odean e L. Zheng (2005), Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flow, *Journal of Business* 78, 2095-2119
- Borghans, L., A.L. Duckworth, J. Heckman e B. Weel (2008), The Economics and Psychology of Personality Traits, *Journal of Human Resources*, 43 (4): 972-1059
- Cruciani, C. (*in corso di pubblicazione*), More than advice: a new approach to behavioural financial advisory, Palgrave Macmillan ed.
- Fung, L. e R.B. Durand (2014), Personality Traits, in *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing*, edited by Baker, H.K. e V. Ricciardi, 99-115. John Wiley & Sons, Inc.
- Hanlon, R.P. Jr. (2000), The use of typology in financial planning, *Journal of Financial Planning*, 13(7), 96-112
- Jung, C.G. (1923), *Psychological Types*, New York: Harcourt Brace
- Kahneman, D. e A. Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47(2): 263-29
- Keirse, D. e M. Bates (1984), *Please understand me. Character & temperament types*. Del Mar, CA: Prometheus Nemesis Book Company
- Lopes, L. (1987), Between Hope and Fear: The Psychology of Risk, *Advances in Experimental Social Psychology*, 20: 255-295
- McCrae, R. e P. Costa (1992), An Introduction to the Five-Factor Model and Its Applications, *Journal of Personality*, 60: 175-215
- McKenna, J., K. Hyllegard e R. Linder (2003), Linking Psychological Type to Financial Decision-Making, *Financial Counseling and Planning*, 14(1): 19-29
- Myers, I.B. (1980), *Gifts differing*, Palo Alto, CA: Consulting Psychologists Press, Inc.
- Pan, C.H. e M. Statman (2013), Investor Personality in Investor Questionnaires, *The Journal of Investment Consulting*, 14 (1): 15-23
- Pompian, M. (2012), *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*, Wiley Finance
- Statman, M. e V. Wood (2004), Investment Temperament, *Journal of Investment Consulting* 7 (1): 55-66
- Ware, J. (2001), *The psychology of money: An investment managers guide to beating the market*, New York: John Wiley & Sons, Inc.

Le differenze di genere nell'alfabetizzazione finanziaria in Italia

Note esplorative

E.E. Rinaldi(*)

1 Introduzione

Uno dei risultati più eclatanti delle indagini internazionali OCSE-PISA sull'alfabetizzazione finanziaria (*financial literacy*) è quello delle significative differenze di genere riscontrate negli studenti italiani: l'alfabetizzazione finanziaria è più alta nei ragazzi rispetto alle ragazze. Questo è emerso solo in Italia, sia nell'indagine del 2012 (OCSE, 2014a, 2014b) sia in quella del 2015 (PISA, 2017). Il risultato è stato confermato anche controllando per la conoscenza degli studenti in matematica e lettura. Anche tra gli italiani adulti, gli uomini conseguono risultati migliori nelle prove di alfabetizzazione finanziaria rispetto alle donne (The European House Ambrosetti, 2008; Lusardi e Mitchell, 2011; Consorzio Pattichiari, 2014), mentre ciò non vale fra i bambini (Sartori e Ongari, 1999) e i preadolescenti (Rinaldi e Todesco, 2012).

Oggi, lo studio delle differenze di genere nell'alfabetizzazione finanziaria (e, più in generale, nei *pattern* di socializzazione finanziaria) è considerato essenziale per vari motivi. *In primis*, come mostrano varie ricerche condotte nei Paesi occidentali, la crisi economica ha colpito fortemente le donne, esponendole a maggiori rischi di povertà, specie nel caso di madri single, donne divorziate, vedove e anziane. In secondo luogo, le donne continuano a registrare redditi inferiori rispetto agli uomini

(*) Emanuela E. Rinaldi, Dottore di ricerca, Ricercatrice in Sociologia dei processi culturali e comunicativi presso l'Università degli Studi di Udine, Dipartimento di Lingue e Letterature, Comunicazione, Formazione e Società – DILL. Ha una lunga esperienza in studi sulla socializzazione economica e l'educazione finanziaria. È titolare di un Master in Economic Psychology (University of Exeter, UK) e di un Dottorato di ricerca in Sociologia e metodologia di ricerca sociale (Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano). Collabora con organizzazioni non governative e istituzioni pubbliche nell'ambito di progetti di educazione finanziaria ed educazione alla cittadinanza in tutta Italia. È membro del Comitato Direttivo di AEEE-Italia (Associazione europea per l'educazione economica), del Comitato Scientifico di AIS-Education e del gruppo di ricerca SCUOLA presso la Fondazione ISMU. Tra le sue pubblicazioni recenti: 'Perché educare alla finanza? Una questione sociologica', FrancoAngeli, 2015; (a cura di) 'Fiabe e denaro. Un libro per educare al risparmio e all'economia', Edizioni dEste, 2013; 'Giovani e denaro: percorsi di socializzazione economica', Unicopli, 2007.

Email: emanuela.rinaldi@uniud.it

(a parità di qualifiche) e livelli minori di prestazioni pensionistiche, malgrado l'aumentare dei livelli di formazione e partecipazione al lavoro. Come possiamo spiegare questa differenza di genere, che sembra acuirsi tra l'adolescenza e l'età adulta? In queste note si cercherà, per quanto brevemente, di rispondere al quesito esponendo possibili spiegazioni esplorative, tratte dalla letteratura psicologica e sociologica.

2 Il materialismo

Varie indagini condotte in Italia su bambini (Sartori e Ongari, 1999; Rinaldi e Giromini, 2002), preadolescenti (Junior Achievement 2011) e teenager (Dosso e Rosci, 2000; Dei, 2006), mostrano che i ragazzi attribuiscono più importanza al denaro quale mezzo per raggiungere la felicità e il successo, rispetto alle ragazze (potremmo chiamare questa tendenza 'materialismo', seppur in modo non del tutto proprio). Inoltre, i ragazzi associano più spesso il denaro a significati positivi (come il rispetto, la forza, il prestigio, la soddisfazione professionale) piuttosto che negativi o ambivalenti (invidia, cupidigia, egoismo – Prince, 1993; Zelizer, 1994; Deutsch, Roksa e Meeske, 2003), mentre le ragazze presentano un atteggiamento nei confronti dei soldi più ambivalente. Il denaro è un tema più pregnante e positivo per i ragazzi che per le ragazze, pertanto è plausibile aspettarsi che i ragazzi siano più predisposti a investire tempo ed energie per accrescere le proprie conoscenze in ambito finanziario, conseguendo così una maggiore alfabetizzazione finanziaria.

Il materialismo e la scelta dell'istruzione superiore

Il significato diverso attribuito da ragazzi e ragazze al denaro in preadolescenza potrebbe influenzarne anche le scelte rispetto all'istruzione superiore e alla carriera professionale da adulti. Rispetto alle scelte nel campo dell'istruzione, per esempio, l'Italia ha mostrato a lungo una segregazione di genere nei settori tecnico-scientifici e, anche se in maniera minore, nelle discipline economiche, cui solitamente si iscrivono e si laureano più maschi che femmine (Triventi, 2010). Questi settori si annoverano tra quelli che offrono maggiore probabilità di percepire gli stipendi medi più alti (ISTAT, 2010). Peraltro, livelli più alti di reddito sono correlati (benché non direttamente) a una maggiore alfabetizzazione finanziaria. Pertanto, la scelta dell'istruzione superiore potrebbe essere un'altra modalità con cui i *pattern* di socializzazione al lavoro e nel lavoro di ragazzi e ragazze si differenziano, subito dopo gli studi superiori, portando i primi a sviluppare maggiori competenze e conoscenze in materia finanziaria.

Il materialismo e la rilevanza del diritto a ricevere denaro

Una ricerca sulla costruzione sociale dell'identità di genere condotta tra preadolescenti italiani ha rilevato che i ragazzi sono più propensi delle ragazze a 'reclamare' il diritto a ricevere soldi dai genitori: quando classificano le caratteristiche

dei buoni genitori, infatti, i ragazzi danno più importanza a *'consentire ai bambini di avere dei soldi'* rispetto alle ragazze. Inoltre, vari studi mostrano che in Italia i ragazzi ricevono paghette più cospicue rispetto alle ragazze (Ciccotti e Sabbadini, 2007; Ruspini, 2008). Questi risultati possono essere in parte dovuti al fatto che, come evidenziato da Williams (2001), le ragazze sono più condizionate dalla cosiddetta *'ansia di mercificazione'* rispetto ai ragazzi, ossia dalla paura di un mondo intaccato dalla mercificazione delle relazioni intime, dove il denaro pervade anche la relazione familiare e la cosiddetta *'economia del prendersi cura'*. Le ragazze, quindi, possono tendere ad attribuire meno importanza al denaro e al diritto di riceverlo, diminuendo così le proprie opportunità di imparare a gestirlo. Inoltre, esse sviluppano meno frequentemente l'aspettativa di diventare *'la capofamiglia'* incaricata di mantenere il nucleo familiare, perciò possono anche attribuire meno importanza al conseguimento di un'indipendenza economica nella vita (si veda per esempio, Pahl, 1989; Rinaldi, 2007; Facchini, 2008).

3 *Pattern di socializzazione: differenze tra norme, aspettative e valori*

Altri studiosi hanno suggerito che il gap di genere nell'alfabetizzazione finanziaria nasca da differenze nelle pratiche e nelle aspettative dei genitori rispetto ai figli o alle figlie durante la socializzazione finanziaria. Pratiche e aspettative a loro volta alimentano timori, preferenze e fiducia diverse in materia di denaro tra figli maschi e femmine (Prince, 1993; Rabow e Newcomb, 1992; Zelizer, 1994; si veda anche l'analisi di Bertrand, 2011). Ad esempio, i genitori incoraggiano più spesso i maschi, rispetto alle femmine, a svolgere da grandi professioni molto remunerative e a svolgere il ruolo di *unico bread-winner* della famiglia. In altri termini, come sostenuto dal quadro offerto dalla prospettiva culturale della sociologia del denaro (Baker e Jimerson, 1992), i significati simbolici, le preferenze e gli atteggiamenti che ragazzi e ragazze associano al denaro durante la crescita possono giocare un ruolo importante nel loro modo di usare il denaro e nel tipo di conoscenza che matureranno rispetto alle questioni finanziarie¹. Adottando una prospettiva costruttivista sociale, come evidenziato da Danes e Haberman (2007), si può supporre che le donne esperiscano maggiori difficoltà nella gestione del denaro perché, nella transizione all'età adulta, non si aspettano di dover affrontare tali difficoltà (o non a un livello problematico molto alto), come invece accade agli uomini (Anthes e Most, 2000; Chen e Volpe, 1998). I partecipanti al progetto pilota *'donne e denaro'* sponsorizzato da National Endowment for Financial Education e American Association for Retired Persons, citato da Danes e Haberman (2007), hanno individuato dei messaggi sociali inerenti al denaro veicolati alle ragazze sin dalla tenera età e protratti per tutta la vita.

Fra gli esempi di messaggi socialmente dominanti sono stati identificati i seguenti: le donne non meritano il benessere finanziario; le ragazze sono formate per

1 Si veda altresì Gudmondson e Danes (2011).

essere finanziariamente dipendenti e ricercare sicurezze anziché assumere rischio; una donna finirà per rimanere sola se è troppo competente in campo finanziario (Anthes e Most, 2000). Quindi, diverse aspettative di ruolo conducono a diverse convinzioni e comportamenti di status. In base alla *Status Characteristics Theory*, le regole del sistema dei generi sono codificate in stereotipi di genere ampiamente diffusi, che alla radice contengono convinzioni di status (Berger, Cohen e Zelditch, 1972)². Anche tali convinzioni costituiscono il quadro culturale usato dagli attori, sin dall'infanzia, per percepire e rendere 'operative' le differenze e le disuguaglianze di genere (si veda altresì Ruspini, 2012). Per esempio, se le ragazze si aspettano di guadagnare meno degli uomini, potranno essere meno disposte a negoziare uno stipendio più alto in un colloquio, o a scegliere un lavoro più remunerativo. Un'indagine recente condotta su 1.300 bambini alla scuola primaria, per esempio, ha rilevato che anche a 8-9-10 anni i maschi esprimono maggiormente la volontà di svolgere un lavoro ben retribuito, da adulti, rispetto alle ragazze (Rinaldi, 2017). Pertanto, *pattern* di socializzazione diversi possono modellare livelli diversi di materialismo e interesse per l'approfondimento delle proprie conoscenze finanziarie.

Basso livello di autoefficacia finanziaria

Alcune ricerche hanno mostrato che i ragazzi beneficiano di un maggior livello di autoefficacia nella gestione del denaro rispetto alle ragazze. Questi risultati possono rispecchiare una convinzione di status, in base alla 'teoria delle caratteristiche di status' (Berger, Fisek, Norman e Zelditch, 1977; Ridgeway, 2001; Ridgeway, *et al.*, 2009). Secondo la teoria, le disuguaglianze di genere sono dovute anche alle convinzioni di status (*status beliefs*), ossia a «*widely held cultural beliefs that link greater social significance and general competence, as well as specific positive and negative skills, with one category of a social distinction (e.g., men) compared to another (e.g., women)*» (Ridgeway, 2001, p. 638). Sulla scia di questo ragionamento, le ragazze potrebbero essere meno autoefficaci nel conoscere e gestire il denaro rispetto ai ragazzi, perché la loro valutazione è influenzata da una convinzione di status. Questo potrebbe spiegare perché il numero di donne che rispondono 'Non so' nelle prove di alfabetizzazione finanziaria è più alto del numero di uomini, anche quando conoscono la risposta giusta (si veda anche Bucher-Koenen *et al.*, 2016). In letteratura vi sono esempi del fatto che sia uomini sia donne spesso sono eccessivamente sicuri di sé, in funzione del campo che si esamina: ad esempio,

2 La teoria Expectation states theory è una teoria psicologica sociale, introdotta da Joseph Berger e colleghi, che spiega come le competenze attese formino la base di gerarchie di status nei piccoli gruppi. Il ramo più conosciuto della teoria, la teoria delle caratteristiche di status, si occupa del ruolo di informazioni sociali specifiche (quali, razza, genere e capacità specifiche) nell'organizzazione delle gerarchie stesse. Più di recente, la sociologa Cecilia Ridgeway ha usato la teoria per spiegare come le convinzioni sullo status siano associate all'appartenenza a determinati gruppi sociali e possano riflettersi in disuguaglianze sociali. Ridgeway (2011) si basa anche sulla teoria della costruzione di status, che afferma che laddove diversi gruppi (ad esempio, uomini e donne) interagiscono nel tempo, spesso le gerarchie di status faranno sì che un gruppo sia visto come più competente dell'altro in alcuni campi (ad esempio, finanza, cura dei bambini, lo sport del calcio). Se l'effetto si ripete nel tempo, il gruppo con la gerarchia di status più alta diventerà più influente e il gruppo con la gerarchia di status più bassa sarà più incline ad arrendersi al volere dello status più alto (per esempio: stipendi più bassi per le donne, meno potere politico, meno posizioni nel mercato finanziario).

gli uomini sono più *overconfident* (eccessivamente sicuri) rispetto alle donne in relazione ai propri successi in condizioni di rischio finanziario (si veda l'analisi in Croson e Gneezy, 2009).

I ragazzi fanno più esperienze professionali e prima

Chen e Volpe (2002) sottolineano che negli Stati Uniti, al college, gli studenti con meno esperienza professionale tendono a essere meno preparati nelle materie finanziarie. Quindi, le attività lavorative (quantità, tipo ed età d'inizio) possono condizionare in modo significativo l'alfabetizzazione finanziaria. In Italia vi sono validi riscontri del fatto che i maschi sperimentano l'attività lavorativa in anticipo rispetto alle femmine (ISTAT, 2002; Finocchietti, 2004; Dei, 2006; IRES, 2008), pertanto si può supporre che il gap di genere nell'alfabetizzazione finanziaria si sviluppi in adolescenza e si rinforzi nell'età adulta, rispecchiando le differenze di genere nell'età della prima esperienza professionale e nel numero di ore di lavoro. Il tema merita di essere approfondito tramite l'analisi di database internazionali (come quello OCSE-PISA sull'alfabetizzazione finanziaria), per evidenziare non solo le differenze di genere, ma anche quelle culturali nella socializzazione *al* e *nel* lavoro.

4 L'alfabetizzazione matematica

Per un quadro completo dei fattori che possono spiegare le differenze di genere nell'alfabetizzazione finanziaria, prendiamo ora in considerazione l'*alfabetizzazione matematica*. Le differenze di genere nelle materie STEM (Science Technology Engineering and Mathematics) sono diffuse in molti Paesi dell'OCSE, inclusa l'Italia, dove la matematica è l'unica materia in cui solitamente le ragazze tendono a ottenere risultati peggiori rispetto ai ragazzi (Contini, Di Tommaso e Mendolia, 2017). Poiché, secondo i dati PISA, l'alfabetizzazione matematica e quella finanziaria sono strettamente legate, si potrebbe affermare che il gap di genere nell'alfabetizzazione finanziaria si possa spiegare con il gap in matematica, dovuto a fattori biologici, socioeconomici e culturali³. Tuttavia, analisi basate sugli ultimi dati OCSE-PISA (2017) mostrano che il gap di genere nell'alfabetizzazione finanziaria, per cui i ragazzi conseguono risultati migliori delle ragazze, persiste anche dopo il controllo delle variabili di alfabetizzazione matematica, di *reading literacy* e di status socio-economico di base. Pertanto, sembra che il fattore matematico non possa spiegare la differenza di genere nell'alfabetizzazione finanziaria, almeno tra gli studenti quindicenni italiani. In futuro, sarebbe opportuno svolgere ulteriori analisi per confermare tale risultato.

3 In un recente studio, i fattori che, si è dimostrato, condizionano le prestazioni in matematica tra gli studenti e le studentesse italiani escludono i fattori biologici bensì sono: lo status socioeconomico, la formazione parentale, la professione dei genitori e la loro partecipazione ai compiti scolastici dei bambini – si veda: Contini, Di Tommaso e Mendolia (2017).

5 Conclusioni

Nella presente nota, si citano alcune possibili spiegazioni rispetto al gap dell'alfabetizzazione finanziaria di genere. Non serve precisare che queste affermazioni dovrebbero essere combinate in un modello più ampio e testate sia su base sperimentale sia 'sul campo' fuori dal laboratorio (come raccomandato da molte analisi sulle differenze di genere; si veda per esempio, Bernard 2011). Sarebbe importante inoltre che gli studiosi collaborassero in un'ottica interdisciplinare per ottenere un quadro d'analisi più completo. Ad oggi in Italia le donne tendono a sperimentare maggiori difficoltà finanziarie, a vivere più a lungo e a sostenere spese sanitarie più alte rispetto agli uomini: pertanto, il tema dovrebbe essere prioritario nell'agenda degli studiosi, al fine di promuovere lo sviluppo di politiche e programmi educativi *gender-sensitive*, mirati a ridurre il gap finanziario di genere per i cittadini di oggi e le generazioni future.

Bibliografia

- Anthes, W.L. e B.W. Most (2000), Frozen in the head-lights: The dynamics of women and money. *Journal of Financial Planning*, 13 (9), 130-142
- Baker, W.E. e J.B. Jimerson, (1992), The Sociology of Money. *American Behavioral Scientist*, 35 (6), 678-693
- Berger, J., M.H. Fisek, R.Z. Norman e M.Jr. Zelditch (1977), Status Characteristics and Social interaction: An Expectation States Approach. NY: Elsevier Science
- Berger, J., M.H. Fisek, R.Z. Norman e M.Jr. Zelditch (1977), Status Characteristics and Social interaction: An Expectation States Approach. NY: Elsevier Science
- Bertrand M. (2011), 'New Perspectives on Gender', in O. Ashenfelter, D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Elsevier, vol. 4B, 1543-1590
- Besozzi, E. (ed.) (2003), *Il genere come risorsa comunicativa*, Milano, FrancoAngeli
- Bucher-Koenen T., R. Alessie, A. Lusardi A. e A. van Rooij (2016), Women, confidence, and financial literacy, febbraio, Working paper, febbraio, <https://institute.eib.org/wp-content/uploads/2016/10/women-conf-lit.pdf>
- Chen, H. e R.P. Volpe (1998), An analysis of personal financial literacy among college students. *Financial Services Review*, 7 (2), 107-128
- Chen, H. e R.P. Volpe (2002), Gender differences in personal financial literacy among college students. *Financial Services Review*, 11, 289-307
- Ciccotti E. e L.L. Sabbadini (2007), Come cambia la vita dei bambini. Indagine statistica multiscopo sulle famiglie, Questioni e Documenti. Quaderni del Centro Nazionale di documentazione e analisi per l'infanzia e l'adolescenza (42), Firenze: Istituto degli Innocenti
- Consorzio Pattichiari (ed) AA. VV. (2014), *Le Competenze economico-finanziarie degli Italiani*, Roma: Bancaria editrice
- Contini D., M.L. Di Tommaso e S. Mendolia (2017), The gender gap in mathematics achievements: evidence from Italian data, <http://www.siecon.org/online/wp-content/uploads/2016/09/DI-TOMMASO.pdf>
- Crosan, R. e U. Gneezy (2009), Gender Differences in Preferences. *Journal of Economic Literature*, 47 (2), 1-27
- Danes S.H. e H.R. Haberman (2007), Teen Financial Knowledge, Self-Efficacy, and Behavior: A Gendered View, in *Financial Counseling and Planning*, Volume 18, Issue 2, 48-60
- Dei M., (2006), *Economia e società nella cultura dei giovani*, Milano, FrancoAngeli
- Deutsch, F.M., J. Roksa e C. Meeske (2003), How Gender Counts When Couples Count Their Money. *Sex Roles*, 48 (7/8), April 291-304
- Dosso C. e E. Rosci (2000), Gli adolescenti e l'uso del denaro, in *Supplemento a Laboratorio IARD*, n.4 - dicembre
- Facchini, C. (ed.) (2008), *Conti aperti: denaro, asimmetrie di coppie e solidarietà tra le generazioni*, Bologna, Il Mulino
- Finocchietti, G. (2004), Students and universities in Italy in an age of reform, *European Journal of Education*, 39 (4), 459-446
- Gudmondson C.G. e S.M. Danes (2011), Family Financial Socialization: Theory and Critical Review, in *Journal of Family and Economic Issues*, 32, 644-66
- IRES (2008), I diritti dell'infanzia e dell'adolescenza in Italia. 4° Rapporto di aggiornamento sul monitoraggio della Convenzione sui diritti dell'infanzia e dell'adolescenza in Italia, 2007-2008
- ISTAT (2010), I laureati e il mercato del lavoro. Inserimento professionale dei laureati - Indagine 2007, 3, Roma, ISTAT
- ISTAT, Ministero del lavoro e delle politiche sociali (2002), Sistema informativo sul lavoro minorile. Bambini, lavori e lavoretti. Verso un sistema. (December 3, 2011, <http://www3.istat.it/istat/eventi/2002/lavorominorile/minori.pdf>)
- Junior Achievement (2010), Educazione Finanziaria: Una nuova generazione di risparmiatori. Indagine sui preadolescenti italiani, research report, <http://www.jaitalia.org/pubblicazioni/>
- Lusardi A. e O.S. Mitchell (2011), Financial literacy around the World. An overview, NBER Working Paper Series (<http://www.nber.org/papers/w17107.pdf>)
- OCSE (2014a), PISA 2012 Results: Students and Money: Financial literacy Skills for the 21st Century (Volume VI), PISA, OCSE Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264208094-en>
- OCSE (2014b), Pisa in FOCUS. I quindicenni sanno gestire i soldi?, OCSE Publishing, luglio, www.OCSE.org
- Pahl J. (1989), *Money and Marriage*, London: Macmillan
- PISA (2017), PISA 2015 Results, Students' financial literacy, Report, Vol IV.
- Prince, M. (1993), Women, Men, and Money Styles. *Journal of Economic Psychology*, XIV, 175-182

- Rabow J. e M.D. Newcomb (1999), Gender, socialization and money, in *Journal of Applied Social Psychology*, 29 (4), 852-869
- Ridgeway, C.L. (2001), Gender, Status, and Leadership. *Journal of Social Issues*, 57, 637-655
- Ridgeway, C.L., K. Backor, Y.E. Li, J.E. Tinkler e K. E. Erickson (2009), How easily does a social difference become a status distinction? *Gender matters, American Sociological Review*, 74, 44- 46
- Rinaldi E., (2007), *Giovani e denaro: percorsi di socializzazione economica*, Milano, Unicopli
- Rinaldi E. e E. Giromini (2002), The importance of money to Italian children, in *International Journal of Advertising & Marketing to Children*, July-September, 53-59
- Rinaldi E. e L. Todesco (2012), Financial literacy and Money Attitudes: Do Boys and Girls Really Differ? A Study among Italian Preadolescents, in *Italian Journal of Sociology of Education*, 11 (2), 143-165
- Rinaldi E.E. (2017), *I bambini e gli usi sociali del denaro. Rapporto di ricerca del progetto TORTA DELL'ECONOMIA*, research report, in progress
- Ruspini E. (ed) (2008), *Educare al denaro. Socializzazione economica tra generi e generazioni*, Milano, FrancoAngeli
- Ruspini, E. (2009). *Le identità di genere - seconda versione aggiornata*. Roma: Carocci
- Ruspini, E. (2012). Girls, Boys, Money. Economic Socialisation, Gender and Generations in Italy. In «*Revue internationale de sociologie*», 22(1), 514-529
- Sartori F. e Ongari B. (1999), I bambini e l'uso del denaro, in *Supplemento a Laboratorio IARD*, n.3 - settembre
- The European House-Ambrosetti, Consorzio PattiChiari (2008), *L'educazione finanziaria in Italia. La prima misurazione del livello di cultura finanziaria degli italiani, Presentazione dell'Indice della Cultura Finanziaria del Consorzio PattiChiari (ICF PattiChiari) elaborato in collaborazione con The European House-Ambrosetti, rapporto di ricerca*
- Triventi, M. (2010). Something changes, something not. Long-term trends in gender segregation offfields of study in Italy. *Italian Journal of Sociology of education*, 2, 47-80
- Williams, J. (2001). *Unbending Gender: Why Family and Work Conflict and What to Do about It*. New York: Oxford University Press
- Zelizer V.A. (1994), *The social meaning of money*, New York: Basic Books

Potenziamento dei programmi di educazione finanziaria

Come decidere nell'incerto mondo della finanza

I *nudge* adattivi a razionalità limitata

Riccardo Viale

- 1 L'economia comportamentale è un'impresa autenticamente descrittiva?
- 2 La razionalità nel '*large world*'
- 3 *Nudge* adattivi a razionalità limitata ('Bounded Rational Adaptive Nudges', BRAN) per potenziare il processo decisionale finanziario
- 4 L'approccio BRAN

Aumentare l'alfabetizzazione finanziaria grazie alle neuroscienze e all'apprendimento esperienziale

Capire il funzionamento del cervello per fornire soluzioni più efficaci

Duccio Martelli

- 1 Introduzione all'utilizzo delle neuroscienze applicate all'apprendimento
- 2 L'apprendimento esperienziale
- 3 Possibili applicazioni future per migliorare l'alfabetizzazione finanziaria

Dal *nudging* alla consapevolezza nelle decisioni di risparmio previdenziale

Barbara Alemanni

- 1 Introduzione
- 2 Pro e contro del *nudging* nel risparmio pensionistico
- 3 Dal *nudging* al coinvolgimento: come 'incoraggiare' la consapevolezza attiva nelle decisioni in ambito pensionistico
- 4 Alcune considerazioni conclusive

Il *debiasing* dell'educazione finanziaria

Gabriella Agrusti, Giovanni Ferri e Claudio Giannotti

- 1 Introduzione
- 2 Il ruolo degli insegnanti nell'educazione finanziaria
- 3 Riflessioni preliminari da un'indagine sul campo con una classe di studenti
- 4 Conclusioni

Fiducia e alfabetizzazione finanziaria

Sostituti o complementi?

Caterina Cruciani e Ugo Rigoni

Come decidere nell'incerto mondo della finanza

I *nudge* adattivi a razionalità limitata

R. Viale^(*)

1 L'economia comportamentale è un'impresa autenticamente descrittiva?

Herbert Simon, il padre fondatore della economia comportamentale indicava due principi fondamentali per la teoria economica: 1) l'economia deve essere una impresa genuinamente descrittiva e con una chiara base empirica; 2) il riferimento normativo deve essere il concetto di 'razionalità limitata', cioè deve basarsi sulle capacità adattive della mente umana in rapporto all'ambiente caratterizzato, prevalentemente, da incertezza e complessità.

Quando Herbert Simon fece i primi tentativi di modificare empiricamente la teoria economica, la sua metodologia e le sue coordinate epistemologiche erano realiste (Simon, Egidi, Viale e Marris, 1992; Simon, 2009). L'oggetto principale delle sue critiche era l'approccio convenzionalista e strumentalista dell'*as-if* di Milton Friedman (1953). Un'impresa descrittiva, in economia, doveva superare i presupposti della razionalità illimitata dell'economia classica: interesse personale, forza di volontà e capacità di calcolo illimitati. Il programma dell'economia comportamentale avviato da Simon mirava a sostituire queste ipotesi aprioristiche con altre più realistiche. Quanto realismo psicologico hanno portato, nell'economia, gli economisti comportamentali? Purtroppo ben poco, perché l'economia neoclassica e l'economia comportamentale hanno in comune alcune barriere, figlie della fiducia condivisa nel principio dell'*as-if* di Friedman (Berg e Gigerenzer, 2010). Tutte le teorie comportamentali

(*) Riccardo Viale è Professore ordinario di Metodologia delle Scienze Sociali e docente di Scienze Comportamentali e Decision-Making presso il Dipartimento di Sociologia e Ricerca Sociale dell'Università degli Studi di Milano-Bicocca; Professore di Economia Comportamentale presso la School of Government e la School of European Public Policy della LUISS di Roma; Visiting Researcher presso il Max Planck Institute on Human Development di Berlino; Presidente del Cognitive Insights Team, Torino; Segretario generale della Herbert Simon Society; Direttore di Mind & Society. Fra le sue pubblicazioni più recenti: Oltre il Nudge (Il Mulino, 2018); The Handbook on Bounded Rationality (Routledge, 2018); The Cognitive Unconscious and Human Rationality - con Laura Macchi and Maria Bagassi (The MIT Press, 2016); Methodological Cognitivism - voll. I e II (Springer, 2012 e 2013).

Email: riccardo.viale@unimib.it; riccardo.viale@herbertsimonsociety.org

patiscono gli stessi inconvenienti dell'economia neoclassica, derivanti dalla supposizione che le scelte rischiose nascano da un processo di ponderazione e calcolo della media di tutte le unità d'informazione rilevanti, nonché dall'ipotesi che chi prende le decisioni conosca la serie di azioni obiettivamente praticabili e l'elenco degli inconvenienti associati alle lotterie o le probabilità degli esiti noti (Berg e Gigerenzer, 2010). Il passaggio dall'economia neoclassica all'economia comportamentale e, in particolare, con l'impatto del Paradosso di Allais, *dalla teoria dell'utilità attesa alla teoria del prospetto*, sembra basarsi sull'introduzione di espressioni matematiche più complesse, con parametri oggettivi, in modo da rendere il risultato del calcolo più aderente alle scelte osservate rispetto alle lotterie (Berg e Gigerenzer, 2010).

La funzione oggettiva di ponderazione e calcolo è usata come se (*as-if*) fosse un modello mentale. Ma non lo è. È una mente inventata, uno strumento valido per fare inferenze a posteriori con l'introduzione di parametri idonei al fine di raggiungere un coefficiente di determinazione migliore.

Lo stesso modello metodologico si osserva in molte altre teorie comportamentali (Berg e Gigerenzer, 2010). Per esempio, il *modello della preferenza sociale* di Fehr e Schmidt (1999) riconosce l'idea che le persone guardano ai guadagni degli altri e modifica, pertanto, la funzione di utilità aggiungendo almeno altri due parametri. In particolare, si suppone che le persone massimizzino la funzione di utilità non solo in base ai propri guadagni personali, ma anche secondo una funzione comportamentale o di utilità legata ai vantaggi degli altri. Per fare ciò, il decisore assegna vantaggi e costi a ciascun elemento dello spazio della scelta, in base alla somma ponderata dei vantaggi intrinseci dei propri guadagni unitamente ai vantaggi psichici derivanti dal superare gli altri e dei costi psichici derivanti dal restare indietro. L'autore della decisione selezionerà l'azione con il maggior punteggio di utilità in base a una somma ponderata. Un altro modello dell'*as-if* è il modello di Laibson (1997) sull'*impulsività nei consumi*, un *bias* psicologico che conferisce troppo peso al presente rispetto al futuro. Questo modello, quindi, riduce il peso su tutti gli atti di consumo futuri, ossia riduce il peso di tutti i termini nella somma ponderata delle utilità salvo quello del termine che rappresenta l'utilità del consumo presente. L'ipotesi irrealistica è evidente: l'autore della decisione, dopo una ricerca esaustiva di tutti i possibili atti di consumo, calcola la somma ponderata dei termini di utilità per ciascun atto e sceglie quello con il punteggio di utilità ponderata più alto. Lo scostamento tra il valore secondo la versione neoclassica e il nuovo parametro che riduce il peso sul futuro è considerato una conferma empirica del modello (Berg e Gigerenzer, 2010).

La metodologia strumentalista e convenzionalista dell'economia comportamentale si avvale dell'aggiunta di parametri liberi per aumentare il realismo dei modelli. Così facendo, migliora l'adattamento al campione e il coefficiente di determinazione. La maggior parte dei filosofi della scienza, nella tradizione sia realista (ad esempio Hacking, 1983) sia antirealista (ad esempio van Fraassen, 1980), concorda sull'*adeguatezza empirica*, come successo nella previsione, in particolare di fatti nuovi, quale primo principio nella decisione tra ipotesi concorrenti (Viale, 2013). Un gran numero di parametri liberi, invece, consente al modello di essere adattato a molte serie di dati, senza generare previsioni di successo oltre alla spiegazione dei

dati del campione. Al contrario, la prova più insidiosa, per una teoria, consta nella previsione di eventi futuri con l'uso di una singola serie di parametri fissi. Qualcosa che pochi modelli dell'economia comportamentale osano fare.

2 La razionalità nel *'large world'*

Si è visto come l'economia comportamentale non sia in grado di soddisfare i requisiti di realismo necessari a fondare empiricamente la teoria economica. Questa carenza di realismo empirico indebolisce il tentativo prescrittivo di fornire soluzioni che migliorino il benessere del cittadino, come nel caso della Teoria del *Nudge* (Thaler e Sunstein, 2008). Senza una teoria con una adeguata base empirica è infatti più difficile rappresentare e prevedere il comportamento del cittadino (Viale, 2018). A questa debolezza se ne somma un'altra. I modelli normativi di razionalità a cui l'economia comportamentale fa riferimento sono quelli dell'economia neoclassica che sono applicabili solo in contesti caratterizzati dal rischio e non dall'incertezza. Al contrario i problemi della vita reale si collocano in un ambiente complesso. Sono generalmente imprecisati; gli obiettivi non sono definiti; non sappiamo cosa può fungere da alternativa e quante alternative ci sono; non è chiaro quali potrebbero essere le conseguenze e come possiamo stimarne le probabilità e le utilità. Questo ambiente, che potremmo chiamare 'mondo vasto' (*'large world'*, Savage, 1954) è caratterizzato dall'incertezza. I 'mondi piccoli', al contrario, sono in teoria prevedibili, privi di sorprese e caratterizzati dalla conoscenza di tutte le variabili rilevanti, delle loro conseguenze e probabilità relative. Le condizioni del mondo piccolo sono i requisiti della razionalità neoclassica, come sottolineato da Simon nel suo discorso per il Premio Nobel (1979, p. 500). In questi mondi, i problemi possono essere sì ben definiti, ma anche non trattabili in termini computazionali. Com'è noto, un esempio di problema trattabile in termini computazionali è il gioco dei dadi o della roulette. Al contrario, un problema ben definito quale il gioco degli scacchi non si può trattare in termini computazionali. In ogni caso, il mondo reale, il più delle volte, è vasto e queste condizioni di conoscenza sono soddisfatte solo raramente. Essendo soddisfatte raramente, i requisiti razionali normativi dell'economia neoclassica sono ingiustificati e l'applicazione delle loro teorie può facilmente rivelarsi disastrosa (Stiglitz, 2010). Purtroppo, l'economia comportamentale, criticando il lato descrittivo dell'economia neoclassica senza, però, davvero proporre un modello realista alternativo del processo decisionale, mantiene il modello normativo. Infatti, il programma 'Euristiche e *Bias*', sviluppato per far fronte al cosiddetto comportamento irrazionale umano caratterizzato da *bias* ed errori formali causati da meccanismi psicologici come le euristiche (Thaler, 1991, p. 138), è estremamente chiaro in merito:

«A demonstration that human choices often violate the axioms of rationality does not necessarily imply any criticism of the axioms of rational choice as a normative idea. Rather, the research is simply intended to show that for descriptive purposes, alternative models are sometimes necessary».

In un mondo vasto, gli assiomi della razionalità non si possono applicare. Pertanto non possono essere considerati canoni normativi di razionalità praticabili. Inoltre, come nota correttamente Jonathan Cohen (1981):

«However, nothing in the existing literature on cognitive reasoning, or in any possible future results of human experimental enquiry could have bleak implications for human rationality, in the sense of implications that establish a faulty competence» (p. 152).

Di conseguenza l'etichetta di comportamento irrazionale attribuita ai *bias* e agli errori è giustificata? In un mondo vasto, la razionalità dev'essere giudicata in relazione al corretto adeguamento delle scelte e delle soluzioni ai problemi di un dato ambiente. La razionalità non può essere formale bensì solo *ecologica*. Contro-intuitivamente, la razionalità formale dovrebbe essere considerata patologica, poiché non offre canoni o ragionamenti per adeguare correttamente il comportamento all'ambiente. Al contrario, i paternalisti libertari¹ credono che le persone siano vittime di errori di ragionamento sistematici a causa dei loro limiti cognitivi nel realizzare lo standard normativo della razionalità formale. Affermano anche che questi errori comportano gravi costi per il benessere umano. In realtà, non ci sono dati che provino che sia così. Per esempio, un riesame sistematico di centinaia di studi sul *framing* non ne evidenzia alcuno che mostri che gli effetti di *framing* implicano costi reali per la salute o la ricchezza (Arkes, Gigerenzer e Hertwig, 2015).

3 *Nudge* adattivi a razionalità limitata ('Bounded Rational Adaptive Nudges', BRAN) per potenziare il processo decisionale finanziario

Viviamo in un mondo vasto dove i canoni della razionalità neoclassica sono ingiustificati, da un punto di vista sia descrittivo sia normativo. Pertanto, gli errori di ragionamento, le fallacie e i *bias*, che il paternalismo libertario si impegna a superare, il più delle volte non sono irrazionalità. Inoltre, i modelli di processo decisionale introdotti dagli economisti comportamentali sono finzioni strumentali secondo il principio *as-if*. L'aggiunta di parametri e trasformazioni per garantire che una funzione oggettiva di somma e ponderazione possa essere adatta ai dati delle scelte osservate non è un modello di rappresentazione realista del processo decisionale, come ci si aspetterebbe nella tradizione della razionalità limitata.

Che tipo di caratteristiche dovrebbe avere una teoria di *policy making* di stampo cognitivo? Che tipo di *nudge* è possibile praticare, per aiutare i cittadini a conseguire il proprio benessere?

1 Il paternalismo libertario è il riferimento etico e politico della *nudge theory*. Ha una doppia valenza. In quanto paternalismo, mira a rimediare alle tendenze irrazionali e autolesioniste dei cittadini 'orientandoli gentilmente' a decidere razionalmente, per il loro bene. Nella forma libertaria, mira a dare l'ultima parola all'esito dei processi coscienti e deliberativi del singolo cittadino, che può sempre scegliere di resistere al *nudge*.

La proposta di un *Nudge* Adattivo a Razionalità Limitata (*Bounded Rational Adaptive Nudge*, BRAN)² ha le caratteristiche seguenti.

Viviamo in un mondo vasto, ontologicamente caratterizzato da complessità, ricorsività e non linearità ed epistemicamente marcato dall'incertezza. Pertanto, la razionalità delle scelte dovrebbe essere giudicata dalla loro adattività e capacità di *problem solving*. In effetti, la razionalità limitata non è vincolata dai limiti della capacità computazionale della mente umana. Come nella metafora delle forbici di Simon (1990), la razionalità dovrebbe essere giudicata dalla soluzione che deriva dalla relazione fra mente e ambiente, fra decisione e struttura del compito.

Quali processi di ragionamento sono in grado di affrontare i compiti ambientali e risolvere i problemi? Questo quesito empirico è stato affrontato, con successo, qualche anno fa, da alcuni scienziati cognitivi: Herbert Simon, Vernon Smith Reinhard Selten e soprattutto, più direttamente, da Gerd Gigerenzer e l'Abc Group (Gigerenzer, Todd e Abc Group, 1999). Il *toolbox* adattivo delle euristiche formalizzate è il risultato di queste indagini empiriche. In svariati problemi, le euristiche semplici sono più precise dei metodi statistici standard che abbiano le stesse o più informazioni. Il risultato è noto come 'effetto *less is more*'. C'è un punto in cui di più non è meglio, bensì dannoso. C'è una relazione a U inversa tra il livello di precisione e la quantità di informazioni, calcoli o tempo (Gigerenzer e Gassmaier, 2011, p. 453). Per esempio «*starting in the late 1990s it was shown for the first time that relying on one good reason (and ignoring the rest) can lead to higher predictive accuracy than achieved by a linear multiple regression*» (Gigerenzer e Gassmaier, 2011, p. 453). Herbert Simon stesso, nel suo commento sulla quarta di copertina del volume di Gigerenzer, Todd e dell'Abc group (1999), ha parlato di una «*revolution in cognitive science, striking a great blow for sanity in the approach to human rationality*». Il toolbox si compone di molte euristiche, che si sono dimostrate superiori agli algoritmi statistici della razionalità, non nel facile compito di adattarsi a campioni di dati chiusi, bensì nel più arduo compito della previsione. Entrambi si sono rivelati una descrizione più accurata del processo decisionale e un'indicazione migliore su come decidere. Ovviamente, il successo adattivo di qualsiasi euristica dipende dal particolare ambiente in cui viene applicata. In che ambienti una data euristica avrà successo e in quali fallirà? Todd *et al.* (2011) hanno individuato un certo numero di variabili della struttura ambientale:

- 1) incertezza: l'efficacia con cui si può prevedere un criterio;
- 2) ridondanza: la correlazione fra i segnali;
- 3) dimensioni del campione: numero di osservazioni (in relazione al numero di segnali);
- 4) variabilità nei pesi: la distribuzione dei pesi dei segnali.

2 BRAN ha un doppio significato: è un acronimo, ma è anche simbolo di semplicità e frugalità (come il termine crusca a cui si riferisce).

Come valutiamo il successo adattivo nella razionalità ecologica? Scrivono Gigerenzer e Gassmaier (2011, p. 457):

«The study of ecological rationality results in comparative statement of the kind 'strategy X is more accurate (frugal, fast) than Y in environment E'...»

Che tipo di risvolti, per l'attività di elaborazione di politiche pubbliche, comporta la razionalità ecologica? Sono possibili un paternalismo libertario ispirato alla razionalità ecologica e un BRAN (*nudge* adattivo a razionalità limitata)? Quali le implicazioni rispetto all'elaborazione di politiche sul comportamento finanziario e l'educazione finanziaria?

Seguendo la distinzione del paternalismo³ libertario in edonico, cognitivo ed educativo, posso escludere il primo per l'attribuzione ingiustificata dell'etichetta di libertario⁴. Un vero paternalismo libertario mira a fornire alle persone strumenti cognitivi per meglio elaborare le informazioni e affinare i processi volontari di *problem solving* nel mondo caratterizzato dall'incertezza. In altri termini: migliorare la loro razionalità ecologica. Perciò, gli unici paternalismi libertari giustificati sembrano essere quelli cognitivo ed educativo (Viale, 2016; *in corso di pubblicazione*).

4 L'approccio BRAN

Ciò che meglio caratterizza l'approccio BRAN è la *progettazione di ambienti di scelta* che potenziano l'uso corretto del toolbox delle euristiche, unitamente a un'adeguata educazione su quando e come usarle⁵. Come si può progettare un ambiente razionale ecologico?

I prossimi due punti illustrano la parte cognitiva del paternalismo libertario mentre il terzo la parte educativa.

Innanzitutto, consideriamo che i processi di ragionamento statistico della mente si sono evoluti per operare su frequenze naturali e che i calcoli in base alla teoria bayesiana sono più semplici da fare con le frequenze naturali che con le probabilità. È risaputo che se le informazioni sono presentate come esito di un apprendimento esperienziale, la proporzione delle persone che ragionano secondo la regola di Bayes aumenta parecchio (Gigerenzer e Hoffrage, 1995). La statistica

- 3 Si veda Viale (2016; 2018; *in corso di pubblicazione*). Nel punto a valle del processo decisionale abbiamo l'architettura della scelta di uno stato di benessere. Questo set di interventi, basati principalmente su stati di *default*, che sfruttano il processo decisionale automatico, si può chiamare Paternalismo libertario edonico. Nel mezzo, si collocano dei *nudge* progettati per rinforzare la capacità di ragionamento e giudizio che, quindi, conducono alla scelta della soluzione da adottare. In questo caso, possiamo parlare di Paternalismo libertario cognitivo. Infine, più a monte abbiamo il principale intervento paternalistico che un governo possa attuare per migliorare i processi decisionali dei cittadini: lo chiameremo Paternalismo libertario educativo, ossia il tentativo di 'dare una buona canna a chi vuole pescare'.
- 4 Fra le altre cose, anche la spiegazione degli effetti della opzione di *default* attraverso i meccanismi dell'inerzia delle persone sembra non adeguatamente fondata dal punto di vista empirico. Per esempio, gli esperimenti di McKenzie, Liersch e Finklestein (2006) indicano che le persone accettano l'opzione predefinita, non per inerzia, ma perché la interpretano come una raccomandazione del *policy maker*.
- 5 Una posizione analoga è quella di Hertwig e Grune Yanoff (*in corso di stampa*) con il concetto di *boosting*.

espressa in termini di frequenze naturali migliora le inferenze bayesiane in finanza, come in molti altri ambiti (Gigerenzer e Hoffrage, 1995; Hoffrage, Lindsey, Hertwig, Gigerenzer, 2000). Pertanto, un'architettura della scelta ispirata ai BRAN dovrebbe cambiare il formato delle informazioni, nel ragionamento probabilistico applicato ai problemi finanziari, da quello in probabilità a quello in frequenze naturali. L'importanza del *nudging* sulle persone, per stimolarle a fare ragionamenti statistici corretti con l'uso del formato della frequenza naturale, è cruciale in molti ambienti (Gigerenzer, 2014). In particolare, il formato delle frequenze migliora il ragionamento statistico e bayesiano in molti giudizi in ambito finanziario e medico, per prevedere, per esempio, correttamente la probabilità di una patologia in base a una probabilità precedente e una nuova evidenza (fornita, per esempio, da un test con alcuni falsi positivi) o la probabilità di un crollo in borsa in base a una probabilità precedente e una nuova evidenza (il fallimento di una grande banca globale). Lo stesso discorso si può applicare a molte politiche pubbliche con notevoli implicazioni future per la vita umana, come un fallimento finanziario, disastri naturali, attacchi terroristici, microcriminalità, epidemie, ma anche fenomeni sociali, dove le persone si basano su una probabilità precedente e su alcune nuove evidenze, come la scelta di una banca in base a vari *ranking* o la scelta della facoltà per i figli in base al mercato del lavoro o la scelta di un ospedale per un intervento chirurgico in relazione al tasso di successo di istituti medici analoghi.

Il tema si lega a un'altra componente chiave del paternalismo libertario: come aumentare la *conoscenza del feedback* a partire dalle nostre scelte. Una delle ragioni per aumentare i feedback è che possiamo imparare dai nostri errori e non ripetere nuovamente la stessa scelta, ma non solo: possiamo anche migliorare le nostre teorie del mondo, per via induttiva. Ossia, possiamo migliorare la nostra previsione degli stati futuri del mondo, per esempio una nostra scelta futura di investimento, di un partito, di una scuola. Negli esperimenti sull'apprendimento bayesiano, le persone imparano le probabilità dall'esperienza e, successivamente, sono sottoposte a test per stabilire se giudicano in modo coerente o meno con la regola di Bayes. Molto spesso, le prove hanno un esito positivo. Pertanto, molti scienziati cognitivi concludono che i giudizi delle persone sono ampiamente coerenti con essa (Chater e Oaksford, a cura di, 2008; Gigerenzer, 2015). Questo tipo di prova è la giustificazione cognitiva di un ruolo razionale ecologico di quei *nudge* che riescono ad aumentare la conoscenza del feedback delle scelte individuali.

Sembra possibile anche progettare una *mappatura della scelta individuale in rapporto a un benessere futuro*. Per esempio, quando un soggetto deve scegliere tra diversi mutui o contratti di credito, è possibile simulare ambienti futuri semplici con pochi segnali, secondo il formato delle frequenze (per esempio, la rata mensile) e chiedergli di immaginare di essere in quella situazione. In questo caso, si tenta di creare una dimensione di razionalità situazionale e di innescare gli aspetti cognitivi insiti nella scelta. La situazione gli consentirebbe di capire meglio gli effetti futuri della propria scelta, cercando di far convergere l'utilità presente soggettiva con l'utilità futura. In altri termini, questa architettura della scelta dovrebbe incrementare la competenza delle persone nel rafforzare la loro connessione psicologica con il proprio sé futuro. Nel contesto del risparmio, ciò potrebbe significare che più

qualcuno è consapevole di essere il futuro destinatario del risparmio di oggi, più la persona sarà preparata a risparmiare per la pensione (Hertwig e Grune-Yanoff, di prossima pubblicazione). In alcuni esperimenti (Hershfield *et al.*, 2011) i partecipanti che interagivano con i loro sé futuri erano più propensi ad accettare gratifiche economiche posticipate nel tempo rispetto a quelle immediate.

In secondo luogo, si può progettare un BRAN disegnando ambienti che stimolano l'utilizzo di un'euristica idonea e corretta. Per esempio, è possibile progettare un ambiente che sfrutta la cosiddetta *intelligenza sociale* stimolando le euristiche guidate dall'informazione sociale. Le euristiche di *imitazione del successo*, per esempio, aiutano a formare una gerarchia di segnali sulla base dell'imitazione dei comportamenti di successo altrui e successivamente applicare euristiche basate su una ragione (Hertwig e Herzog, 2009). Altre euristiche includono quelle dell'imitazione, il *tit-for-tat*, le euristiche del circolo sociale e la ponderazione del giudizio degli altri per sfruttare la «*saggezza delle folle*» (Gigerenzer e Gassmaier, 2011).

Semplificare e strutturare una scelta complessa è un'altra bella sfida per la scelta euristica dei BRAN. Tra le valide proposte di Thaler e Sunstein (2008) esemplificate dall'esempio del negozio di colori, c'è anche un modo BRAN di strutturare la complessità, per esempio cercare di selezionare un ambiente che presenta elevata ridondanza e variabilità dei pesi della loro struttura. Un'alta ridondanza significa una struttura dove i segnali sono altamente interconnessi (per esempio, il valore di mercato di una azienda è interconnesso a molte altre variabili di *performance* economica). Un'alta variabilità significa una struttura in cui c'è una grande differenza di peso fra i segnali (per esempio, il peso decisionale del TAEG⁶ rispetto ad altre informazioni di un contratto di credito). In questa struttura, quando c'è anche un'alta incertezza è probabile che il processo decisionale basato su una ragione, quale quello che utilizza l'euristica *take the best*, sia in grado di consentire inferenze di successo, che possono essere superiori a quelle basate su algoritmi come l'albero di regressione e classificazione o l'analisi congiunta.

Nella maggior parte delle scelte legate al nostro benessere, come la finanza, la formazione, la salute, il cibo, i beni di consumo o l'alloggio, si deve cercare più di un segnale. In questi casi, si può seguire un'euristica sequenziale che faccia riferimento a un processo decisionale basato su una ragione. Un esempio è l'euristica lessicografica dell'eliminazione per aspetti, per generare scelte adeguate in un mondo caratterizzato dall'incertezza e dalla complessità. Come? Strutturando, per esempio, con un software adatto, le procedure di scelta fornite alle famiglie, con alberi *fast-and-frugal* che incorporano la logica lessicografica. Facciamo l'esempio di un BRAN nella scelta di una scuola (una banca): la prima domanda potrebbe essere 'Secondo Lei, qual è la caratteristica preferibile delle scuole nella sua città' ('delle banche nel suo quartiere')? La risposta potrebbe essere la seguente: 'Essere tra le migliori cinque nei *ranking* per la qualità dell'insegnamento' ('Essere tra le cinque maggiori banche nazionali'). Qui c'è la prima selezione tra cinque. La seconda domanda potrebbe

6 TAEG è l'acronimo di Tasso Annuo Effettivo Globale.

essere 'Tra queste cinque scuole, qual è l'aspetto da prediligere per la scelta di una di esse?' ('Tra queste cinque banche, qual è l'aspetto da preferire per la scelta di una di esse?') La risposta potrebbe essere 'Non dovrebbe costare più di 5 mila euro all'anno' ('Le spese bancarie di apertura e gestione di un conto dovrebbero essere le più basse'). Ecco la seconda selezione di due scuole, A e B (di due banche, A e B). La terza domanda potrebbe essere 'Tra A e B, qual è la caratteristica migliore su cui basare una scelta?' La risposta potrebbe essere per entrambe 'La vicinanza al luogo di residenza'. La scelta finale è A, se è più vicina dell'altra alla propria abitazione. Altrimenti, potrebbe esservi un'altra domanda in merito a un'altra caratteristica da paragonare. Questa è la tipica strategia non compensatoria di scelta fatta in un modo razionale ecologico. In questa strategia, le persone ordinano i segnali in base a quanto considerano più importante secondo le loro esperienze personali precedenti e i loro processi di *recall* mnemonici. Una persona può anche non apprendere direttamente la gerarchia dei segnali, bensì basarsi su quella altrui, attraverso i meccanismi dell'imitazione o della informazione ricevuta dai membri della sua cerchia sociale (Gigerenzer e Gassmaier, 2011).

In ultimo, la proposta BRAN incoraggia un paternalismo libertario educativo nell'ambito del comportamento finanziario. L'obiettivo è innalzare la competenza decisionale nella gestione del rischio, dell'incertezza, e nel rafforzamento delle motivazioni, dell'attenzione e del controllo cognitivo.

- 1) La prima competenza concerne la comprensione delle informazioni statistiche. Questa competenza si può acquisire tramite (Hertwig e Grune-Yanoff, di prossima pubblicazione):
 - a. uso di rappresentazioni grafiche (Lusardi *et al.*, 2014; Spiegelhalter *et al.*, 2011);
 - b. uso di rappresentazioni basate sull'esperienza, in contrasto con quelle basate sulle descrizioni (Hogarth e Soyer, 2015);
 - c. uso di rappresentazioni che evitano effetti *framing* responsabili di *bias* attraverso l'utilizzo, per esempio, del formato sulle frequenze assolute e non relative (Spiegelhalter *et al.*, 2011); e
 - d. trasformazione delle rappresentazioni opache (ad esempio, le probabilità di eventi singoli) in rappresentazioni trasparenti (ad esempio, rappresentazioni basate sulla frequenza) (Sedlmeier e Gigerenzer, 2001).
- 2) Quando le persone non hanno accesso alle informazioni statistiche, devono prendere decisioni in condizioni di incertezza, senza disporre di informazioni esplicite sui rischi. Questo è il caso della maggior parte delle decisioni nel mondo della finanza. La competenza nella gestione dell'incertezza si basa sull'apprendimento di regole procedurali per adottare buone decisioni finanziarie, fare previsioni e valutazioni corrette in condizioni incerte con l'uso di

semplici regole dell'intelligenza collettiva (Hertwig e Grune-Yanoff, di prossima pubblicazione); di alberi *fast-and-frugal*; di euristiche semplici; di regole del pollice e routine procedurali. Per esempio Drexler *et al.* (2014) hanno rilevato che offrire ai microimprenditori un training in contabilità di base e routine procedurali euristiche ne migliorava sensibilmente la prassi utilizzata e gli esiti finanziari conseguiti. L'impatto della formazione sulle regole del pollice era molto più significativo di quello della formazione standard in contabilità.

- 3) Spesso le persone hanno scarso *self-control* e prestano poca attenzione al processo decisionale finanziario. Di frequente i risultati sono subottimali. Un paternalismo libertario educativo basato sui BRAN può incoraggiare negli individui la competenza per adattare autonomamente la propria motivazione e il controllo cognitivo nel processo decisionale (Hertwig e Grune-Yanoff, di prossima pubblicazione) tramite esercizi per la crescita del *mindset* e del senso delle proprie azioni (Paunesku *et al.*, 2015; Rattan *et al.*, 2015); training di potenziamento dei meccanismi dell'attenzione (Tang, Tang, e Posner, 2013); training per il rafforzamento della connessione psicologica fra presente e futuro (Hershfield *et al.*, 2011); esercizi di *reward bundling* (Ainslie, 2012); usi strategici dei processi euristici automatici (Gollwitzer, 1999); training per l'utilizzo delle strategie di *precommitment* e autocontrollo (Fishbach e Shen, 2014).

Bibliografia

- Ainslie, G. (2012), Pure hyperbolic discount curves predict 'eyes open' self-control, *Theory and Decision*, 73 (1), 3-34
- Arkes, H.R., G. Gigerenzer e R. Hertwig (2015), Coherence cannot be a universal criterion for rational behaviour: a systematic and theoretical review, manuscript submitted for publication.
- Berg N. e G. Gigerenzer G. (2010), As-if Behavioral Economics: Neoclassical Economics in Disguise?, *History of Economic Ideas*, XVIII, 1, 133-65
- Chater, N. e M. Oaksford (2008), *The probabilistic mind: Prospects for Bayesian cognitive science*, Oxford, Oxford University Press
- Cohen, L.J. (1981), Can human irrationality be experimentally demonstrated?, *Behavioral and Brain Sciences*, 4, 317-370
- Drexler, A., G. Fischer e A. Scholar (2014), Keeping it simple: Financial literacy and rules of thumb, *American Economic Journal: Applied Economics*, 6, 1-31
- Fehr, E. e K. Schmidt (1999), A theory of fairness, competition and cooperation, *Quarterly Journal of Economics*, 114, 817-868
- Fishback, A. e L. Shen (2014), The explicit and implicit ways of overcoming temptation, in J.W. Sherman, B. Gawronsky and Y. Trope (eds.), *Dual process theories in the social mind (454-467)*, New York: The Guilford Press
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press
- Gigerenzer, G. (2014), *Risk savvy: how to make good decisions*, New York: Viking
- Gigerenzer, G. (2015), On the Supposed Evidence for Libertarian Paternalism, *Rev.Phil.Psych.*, DOI 10.1007/s 13164-015-0248-1
- Gigerenzer, G. (2016), Rationality without optimization: Bounded rationality, in L. Macchi, M. Bagassi, and R. Viale (eds.) *Human Rationality and the Cognitive Unconscious*, Cambridge Mass, The MIT Press
- Gigerenzer, G. e W. Gassmaier (2011), Heuristic Decision Making, *Annual Review of Psychology*, 62: 451-82
- Gigerenzer, G. e U. Hoffrage (1995), How to improve Bayesian reasoning without instructions: frequency formats, *Psychological review*, 102, 684-704
- Gigerenzer, G., P.M. Todd, e ABC Research Group (1999), *Simple Heuristics that make us smart*, New York, Oxford University Press
- Hacking, I. (1983), *Representing and Intervening*. Cambridge, Cambridge University Press
- Hershfield, H.E., D.G. Goldstein, W.F. Sharpe, J. Fox, L. Yeykelis, L.L. Carstensen e J.N. Bailenson (2011), Increasing saving behaviour through age-progressed renderings of the future self, *Journal of Marketing Research*, 48, 23-37
- Hertwig, R. e T. Grune-Yanoff (*in corso di pubblicazione*), Nudging and Boosting: Steering or Empowering Good Decisions, *Perspectives on Psychological Science*
- Hertwig, R. e S.M. Herzog (2009), Fast and frugal heuristics: Tools of social rationality, *Social Cognition*, 27 (5), 661-698
- Hoffrage, U., S. Lindsey, R. Hertwig e G. Gigerenzer (2000), Communicating statistical information, *Science*, 290, 2261-2262
- Hogarth, R.M. e E. Soyer (2015), Providing information for decision making: Contrasting description and simulation, *Journal of Applied Research in Memory and Cognition*, 4, 221-228
- Laibson, D. (1997), Golden eggs and hyperbolic discounting, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 2, 443-77
- Lusardi, A., A.S. Samek, A. Kapteyn, L. Glinert, A. Hung e A. Heiberg (2014), Visual tools and narratives: New ways to improve financial literacy, *Global Financial Literacy Excellence Centre Working Paper No. 2014-1*
- McKenzie, C.R.M., M.J. Liersch e S.R. Finkelstein (2006), Recommendations implicit in policy default, *Psychological Sciences*, 17, 414-20
- Paunescu, D., G.M. Walton, C. Romero, E.N. Smith, D.D. Yeager e C.S. Dweck (2015), Mind-set interventions are a scalable treatment for academic underachievement, *Psychological Science*, 26, 784-93
- Rattan, A., K. Savani, D. Chugh e C.S. Dweck (2015), Leveraging mind-sets to promote academic achievement: Policy recommendations, *Perspectives on Psychological Science*, 10, 721-26
- Savage, L.J. (1954), *The Foundations of Statistics*, New York, Dover, 2nd ed.
- Sah, S., D.M. Cain e G. Loewenstein (2013), Confessing one's sins but still committing them: transparency and the failure of disclosure, in A. Oliver (ed.), *Behavioural Public Policy*, 148-164, Cambridge, Cambridge University Press, doi:10.1017/CBO9781107337190.007
- Simon, H.A. (1979), Rational Decision Making in Business Organization, *American Economics Review*, 69, 493-513
- Sedlmeier, P. e G. Gigerenzer (2001), Teaching Bayesian reasoning in less than two hours, *Journal of Experimental Psychology: General*, 130, 380-400
- Simon, H.A. (1990), Invariants of Human Behaviour, *Annual Review of Psychology*, 41, 1-19

- Simon, H.A. (2000), Bounded rationality in social sciences: Today and tomorrow, *Mind&Society*, 1, 25-41
- Simon, H.A. (2009), *An Empirically Based Microeconomics*, Cambridge, Cambridge University Press
- Simon, H.A., M. Egidi, R. Viale, e R. Marris (1992), *Economics Bounded Rationality and the Cognitive Revolution*, Aldershot, Elgar
- Sloman, S. (1996), The empirical case for two systems of reasoning, *Psychological Bulletin*, 119, 3-22
- Spiegelhalter, D., M. Person e I. Short (2011), Visualizing uncertainty about the future, *Science*, 333, 1393-1400
- Stiglitz, J. (2010), *Freefall: America, free Markets, and the Sinking of the World economy*, New York, Norton
- Tang, Y., R. Tang e M.I. Posner (2013), Brief meditation training induces smoking reduction, *Proceedings of the Natural Academy of Science*, 110, 13971-13975
- Thaler, R.H. (1991), *Quasi Rational Economics*, New York, Russell Sage Foundation
- Thaler, R. e C.R. Sunstein (2008), *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven, CT, Yale University Press
- Todd, P.M., G. Gigerenzer e ABC Group (2011), *Ecological Rationality: Intelligence in the World*. New York, Oxford University Press
- Van Fraassen, B. (1980), *The Scientific Image*. Oxford: Oxford University Press
- Viale, R. (2013), *Methodological Cognitivism*. Vol. II, Cognition, Science and Innovation, Heidelberg, Springer.
- Viale, R. (2016), Razionalità limitata e forme di paternalismo libertario, *Sistemi Intelligenti*, XXVIII, No. 1, 181-96
- Viale, R. (2017), La decisione nel regno dell'incertezza, *Sistemi Intelligenti*, XXIX No. 2
- Viale, R. (2018), *Oltre il Nudge*. Bologna: Il Mulino
- Viale, R. (*in corso di pubblicazione*), The defaults of behavioral economics informed nudges, *Minds and Machines*
- Viale, R. (*submitted*). Architecture of the Mind and Libertarian Paternalism: Is the Reversibility of System 1 Nudges Likely to Happen?, *Frontiers in Cognition*

Aumentare l'alfabetizzazione finanziaria grazie alle neuroscienze e all'apprendimento esperienziale

Capire il funzionamento del cervello per fornire soluzioni più efficaci

D. Martelli^(*)

1 Introduzione all'utilizzo delle neuroscienze applicate all'apprendimento

Negli ultimi anni l'ambito di ricerca delle neuroscienze applicate all'educazione (in inglese *neuroeducation*) si è evoluto rapidamente in virtù della disponibilità di metodologie non invasive quali l'elettroencefalografia (EEG) e la risonanza magnetica funzionale (fMRI), che consentono di studiare le relazioni tra il sistema nervoso e l'apprendimento. Particolare attenzione è dedicata ai network cerebrali che si attivano quando il soggetto esegue determinati compiti. I potenziali benefici derivanti dall'applicazione congiunta di metodologie diverse provenienti da differenti discipline (in primo luogo dalla pedagogia e dalle neuroscienze) rende la *neuroeducation* un campo di studi di particolare rilievo, come affermato anche dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) in alcuni suoi lavori, come ad esempio quello del 2007. In particolare, tre sono i fattori che maggiormente suscitano l'interesse degli studiosi e delle istituzioni verso questa disciplina: 1) la possibilità di verificare da un punto di vista scientifico la validità dei cosiddetti 'neuro-miti' sull'apprendimento (ad esempio, se sia vero che in media le persone utilizzano solo il 10% del loro cervello, oppure se sia vero che gli uomini e le donne ragionano in modo diverso); 2) la maggiore comprensione delle dinamiche sottese all'apprendimento delle diverse materie (come ad esempio, la matematica o la musica); e infine 3) la possibilità di migliorare i metodi didattici tradizionali.

(*) Duccio Martelli, PhD, è professore associato di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università di Perugia e visiting professor alla Harvard University (USA). Dal 2013 è anche visiting professor in finanza presso la University of Applied Sciences ad Augsburg in Germania. Insegna a vari livelli (sia undergraduate sia graduate ed executive) corsi inerenti la finanza comportamentale, la finanza d'azienda, il private banking e l'asset management. I suoi principali interessi di ricerca includono la finanza comportamentale e la neurofinanza, l'educazione finanziaria e la gestione di portafoglio. Ha presentato inoltre i suoi lavori di ricerca in svariate conferenze a livello internazionale e pubblicato numerosi articoli scientifici in riviste accademiche referate di fascia elevata.

Email: duccio.martelli@unipg.it; dmartelli@g.harvard.edu

Oggi siamo in grado di analizzare il cervello come mai fatto in passato. Il suo funzionamento, e in particolare il ruolo dei due emisferi (quello sinistro e quello destro), è stato oggetto di studio sin dall'antichità: Ippocrate, ad esempio, già parlava di una 'dualità' del cervello. Sebbene non sia possibile in questa sede presentare in maniera esaustiva la struttura e il funzionamento di ciascuna delle diverse aree cerebrali (per questo si rimanda ai numerosi manuali sul tema), è tuttavia opportuno ricordare come sia ormai assodato che l'emisfero cerebrale sinistro controlli il lato destro del corpo, mentre l'emisfero destro presieda al funzionamento della parte sinistra. Inoltre, nell'esecuzione di determinate funzioni, sebbene queste siano svolte da una pluralità di aree, uno degli emisferi tende a prevalere sull'altro: il pensiero analitico, ad esempio, si concentra nell'emisfero sinistro, mentre le funzioni emotive e artistiche si esplicano principalmente grazie ad aree presenti nell'emisfero destro. Quest'ultimo, l'emisfero destro, ha anche un ruolo cruciale nell'interpretare il contesto di fatti e situazioni. Con alcune eccezioni, sappiamo che le singole funzioni non derivano mai da un'unica area del cervello, bensì sono prodotte da un network di aree cerebrali: i due emisferi sono infatti collegati da una moltitudine di fibre che trasferiscono le informazioni da una zona a un'altra. Eventuali lesioni a queste fibre possono dunque compromettere il corretto funzionamento del nostro cervello. Non è pertanto esatto affermare che nei soggetti dotati di buone abilità verbali lavori solo l'emisfero sinistro e che nelle persone emotive e dallo spiccato senso artistico sia attivo solo l'emisfero destro del cervello. Il linguaggio è un tipico esempio di come i due emisferi lavorino in realtà in modo congiunto: durante la conversazione, infatti, l'emisfero sinistro articola il discorso, mentre quello destro si occupa della comprensione del contesto e del reale significato delle parole. Come affermano Byrnes e Fox (1998), «*nearly any task requires the participation of both hemispheres, but the hemispheres seem to process certain types of information more efficiently than others*» (p. 310).

Le informazioni che continuamente il soggetto riceve non sono tuttavia percepite tutte allo stesso modo dalla persona. Questo processo di filtraggio è influenzato da una pluralità di fattori, tra cui anche il livello di attenzione e la motivazione. L'attenzione del soggetto è funzione dell'importanza percepita ed è stimolata da input nuovi o diversi rispetto a quelli attesi. Gli stimoli più intensi (caratterizzati ad esempio da suoni, o da una luminosità o intensità elevata) attraggono maggiormente l'attenzione degli individui; anche il movimento cattura l'attenzione. La motivazione all'apprendimento, e in particolare la gratificazione associata a esso, sono ulteriori fattori che facilitano l'acquisizione di nuove informazioni. Il cervello è infatti predisposto a sperimentare stati piacevoli e sembra disporre di un sistema complesso per l'elaborazione della gratificazione: sono molte le aree cerebrali coinvolte nel processo, compreso l'ipotalamo, la corteccia prefrontale e l'amigdala. La prospettiva di una gratificazione attiva la complessa rete del piacere, che inizia a produrre un particolare neurotrasmettitore chiamato dopamina. La dopamina è prodotta sia durante l'attesa della gratificazione sia nel corso della stessa esperienza gratificante. Il cervello si abitua (purtroppo) facilmente agli stati piacevoli generati da un particolare stimolo, per cui è portato a non sperimentare nuovi stati di piacere per effetto di una gratificazione già sperimentata in passato. Perché una

sensazione sia percepita come piacevole occorre dunque aumentare costantemente il livello di gratificazione. Tipico è l'esempio del bambino che è contento di ricevere una caramella come premio per una buona azione compiuta: si sente dunque spronato a compiere altre buone azioni per ricevere la ricompensa attesa, cioè la caramella. A un certo punto, tuttavia, una sola caramella non basta più a spingerlo a compiere ulteriori buone azioni, perché il piacere della caramella perde d'intensità rispetto al passato e il bambino ha quindi bisogno di due, tre, quattro caramelle per sentirsi incentivato a fare nuove buone azioni.

Sebbene il meccanismo della gratificazione lavori prevalentemente a livello subconscio, i suoi principi valgono anche per l'attenzione. Purtroppo, possiamo dimenticare delle informazioni appena ricevute in pochi secondi se non vengono considerate così rilevanti e importanti da trasferirle dalla memoria a breve termine (il primo luogo della loro elaborazione e conservazione) alla memoria a lungo termine (che consente di riutilizzarle anche nel futuro).

2 L'apprendimento esperienziale

Come visto nel paragrafo precedente, il contenuto dell'informazione è processato principalmente nell'emisfero sinistro, mentre quello destro è dedicato all'analisi del contesto. Spesso tuttavia le iniziative di educazione finanziaria sono focalizzate solo sul contenuto, dando poca attenzione al contesto in cui le informazioni vengono presentate. Un eccessivo focus sul contenuto potrebbe produrre un apprendimento che non è strettamente connesso con gli eventi legati alla vita dei soggetti interessati e quindi è da ultimo poco utile per i soggetti coinvolti. I recenti studi nel campo delle neuroscienze suggeriscono che per rendere l'apprendimento più efficace, permettendo quindi di costruire e di rafforzare le connessioni neurali fra i due emisferi, gli educatori (siano essi docenti o relatori) dovrebbero incorporare il più possibile il contesto nelle loro rappresentazioni. Non solo, anche gli stati d'animo e le emozioni che i soggetti provano nel corso dell'apprendimento, nonché l'aspettativa per una ricompensa, sono tutti elementi propedeutici al fine di un corretto apprendimento. Tra le possibili forme di apprendimento, quello esperienziale, ossia il vivere in prima persona una determinata situazione, rappresenta dunque un valido strumento di apprendimento, in quanto il contesto e le emozioni che ne derivano sono direttamente sperimentati in prima persona dal soggetto interessato.

Dalla fine degli anni Sessanta, il cono dell'apprendimento sviluppato da Edgar Dale è stato un utile punto di riferimento per valutare l'efficacia delle iniziative di educazione, in funzione delle informazioni ricordate a distanza di poche settimane. In particolare Dale (1969) ha dimostrato come il ricordo del messaggio ricevuto dai soggetti decade in maniera differente in funzione della natura del coinvolgimento dei partecipanti. Se lo stimolo è solo verbale, infatti, i soggetti tendono a ricordarsi circa il 20% del messaggio ascoltato; il tasso di ritenzione aumenta a circa il 50% di ciò che i soggetti vedono se lo stimolo è invece di tipo visivo. Maggiori informazioni (mediamente il 70% di quello che gli individui dicono) vengono invece ricordate se i soggetti vengono coinvolti attivamente nel processo di apprendimento (ad esempio

partecipando attivamente a una discussione sul tema), mentre l'impatto è massimo (circa il 90% di quello che viene fatto) se il soggetto sperimenta in maniera diretta l'esperienza reale. Una famosa citazione di Albert Einstein legata all'apprendimento esperienziale è la seguente: «*The only source of knowledge is experience*». Imparare dall'esperienza è uno dei modi più naturali e importanti di apprendimento che tutti noi abbiamo. Quotidianamente tendiamo a imparare dall'esperienza: tale forma di apprendimento non richiede infatti né competenze, né risorse tecnologiche importanti. Nella maggior parte delle situazioni tuttavia un corretto apprendimento richiede invece un momento di riflessione, sia in autonomia che con il supporto di altre persone (ad esempio, genitore, insegnante, coach, ...). Sebbene questo approccio basato sull'esperienza possa sembrare particolarmente semplice, nella realtà, esso è invece abbastanza complesso. In particolare, esso soffre di due limiti: 1) le persone con esperienza hanno di solito un'età media più elevata e 2) hanno una maggior inclinazione a essere influenzate dallo status quo. Purtroppo, chi non ha mai provato una determinata esperienza potrebbe non essere conscio dei pericoli che determinati comportamenti potrebbero arrecare (ad esempio, il fenomeno dell'aquaplaning guidando un'auto sul bagnato, oppure possibili perdite sui mercati finanziari una volta effettuati investimenti non appropriati). L'importanza dell'esperienza sembrerebbe infatti particolarmente utile soprattutto in campo finanziario, dove le 'lezioni' (come nei periodi di crisi e di crollo dei mercati) tendono a essere apprese dalle varie generazioni man a mano che si avvicinano al mondo degli investimenti. Purtroppo, come la storia insegna, gli investitori hanno bisogno di imparare sulla propria pelle gli impatti negativi del loro comportamento, sebbene le evidenze a supporto di comportamenti più o meno performanti siano particolarmente numerose, sia in letteratura sia nelle analisi del comportamento degli investitori che hanno successo sul mercato. Tale comportamento è dovuto al fatto che gli impatti di forme indirette di apprendimento (come, ad esempio, guardare un comportamento altrui o leggere dei libri) sono molto meno intense e quindi non in grado di influenzare in maniera significativa il comportamento dei soggetti. A tal proposito, anche gli investitori professionali non sono immuni a tale comportamento. Un lavoro interessante è quello di Greenwood e Nagel (2008), che confrontano i comportamenti di gestori esperti e inesperti durante lo scoppio della bolla dei titoli dot-com. I loro risultati sono in linea con i modelli di apprendimento adattivi; in particolare, i gestori inesperti tendono a seguire il trend nella speranza di apprendere e prevedere l'andamento futuro dei mercati utilizzando i pochi dati disponibili a loro disposizione. Non avendo vissuto crisi precedenti non hanno infatti termini di paragone e tendono a utilizzare modelli previsionali troppo semplici. Come i gestori, che migliorano le proprie decisioni con l'esperienza, così le persone tendono a imparare come risolvere problemi decisionali complessi principalmente attraverso il *learning-by-doing*. L'esperienza ha inoltre un carattere soggettivo: due persone possono vivere lo stesso evento (ad esempio, la visione di un film) ma avere esperienze completamente differenti (piacevole oppure noiosa). Non solo: ogni volta che riviviamo un'esperienza, le nostre sensazioni possono cambiare, a causa della plasticità del nostro cervello e delle nuove esperienze vissute nel mentre: un'esperienza particolarmente piacevole (o dolorosa) vissuta in passato, oggi potrebbe non essere più percepita come tale. Esperienza e apprendimento sono quindi due concetti strettamente interconnessi e

quasi inseparabili. Numerosi autori concordano inoltre sul fatto che l'esperienza sia alla base di ogni forma di apprendimento, sebbene alcuni nostri comportamenti siano innati fin dalla nascita (suzione, presa, ...). Anche a livello cerebrale molte delle nostre funzioni biologiche sono innate dentro ognuno di noi, sebbene alcune di queste possano crescere e svilupparsi come risultato dell'esperienza e del vissuto di ciascun soggetto. Un classico esempio è lo sviluppo dell'ippocampo fra i tassisti di New York, area nella quale sono presenti le cellule legate alla posizione e all'orientamento.

È opportuno sottolineare il fatto che l'esperienza di per sé non è condizione sufficiente all'apprendimento. Molti soggetti vivono esperienze simili un numero elevato di volte, senza purtroppo imparare nulla dai comportamenti passati. La conoscenza è quindi il risultato della combinazione di acquisizione e trasformazione dell'esperienza. Quando parliamo di apprendimento esperienziale facciamo dunque riferimento al processo attraverso cui si crea conoscenza mediante la trasformazione dell'esperienza (Kolb, 1984). Come accennato in precedenza, infatti, i soggetti non imparano direttamente dall'esperienza, ma dalla riflessione che essi fanno sull'esperienza vissuta, cercando di capire cosa è accaduto, come è accaduto e perché. Senza questa riflessione, l'esperienza si mescola infatti agli altri stimoli di sottofondo che il nostro cervello continuamente recepisce ma tende a escludere per le sue limitate capacità cognitive. Senge (1993) conia l'espressione '*illusione dell'apprendimento dall'esperienza*' per definire proprio tale situazione. Pur riconoscendo infatti l'importanza dell'apprendimento dall'esperienza diretta, egli mette in dubbio la sua efficacia quando i soggetti non possono osservare le conseguenze delle loro azioni, ad esempio, quando queste sono distanti nel tempo o nello spazio (perché ad esempio fanno parte di un sistema più grande che non riescono a controllare). Secondo Senge, infatti, tutti noi abbiamo un 'orizzonte dell'apprendimento', ossia un perimetro (temporale o spaziale) all'interno del quale siamo in grado di valutare l'efficacia delle nostre decisioni. In linea con Senge, anche Kanheyan (2011) afferma che per tenere un comportamento corretto abbiamo bisogno di un aiuto esterno, specie in quelle situazioni dove è facile cadere in tentazione. Il classico esempio è la difficoltà di iniziare e di rispettare una dieta. I benefici infatti sono lontani nel tempo e incerti (se alla dieta non viene associata una regolare attività fisica, i risultati sono minori), mentre i costi (la rinuncia alla fetta di torta) si sostengono oggi. La tentazione di interrompere una dieta è quindi molto forte. Anche in campo finanziario si verificano fenomeni simili; pensiamo al caso delle assicurazioni: i costi della copertura assicurativa (il pagamento del premio) si sostengono oggi, mentre i benefici (l'indennizzo) sono aleatori e incerti. Così come per il caso precedente, gli individui hanno la tentazione di evitare di sottoscrivere prodotti assicurativi. Ecco spiegato uno dei motivi per cui nella realtà tendenzialmente le persone sono 'sotto-assicurate'. Altre situazioni in cui abbiamo bisogno di un aiuto sono quelle in cui le variabili in gioco sono molteplici e le relazioni fra queste difficili da comprendere: i mercati finanziari rappresentano un classico esempio di sistema complesso di difficile comprensione. Abbiamo inoltre bisogno di un aiuto quando la frequenza di una determinata decisione è particolarmente ridotta: «*practice makes perfect*», anche in campo finanziario, ma esistono delle situazioni in cui prendiamo specifiche decisioni una o al massimo

poche volte nella vita (basti pensare alla scelta di un mutuo per l'abitazione o alla sottoscrizione di un prodotto previdenziale). Infine, necessitiamo di un aiuto esterno, quando i feedback alle nostre decisioni sono assenti. Come sottolinea anche Sange, infatti, quando le nostre decisioni hanno ricadute al di fuori di un determinato orizzonte, i soggetti sono impossibilitati a imparare dall'esperienza diretta.

Ogni soggetto è diverso dagli altri per tratti genetici o caratteriali, esperienze vissute e così via. Come visto in precedenza, nessuno vede gli eventi nella stessa maniera in cui li vediamo noi. Tutte le esperienze di apprendimento sono quindi personali e uniche per ciascun individuo. Ogni esperienza è dunque filtrata dal passato e dalle emozioni del soggetto, il quale in maniera pressoché inconscia decide di concentrare l'attenzione su ciò che ritiene importante per lui. Il processo di apprendimento può essere dunque sintetizzato in cinque fasi principali:

1. la presenza di uno stimolo (che può essere interno o esterno);
2. la ricezione dello stimolo da parte di uno o più sensi (in maniera conscia o inconscia);
3. il filtraggio dello stimolo (in funzione della conoscenza e dell'esperienza pregressa, delle emozioni, della forza dello stimolo, del contesto, ...);
4. l'interpretazione dello stimolo;
5. la risposta allo stimolo (che può essere di tipo comportamentale, cognitiva e affettiva).

Non tutte le esperienze hanno tuttavia un effetto positivo (o neutrale) sull'apprendimento; alcune esperienze possono infatti avere un effetto dannoso. I principali motivi sono i seguenti: esperienze negative passate, aspettative altrui (ad esempio, famiglia, società, ...), preparazione inadeguata, ambiente ostile o chiusura mentale all'esperienza.

Inoltre, siamo soliti commettere errori in situazioni che per noi non sono familiari; è per questo motivo che siamo portati a rimanere nella nostra zona di comfort. Si dice che il fondatore della nota marca di aspirapolvere, Dyson, realizzò oltre 5.100 prototipi prima di arrivare sul mercato con quello definitivo. In generale, quindi, sembra sia possibile imparare dai propri errori. Esistono tuttavia tre tipologie di persone, che reagiscono in modo differente di fronte ai propri errori:

- a. quelli che commettono un errore una volta e imparano da esso in modo da non commettere ulteriori sbagli nel futuro;
- b. quelli che commettono un errore una volta e restano così traumatizzati da non volerne più sapere;
- c. quelli che commettono lo stesso errore più e più volte, senza mai imparare dalla loro esperienza.

Le stesse tipologie di soggetti sopra presentati si riconoscono anche fra gli investitori. I primi sono gli investitori di successo (di solito gli istituzionali): inizialmente possono anche sbagliare, ma imparano dai propri errori e correggono di

conseguenza il proprio comportamento. La seconda è invece rappresentata prevalentemente dagli investitori *retail*: alcuni decidono di entrare seguendo la massa, spesso sui massimi di mercato e, dopo il primo crollo, restano così traumatizzati da voler uscire, decisi a non investire mai più per tutto il resto della loro vita. Quando questa esperienza negativa viene percepita meno traumatica con il passare del tempo, questi individui sono portati a effettuare gli stessi errori del passato. La terza categoria di investitori è invece rappresentata da quei soggetti che sistematicamente commettono errori sul mercato, senza mai imparare dai propri sbagli. Anzi, molte volte sono convinti addirittura di essere degli investitori di successo. Per questi investitori un aiuto esterno (ad esempio, di un consulente) è indispensabile.

3 Possibili applicazioni future per migliorare l'alfabetizzazione finanziaria

Come visto nel paragrafo precedente, l'apprendimento esperienziale è forse la modalità di acquisizione di nuove informazioni più forte, in quanto il soggetto si trova coinvolto in prima persona a svolgere un compito o a risolvere un problema. Esistono diverse modalità di apprendimento esperienziale (giochi, simulazioni, *role play*, ...). In campo finanziario, le simulazioni sono ad oggi uno degli strumenti più utilizzati per accrescere l'apprendimento. Le simulazioni sono oramai riconosciute e condivise come metodologie efficaci di insegnamento, grazie al coinvolgimento attivo che i partecipanti hanno nel processo di apprendimento. Il loro impiego è sempre più diffuso, grazie soprattutto alla riduzione continua dei costi di realizzazione di tali iniziative. Creare una simulazione efficace che abbia una ricaduta sull'apprendimento richiede tuttavia una certa attenzione. Alcune caratteristiche che una simulazione ben strutturata dovrebbe possedere sono ad esempio le seguenti:

- 1) *Attenzione nella scelta della tematica da simulare.* Alcune tematiche si prestano meglio di altre a essere simulate. Esse condividono alcune caratteristiche comuni, quali la possibilità di vedere il mondo attraverso gli occhi degli altri; di portare avanti più compiti in maniera simultanea e sotto pressione; di comprendere in prima persona il funzionamento di un sistema; di fare emergere la presenza di eventuali dissonanze cognitive nei partecipanti.
- 2) *La simulazione non deve essere necessariamente un'esatta replica della realtà.* La presenza di troppi dettagli e particolari può talvolta sovraccaricare il cervello di informazioni, distogliendo in questo modo l'attenzione dei partecipanti dal vero obiettivo della simulazione.
- 3) *Responsabilizzare i partecipanti delle proprie azioni.* Occorre evitare che eventi esterni, decisi in fase di disegno della simulazione, possano influenzare in maniera significativa i risultati della stessa (dare troppo peso alla fortuna).
- 4) *Sviluppare un appropriato modello di valutazione delle performance.* Punteggi calcolati secondo modelli quantitativi sono solitamente i più utilizzati nella maggior parte delle simulazioni; tuttavia modelli di tipo più qualitativo

dovrebbero essere utilizzati per valutare i comportamenti dei partecipanti nel caso in cui i temi delle simulazioni siano legati alla crescita personale, piuttosto che a un obiettivo (ad esempio, etica, aspetti culturali, spirito di squadra).

Risulta quindi ovvio che non tutte le simulazioni di investimento oggi presenti sul mercato sono strumenti di apprendimento efficaci. Martelli (2013) identifica alcune caratteristiche che una simulazione efficace dovrebbe possedere. In particolare, egli si focalizza sul fatto che molte simulazioni non prevedono un costo di iscrizione, ma offrono delle ricompense finali ai partecipanti. In queste situazioni i partecipanti possono essere portati ad adottare comportamenti opportunistici (di solito altamente speculativi), pur di sperare di vincere la competizione. Gli stessi comportamenti, tuttavia, non sarebbero stati messi in pratica nella realtà da parte dei partecipanti. Da qui l'inefficacia (o addirittura la pericolosità) a partecipare a competizioni simili.

L'efficacia di tali strumenti è riconosciuta anche dagli stessi partecipanti, che generalmente commentano in maniera più che entusiasta la loro partecipazione alla competizione; inoltre alcune simulazioni utilizzate a livello internazionale sono sotto l'attenzione dei media, in quanto utilizzate come strumento di confronto per valutare la bontà di università concorrenti o di stili di gestione differenti.

Le neuroscienze permettono oggi di distinguere modalità comunicative (come *brochure* e video) più efficaci rispetto ad altre (Martelli e Pavone, *in corso di pubblicazione*). Se a questo si abbina una maggiore conoscenza delle dinamiche legate all'apprendimento e in particolare dei fattori che spingono il cervello a trattenere l'informazione ricevuta, anziché dimenticarla dopo breve tempo, associata all'utilizzo di modalità di apprendimento esperienziali (e non solo di comunicazione frontale, come invece oggi accade molto spesso nella realtà), ne deriva che le iniziative potrebbero risultare più efficaci, accrescendo la *financial literacy* dei partecipanti più rapidamente rispetto alle iniziative tradizionali¹.

1 Per una discussione più approfondita del rapporto fra neuroscienze ed educazione e del ruolo che l'apprendimento esperienziale può giocare nell'accrescere la *financial literacy* dei soggetti si veda Martelli (*in corso di pubblicazione*).

Bibliografia

- Beard, C. (2010), *The Experiential Learning Toolkit: Blending Practice with Concepts*, London, Kogan Page
- Beard, C. e J. Wilson, (2013), *Experiential Learning: A Handbook for Education, Training and Coaching*, London, Kogan Page Limited
- Byrnes, J. P. e N.A. Fox (1998), The educational relevance of research in cognitive neuroscience, *Educational Psychology Review*, vol. 10, 297-342
- Dale, E. (1969), *Audio-visual methods in teaching*, New York, Dryden
- Greenwood, R. e S. Nagel, (2008), Inexperienced investors and bubbles, *Journal of Financial Economics*, vol. 93 (2), 239-258
- Kahneman, D. (2013), *Thinking, fast and slow*, New York, Farrar, Straus e Giroux
- Kolb, D.A. (1984), *Experiential learning: Experience as the source of learning and development* (vol. 1), Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall
- Martelli, D. (2013), Learning from experience or learning for convenience?, *Qualitative Research In Financial Markets*, vol. 5, 244-255, doi: 10.1108/QRFM-02-2012-0007
- Martelli, D. (*in corso di pubblicazione*), Educazione finanziaria ed apprendimento esperienziale. Accrescere l'educazione finanziaria grazie alle simulazioni
- Martelli, D. e E.F. Pavone (*in corso di pubblicazione*), Audio, video or text? Who is the winner in increasing investors' financial literacy
- OECD (2007), *Understanding the Brain: The Birth of a Learning Science*, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264029132-en>
- Patten, K. e S. Campbell (2011), *Educational Neuroscience: Initiatives and Emerging Issues*, New York, NY, John Wiley & Sons
- Senge, P.M. (1993), *The fifth discipline: The art and practice of the learning organization*, London, England, Century Business
- Wall Street Journal (2017), Sorry, Harvard and Yale, the Trading Whiz Kids Are at Baruch College, On-line, May 10

Dal *nudging* alla consapevolezza nelle decisioni di risparmio previdenziale

B. Alemanni^(*)

1 Introduzione

L'aumento della partecipazione ai piani di risparmio pensionistico è un tema caro all'economia comportamentale. Molti individui non conseguono i propri obiettivi previdenziali a causa delle difficoltà che incontrano a pianificare. Noi esseri umani siamo cognitivamente pigri. Poiché cambiare richiede pensiero e sforzo, per natura abbiamo la tentazione a non variare il nostro stato, salvo vi sia una pressione ad agire.

Forse, il principale ostacolo al superamento del problema dell'*undersaving* è la mancanza di consapevolezza – il fatto che le persone sembrano ritenere che la pensione sia ancora lontana e sia prematuro iniziare a pensarci. Il basso coinvolgimento del pubblico sui temi previdenziali potrebbe essere dovuto, tra le altre cose, al semplice fatto che la maggior parte delle persone non ha le conoscenze e la capacità di interpretare le informazioni presentate dai datori di lavoro e dai governi rispetto ai piani pensionistici privati. Non sanno valutare correttamente e bilanciare queste scelte, prendono una decisione senza ponderare le alternative. Quando si dà loro un'opzione predefinita (ossia, conoscere il piano pensionistico scelto dalla maggior parte della gente o suggerito dal comitato dei lavoratori), le persone possono usarla per prendere una decisione rapida e mettere da parte la questione (anche se il piano pensionistico in questione può non essere quello migliore rispetto alle proprie esigenze personali). Più opzioni si danno, meno le persone sono inclini a impegnarsi nella scelta (Iyengar *et al.*, 2004; Iyengar e Lepper, 2000), soprattutto quando le alternative sono viste come relativamente simili e non si riescono a coglierne le differenziazioni.

(*) Barbara Alemanni è Professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Economia dell'Università degli studi di Genova, dove partecipa al Consiglio di amministrazione e al Comitato per le relazioni internazionali. È anche Adjunct Professor presso SDA Bocconi School of Management di Milano e consulente scientifico presso la Società per lo sviluppo del mercato dei fondi pensione (MEFOP). Fa parte del Gruppo di Economic Advisors (GEA) di ESMA. È amministratore non esecutivo indipendente di importanti istituzioni finanziarie. Fornisce consulenza e formazione a diverse banche e *asset manager* italiani e internazionali. Le sue principali pubblicazioni, in Italia e all'estero, trattano di *asset management*, finanza comportamentale e regolazione dei mercati finanziari.

Email: barbara.alemanni@gmail.com

Tutte queste difficoltà cognitive sembrano difficili da superare e la politica è sempre più propensa ad abbracciare la filosofia dell'incoraggiare (*nudging*) la sottoscrizione dei piani pensionistici. In questo breve lavoro, seppur concordando sul ruolo dei *nudge* per il benessere finanziario futuro delle persone, avanziamo l'idea che le discipline comportamentali e della comunicazione abbiano molto da insegnare su come adottare delle decisioni sagge e impegnate nel campo del risparmio pensionistico.

2 Pro e contro del *nudging* nel risparmio pensionistico

Ultimamente, si è prestata molta attenzione al *nudging*, con le sue promesse di un'alternativa conveniente, discreta, non coercitiva alle regole, alle avvertenze, alle restrizioni e ad altri processi di azione negativi. Vari governi nel mondo hanno formato delle *nudge units*: squadre di esperti delle scienze comportamentali incaricati di progettare interventi potenzialmente in grado di incoraggiare dei comportamenti auspicabili, senza limitare la scelta, testando questi interventi rapidamente e senza costi eccessivi, per poi implementare diffusamente le strategie rivelatesi le più efficaci. Il Regno Unito ha attivato una *nudge unit* nel 2010, seguito a ruota da altri paesi tra cui Australia, Germania, Paesi Bassi, Singapore e Stati Uniti, dove nel settembre 2015 è stato emesso un Executive Order che ordina alle agenzie federali di inserire la scienza comportamentale nei loro programmi (Obama, 2015).

Il *nudging* dovrebbe essere in grado di cambiare il comportamento delle persone semplicemente modificando l'ambiente circostante. Le ricerche dell'economia comportamentale hanno mostrato che dei cambiamenti nell'ambiente influenzano in modo sproporzionato il comportamento. Più che porre dei limiti o modificare gli incentivi economici, i *nudge* influenzano il comportamento cambiando il modo di presentare le scelte nell'ambiente. Un cambiamento significativo nell'esito economico non è un *nudge*, mentre il *nudge* può servire a sottolineare un incentivo economico.

I *nudge* più noti per la promozione della previdenza complementare prevedono l'adesione automatica dei lavoratori, usano l'*escalation* automatica per aumentare le loro aliquote di contribuzione (il lavoratore accantona una percentuale più alta del proprio stipendio a ogni aumento stipendiale, fino a un tetto prefissato) e spesso si servono di linee di investimento con *asset allocation* prefissata (spesso un fondo *target-date*). I lavoratori possono uscire dal fondo pensione, modificare le contribuzioni e adeguarle, ma molti, semplicemente, non lo fanno. L'iscrizione automatica è efficace perché le persone mostrano inerzia, che li porta a preferire l'adesione a condizioni di *default*; perché, le persone stesse inferiscono che i *policy maker* raccomandano tale opzione e perché questa diventa il punto di riferimento e ciò fa sì che le deviazioni rispetto a questo sembrino perdite, che psicologicamente pesano di più dei guadagni (Johnson e Goldstein, 2003).

Lo studio più conclusivo circa l'adesione automatica a piani pensionistici ha usato dei dati dalla Danimarca, dove Chetty *et al.* (2014) hanno rilevato che cambiare la porzione di stipendio di un individuo destinata automaticamente al conto

pensionistico può generare variazioni nel tasso di risparmio previdenziale pari a diversi punti percentuali dello stipendio annuale, essenzialmente a costo zero, se esiste già l'infrastruttura per la deduzione del contributo pensionistico dalla busta paga.

I *nudge* hanno due principali attrattive. *In primis*, preservano l'autonomia perché rendono alcune azioni più semplici da scegliere, senza che ciò comporti alcuna restrizione (Sunstein, 2012; Sunstein, 2014). In secondo luogo, i *nudge* riducono gli errori e i *bias* incoraggiando le persone ad adottare decisioni migliori '*as judged by themselves*' (Thaler e Sunstein, 2008, p. 5). In altre parole, il *nudge* aiuta le persone a fare ciò che farebbero se avessero dedicato maggior tempo ed energia alle proprie scelte. Tuttavia, un *nudging* eccessivo può provocare involontari contraccolpi proprio sulle azioni che intendeva modificare in meglio.

Per tutti i loro vantaggi, le politiche dell'opzione di *default* presentano vari e gravi svantaggi, specialmente in alcuni contesti. Prima e innanzitutto, le politiche di *opt-out* (disdetta attiva) orientano le decisioni tramite l'immobilismo del soggetto decisore, pertanto sono meno inclini a generare il tipo di *follow-up* impegnato che spesso è utile quando si tratta di implementare la decisione. Questo effetto può andare oltre la pura questione della libera scelta, l'atto di compiere una decisione in senso affermativo può aumentare di molto la soddisfazione del soggetto decisore (Botti e McGill, 2006) e il suo impegno (Cioffi e Garner, 1996) oltre e al di là di quanto mostrerebbe in caso di decisione passiva. In secondo luogo, in molte situazioni, le 'scelte' derivate dal meccanismo dell'*opt-out* probabilmente non rispecchiano le vere preferenze che i soggetti decisori avrebbero selezionato in condizione di scelta attiva (Payne *et al.*, 1993). L'*opt-out* tende a essere efficace in situazioni in cui vi è un unico percorso d'azione ottimale, che la maggior parte delle persone non seguirà e che i *policy maker* possono identificare e favorire creando l'opzione prefissata. Tuttavia, quando varie opzioni ottimizzano l'utilità di persone diverse, o qualora non sia possibile fare affidamento sull'operato dei *policy maker* per inglobare la miglior soluzione all'interno dell'opzione di *default*, quest'ultima sarà molto meno vantaggiosa, anzi, potenzialmente dannosa. Per esempio, vi sono sempre maggiori evidenze del fatto che l'ottimo condiviso su cui è modellato un piano di *default* 401 (k)¹ può essere inadeguato (Carroll *et al.*, 2009) o insostenibile (Lusardi e Mitchell, 2007) per alcune persone. Infine, le politiche predefinite possono essere controproducenti se coloro che le implementano le vedono come un sostituto di altri interventi più sostanziali, quali programmi educativi che diano alle persone le informazioni necessarie a compiere una scelta informata. Alcuni datori di lavoro che adottano l'adesione automatica, per esempio, possono credere di non dover più offrire programmi di educazione finanziaria ai dipendenti. La mancanza di campagne di informazione finanziaria può abbassare la motivazione dei dipendenti a imparare come sono distribuiti i loro introiti e se abbiano o meno tratto vantaggio da altri benefit offerti ai dipendenti. I lavoratori che investono in un 401(k) senza muovere un dito sono meno inclini a spendere molto tempo per capire se stanno risparmiando a sufficienza, o addirittura troppo. Un'opzione predefinita può essere considerata un

1 Si fa riferimento a una particolare tipologia di fondi pensione aziendali diffusi negli Stati Uniti.

consiglio implicito (McKenzie *et al.*, 2006) e i dipendenti privi di consapevolezza adeguata possono incolpare il loro datore di lavoro o il sistema in generale, durante i cali del mercato.

Un'ultima osservazione sul *nudging* è tesa a sollevare una questione metodologica sulla valutazione dei costi e benefici. Studi precedenti sul *nudging*, tra cui quelli diffusi dalle *nudge unit* esistenti, generalmente hanno quantificato solo la misura in cui uno specifico comportamento è stato modificato (ove ciò sia avvenuto). Per essere pienamente informative, in futuro le ricerche comportamentali svolte con finalità di *policy making* dovrebbero misurare l'impatto per euro speso in interventi comportamentali, mettendoli a confronto con interventi più tradizionali. In assenza di tali calcoli, i *policy makers* mancano dell'evidenza necessaria per disegnare politiche ottimali e per decidere un'appropriata allocazione di risorse tra politiche più tradizionali e quelle comportamentali.

3 Dal *nudging* al coinvolgimento: come 'incoraggiare' la consapevolezza attiva nelle decisioni in ambito pensionistico

In molti paesi sono in atto cambiamenti legislativi volti a indurre le persone a risparmiare di più per la pensione; nonostante questo o forse proprio per questo i modi e la frequenza con cui si comunica con i sottoscrittori diventano sempre più strategici. È fondamentale creare una cultura del risparmio più solida e spingere gli individui ad assumersi la responsabilità personale del risparmio a lungo termine. In ultimo, mancare di coinvolgere le persone rispetto all'esigenza di un risparmio a lungo termine potrebbe minare l'effetto voluto attraverso l'iscrizione automatica.

In un mondo di pensioni basate sulla logica della prestazione definita, il coinvolgimento non era così critico. In quella fase storica, si poteva considerare una comunicazione efficace quella volta a informare e, probabilmente, incoraggiare ad apprezzare il valore della futura prestazione. Era dunque un mondo in cui i lavoratori erano i destinatari passivi di notizie/informativa inerenti il proprio schema pensionistico. Oggi, con l'affermarsi di sistemi previdenziali a contribuzione definita, gli aderenti non sono più passivi fruitori, ma l'esito più o meno favorevole che si può ottenere è il frutto di un coinvolgimento attivo dei lavoratori. Le strategie educative e comunicative tradizionali appaiono poco adatte a coinvolgere le persone rispetto a ciò che per molti è il complicato, difficile e, piuttosto francamente, noioso tema delle pensioni. Con i suggerimenti che vengono dagli studi della finanza comportamentale e lo sviluppo del FinTech, la comunicazione e l'esperienza del risparmio possono essere totalmente riprogettate, per renderle 'attivamente coinvolgenti'.

Settori come quello bancario hanno aumentato il coinvolgimento dei consumatori, pilotando vari progetti FinTech e usando la tecnologia per aumentare la facilità e l'efficienza della gestione della finanza personale. Il settore pensionistico è stato relativamente lento nell'abbracciare il FinTech, a discapito di gestori e di risparmiatori. Quello delle pensioni non è di certo il mercato più facile in cui

introdurre cambiamenti tecnologici. Nel Regno Unito, le difficoltà nel combinare FinTech e pensioni sono ormai state superate da alcune start-up. Tra queste, PensionBee fornisce ai consumatori un servizio online volto ad aggregare il risparmio pensionistico esistente all'interno di un unico conto, che poi può essere gestito tramite un'applicazione scaricabile su uno *smartphone*. Si tratta di servizi progettati in modo tale da rendere minimo l'onere amministrativo per il cliente, il quale ha poi un'interfaccia facile e immediata da utilizzare.

I clienti, semplicemente, forniscono alcuni dettagli online e, da lì, il servizio si occupa di tracciare e aggregare i vari piani di risparmio previdenziale. I clienti hanno accesso a una *dashboard* online delle loro pensioni, grazie a cui possono tenere traccia dell'andamento del loro risparmio pensionistico ed effettuare conferimenti *una tantum* o regolari nel loro piano. La *mission* di aziende come PensionBee è quella di far chiarezza su temi legati alle pensioni, semplificando il linguaggio e aumentando la trasparenza in tema di costi.

La grande conquista di questi nuovi attori è stata quella di rendere la decisione di risparmiare un'esperienza più semplice e accessibile. Se le persone devono essere incoraggiate a fare del risparmio a lungo termine una priorità, allora è cruciale che le prestazioni siano spiegate in modo semplice e diretto, in modo da mostrarne chiaramente il lato positivo. La scienza comportamentale suggerisce come sia importante evidenziare i benefici del risparmio, in modi che siano facili da cogliere, e dunque si raccomanda di presentarne i frutti in modo semplice e immediato, ad esempio esplicitando valori in euro ed evitando di fornire informazioni utilizzando equazioni complesse o dati percentuali. Sulla stessa scia, una ricerca di Standard Life (2015) ha evidenziato che, dove c'è una ridotta consapevolezza degli sgravi fiscali sulle pensioni, messaggi come *«the Government contributes 20p to your pension for every pound you put»* possono e sono stati molto efficaci. Analogamente, per affrontare l'obiettivo della sostenibilità l'FT (2016) ha presentato il problema come segue: *«A pension, I said, is a bit like a supermarket 'meal deal' that you might buy for your lunch. There are three components. There's the money you put in (the sandwich) which gets topped up with money your employer puts in (the drink) and money from tax relief (the crisps or carrot sticks). So you might have to pay for the sandwich now, but you're effectively getting the other two elements thrown in»*.

Questi tipi di campagne di comunicazione hanno diversi vantaggi importanti. In primo luogo, sono semplici; in secondo luogo, si concentrano su un evento reale, pratico. Se chiediamo a qualcuno che cosa lo intrighi di un'altra persona, probabilmente ci citerà lo humor, l'intelligenza, l'entusiasmo e l'empatia. Qualsiasi comunicazione efficace in ambito pensionistico dovrebbe essere progettata per soddisfare pienamente tali criteri.

Per coinvolgere le persone, la comunicazione deve realizzare collegamenti emotivi con le vite che queste conducono e, in modo incisivo, superare alcuni stereotipi rispetto agli 'anziani'. Un report recente di The Economist (2017) sui 'nuovi anziani' sottolinea che: *«ageing populations could be a boon rather than a curse. But for that to happen, a lot needs to change first»*. Molte delle persone anziane oggi non sono davvero 'vecchie' nel senso di esauste, malate e inattive. Oggi, i

sessantacinquenni sono molto più in forma dei loro nonni alla loro età. Nella maggior parte dei paesi dell'Unione Europea, l'aspettativa di una vita sana a partire dai 50 anni cresce più in fretta dell'aspettativa di vita stessa, suggerendo che il periodo caratterizzato da un affievolirsi delle forze e dalla malattia verso la fine della vita subisce una contrazione. Infatti, nell'ultimo secolo, nella maggior parte dei paesi l'età di pensionamento è stata fortemente posticipata. Malgrado queste tendenze, nella comunicazione sul risparmio ai fini pensionistici c'è ancora la percezione che i pensionati 'passino la giornata a fare giardinaggio' mentre la maggior parte delle persone, come già detto, può avere in testa sogni più entusiasmanti per i propri anni futuri, da trascorrere in salute. Quindi, usando termini come 'pensioni', stiamo rinforzando gli stereotipi e l'inerzia, fallendo così nel tentativo di coinvolgere le persone. 'Reddito pensionistico' o 'stipendio dopo il lavoro' sono termini da esplorare per aumentare il coinvolgimento, usando anche le immagini delle persone così come sono oggi (giovani e occupate).

Per essere efficace, la proposta di informazioni dev'essere mirata, rilevante e contestualizzata rispetto alla destinazione, per garantire che il pubblico riceva solo il contenuto che lo concerne. Si deve abbandonare completamente l'approccio *one-size-fits-all*. La pensione sembra lontana ai lavoratori più giovani e ciò influenza il loro modo di pensare il risparmio pensionistico, di conseguenza dobbiamo comunicare con loro in modo diverso rispetto a quanto facciamo con i lavoratori più anziani. Usando la *temporal construal theory*, Liberman e Trope (1998) e Liberman (2003) suggeriscono che gli individui tendono a vedere le cose in maniera diversa se pensano che un evento accada in un futuro prossimo o lontano: i soggetti più distanti da un evento preferiscono pensare all'evento in termini generali (astratti) piuttosto che considerare i dettagli dell'evento, ma se un evento accadrà nel prossimo futuro, le persone pensano in termini più concreti, concentrandosi sui passaggi specifici necessari a raggiungere l'esito desiderato. Testando questa teoria sulla pianificazione finanziaria di lungo termine, Montgomery *et al.* (2017) hanno rilevato che le persone giovani rispondono meglio alle comunicazioni pubblicitarie astratte rispetto a quelle concrete. I lavoratori più giovani pensano alla pensione in maniera molto semplicistica, considerando solo il quadro generale e ignorando le somme di denaro che dovrebbero risparmiare per raggiungere i loro obiettivi desiderati e lontani.

Una comunicazione efficace dovrebbe fare tesoro anche sul *framing* degli obiettivi. Ossia, vale la pena presentare un obiettivo distante come l'intero risparmio previdenziale necessario, oppure potrebbe essere opportuno presentare un obiettivo più prossimo, come, ad esempio, una tappa da raggiungere (come il risparmio annuo) in un tempo più breve? Questo può essere rilevante per gli effetti motivazionali e cognitivi della pianificazione. I lavoratori più giovani che hanno appena iniziato ad accumulare per la pensione possono percepirsi spesso *'off target'*, perché l'importo che hanno effettivamente risparmiato è una piccola parte di quello di cui hanno bisogno per la pensione, quando l'obiettivo è inquadrato come distante. Al contrario, quando si presenta ai giovani lavoratori un obiettivo più prossimo, il gap percepito tra quanto già accumulato e quanto necessario risparmiare sarà ovviamente meno penalizzante. Come risultato, i lavoratori più giovani possono essere più motivati a risparmiare per raggiungere l'obiettivo più prossimo. Ulkūmen e Cheema (2011)

hanno rilevato che, quando i consumatori pensano in maniera più astratta, hanno più successo nel conseguire obiettivi di risparmio se l'obiettivo è inquadrato come un importo specifico in denaro (versus un obiettivo di risparmio non specifico), perché lo considerano più importante/saliente. Tuttavia, quando i consumatori sviluppano un pensiero più concreto, gli obiettivi inquadrati come importi specifici di denaro sono meno efficaci, perché vengono percepiti come più difficili da raggiungere. Benché non siano centrati sull'età o sulla pensione, i risultati di questa ricerca suggeriscono che per i lavoratori più giovani, per i quali la pensione è in un futuro distante, impostare un obiettivo di risparmio chiave specifico (per esempio, risparmiare un determinato importo per ogni busta paga) può rivelarsi di maggior successo rispetto a fornire un obiettivo generale e a lungo termine (per esempio l'importo che serve, in totale, per la pensione). Montgomery *et al.* (2017) giungono a una conclusione simile, poiché rilevano che l'efficacia di comunicazioni pubblicitarie sul risparmio pensionistico dei giovani dipende dalla concretezza del messaggio e da come è inquadrato l'obiettivo – a lungo o breve termine.

La comunicazione previdenziale tradizionale presta il fianco a critiche anche per altri aspetti. L'industria delle pensioni ha dedicato gli ultimi 25 anni al tentativo di educare le persone, affinché 'ottengano' le pensioni e ciò non ha funzionato perché si è concentrata sugli input anziché sugli output (la rendita obiettivo). I risparmiatori chiedono aiuto per:

- stabilire un reddito target una volta in pensione ('Di cosa ho bisogno?');
- sapere dove si trovano rispetto all'obiettivo;
- sapere cosa fare se sembra che possano mancare l'obiettivo.

Questo richiede un approccio alla comunicazione focalizzato sugli 'output'. Ci si dovrebbe concentrare meno sugli attributi del piano pensionistico e di più su ciò che si può raggiungere grazie al risparmio accumulato. Quindi, per risultare più coinvolgenti, è necessario stabilire il collegamento tra le pensioni e le cose importanti per la vita delle persone.

Tuttavia, sappiamo che le parole, da sole, non sono il modo di comunicare più efficace. La ricerca suggerisce che più dell'80% dell'apprendimento umano avviene in modalità visiva ed è noto che gli elementi visivi hanno anche un impatto emotivo. Le immagini utilizzate nella comunicazione dovrebbero dunque avere un chiaro significato, non essere solo una parte di uno 'stile di progettazione'. Su questa scia, anche la *gamification* potrebbe rappresentare un modo efficace e innovativo per coinvolgere il pubblico nel risparmio pensionistico, specie le nuove generazioni. Alla base della *gamification* vi è il principio che le persone sono più inclini a modificare i propri comportamenti se sono impegnate in attività divertenti, con obiettivi chiari e in grado di generare ricompense quando si effettuano scelte corrette. La *gamification* è stata utilizzata per un certo periodo con successo nel settore sanitario. Con la *gamification*, gli individui possono capire la ramificazione delle loro decisioni, visualizzare il futuro in modi inediti e comprendere i diversi scenari che scaturiscono dalla pianificazione previdenziale. In sintesi, la *gamification* può aiutare a informare e coinvolgere, aumentando, in definitiva, la partecipazione e le performance. Essa è in

grado di coniugare il bisogno di ricevere risposte con il desiderio di confrontarsi con gli altri, generando divertimento e rendendo le attività più avvincenti e gratificanti.

La *gamification* risulta efficace nel coinvolgere il pubblico specie quando il 'gioco' mette i giocatori uno contro l'altro e i giocatori si percepiscono come parte di una comunità. Questo appare sensato rispetto a diverse regole comportamentali e in particolare rispetto alla norma sociale (Cialdini e Trost, 1998).

Il tema della norma sociale è un altro aspetto importante da segnalare e puntualizzare. Ci sono molti esempi, ben documentati, che mostrano come rivelare le norme sociali – cosa 'la maggior parte della gente' pensa o crede – possa influenzare positivamente vari comportamenti, quali il consumo asociale di bevande alcoliche, la regolarità fiscale o il mantenimento di appuntamenti in studi medici. La maggior parte delle persone, anche se si sente forte della propria individualità (da cui il focus aumentato sulla personalizzazione), ama sapere che il proprio comportamento non è fuori dalle norme sociali. Infatti, quali esseri sociali, siamo convenzionali e altamente influenzati dagli altri nelle nostre azioni e opinioni e agiamo anche base delle informazioni degli altri, generalmente cercando approvazione per quello che facciamo. Una strategia comunicativa del '*making it social*' suggerisce che pubblicizzando statistiche favorevoli che mostrano che la maggior parte delle persone, in una determinata coorte, ha iniziato a pensare alla pensione o, ancora meglio, ha iniziato a risparmiare, e che comunicano le buone pratiche anche in termini di importi, incoraggerà gli altri individui, nella stessa coorte, ad agire analogamente. Ciò è particolarmente vero quando si può sfruttare la potenza dei social network. Rassicurare le persone sul fatto che le loro scelte rientrano nelle norme sociali rinforza il comportamento. Al contrario, citare statistiche che comunicano la portata sociale del problema socio-economico collegato all'assenza del risparmio non fa che aggravare il problema: le persone accettano il proprio comportamento subottimale in quanto norma sociale.

Per molti individui, le scelte in tema di pensioni possono diventare più ansiogene all'avvicinarsi della pensione stessa: dunque il modo di comunicare impatta anche sulla componente emotiva del processo decisionale. Nest (2014) sottolinea come la comunicazione debba rassicurare, non solo informare. In generale, la rilevanza del *framing* è un tema ampiamente discusso e indagato negli studi comportamentali. Nei materiali educativi sulle pensioni, il messaggio fornito ai risparmiatori può essere organizzato in modo da renderli consapevoli dei potenziali risultati negativi di decisioni finanziarie poco efficaci, incoraggiandoli ad adottare decisioni migliori rispetto alla pensione (per esempio, 'se non risparmi oggi, guarda che cosa ti potrebbe accadere') oppure potrebbe essere declinato centrando l'attenzione sui benefici che vengono dall'aver scelto di risparmiare adeguatamente (per esempio, 'se oggi risparmi, guarda cosa ti potrai permettere'). Mentre l'uso del *framing* negativo (relativamente al *framing* positivo) si è rivelato efficace nell'aumentare comportamenti preventivi in ambito sanitario e nell'influenzare anche le decisioni di investimento (Agnew *et al.*, 2008), altre ricerche hanno comunque mostrato che l'efficacia dei messaggi negativi dipende da molti fattori (per esempio,

la quantità di informazioni negative o il senso di responsabilità; Keller e Block, 1996; Passyn e Sujan, 2006).

Nello specifico, la percezione e i sentimenti rispetto al tema pensioni possono influenzare l'atteggiamento dei risparmiatori. L'emozione come 'ipotesi informativa' (Clare *et al.*, 1994; Schwarz e Clore, 1983) suggerisce che i giudizi possano essere influenzati dai sentimenti positivi e negativi circa l'obiettivo della decisione (altre persone, posti, oggetti, così come parole, ricordi e così via). Le emozioni positive o negative rispetto al compito decisionale possono condizionare direttamente il processo stesso. Emozioni negative rispetto alla pensione e al pensionamento possono sorgere da pensieri spiacevoli e immagini negative del futuro, che si generano al momento delle decisioni in merito alla pensione, come la dipendenza finanziaria, la morte, l'invecchiamento o le disabilità (Weber, 2004). Questi pensieri possono essere psicologicamente più minacciosi e provocare più ansia (ansia legata al pensionamento; Hayslip *et al.*, 1997), che può non limitarsi agli adulti più anziani. È interessante notare che Hayslip *et al.* (1997) hanno rilevato che gli adulti più giovani hanno mostrato anche maggiore ansia rispetto al pensionamento, degli adulti più anziani. Non sorprende quindi la tesi avanzata da Neukam e Hershey (2003) i quali suggeriscono che le persone che sperimentano ansia rispetto al pensionamento sono meno inclini a pianificare e risparmiare per il futuro. In sintesi, le percezioni positive e negative circa il tema pensioni tendono a guidare le reazioni emotive rispetto al compito decisionale e, pertanto, si suppone influenzino la motivazione a dedicare più o meno sforzi al processo decisionale. Una scarsa motivazione a ragionare sul problema può condurre a un'insufficiente ricerca di informazioni, ad accontentarsi delle opzioni di *default*, o a ricorrere ad altre scorciatoie decisionali tali da condurre a una decisione subottimale e in ogni caso divergente dal *best interest*. La motivazione e il *framing* nell'ambito del risparmio pensionistico sono centrali in uno studio neuroscientifico recente commissionato da Standard life (2013). L'esperimento era teso a indagare la psicologia del risparmio e le emozioni a esso connesse: 36 persone sono state sottoposte a un esperimento in laboratorio, utilizzando la tecnologia di *neuroimaging* ECG (elettroencefalografia) per misurare la risposta del cervello a informazioni sul risparmio. Ogni partecipante ha visto un intervento negativo, uno neutro e uno positivo. Per metà dei partecipanti, gli interventi non includevano un messaggio d'invito all'azione, mentre l'altra metà ha ricevuto un invito all'azione. La presentazione delle informazioni in ottica positiva, evidenziando le opportunità di un periodo di pensionamento piacevole, in opposizione alla minaccia di un futuro spiacevole o di insoddisfazione, unita a degli *step* pratici per il passaggio all'azione, si è rivelata l'intervento più efficace. L'intervento positivo, con invito all'azione, ha richiamato attenzione con il minimo sforzo e ha suscitato il maggior livello di motivazione.

L'impatto del *framing* non si limita alla fase di accumulo del risparmio pensionistico, ma si estende alla fase di utilizzo. Anche in questo caso vi sono evidenze del fatto che le scelte dei consumatori risultino influenzate dal modo in cui le rendite vengono presentate rispetto al capitale. Questo risultato presentato da FCA (2014) è coerente con i risultati di Brown *et al.* (2008), che hanno condotto un esperimento simile sui consumatori statunitensi. Inquadrare la rendita come

investimento la penalizza rispetto al capitale che viene visto come componente certa. D'altronde, i consumatori sono costantemente informati del valore dei propri risparmi accantonati per la pensione e questo pone l'enfasi su una logica di investimento e spinge a inquadrare le rendite annue in tale contesto. Benché vi siano ottime ragioni per fornire ai consumatori queste informazioni, si deve però avere chiaro cosa comportino poi sul fronte decisionale, poiché in grado di generare nei consumatori un'avversione rispetto alle rendite. Ovviamente tale 'preconcetto' può essere errato e svantaggioso, se si passa da un *frame* di investimento a uno di consumo in cui la rendita diventa la fonte di reddito certo. È dunque cruciale che i consumatori siano informati e aiutati a ponderare e utilizzare il *frame* più opportuno per prendere la decisione nel modo corretto al momento della pensione.

Inoltre, sempre in tema di decumulo va ricordato che i consumatori sembrano associare il termine 'rendita' a prodotti di scarso valore. L'uso del termine 'rendita' riduce il numero di consumatori che la scelgono, anche se, ed è qui il paradosso, sembrano apprezzarne le caratteristiche.

4 Alcune considerazioni conclusive

I comportamenti finanziari responsabili sono importanti per il benessere economico, eppure resta da chiarire come possano essere insegnati efficacemente. L'educazione finanziaria non è una ricetta magica: può però essere uno strumento efficace se offerta al momento giusto, al pubblico giusto, tramite i canali giusti e in combinazione con altri tipi di interventi.

Nel presente lavoro si è discusso di nuovi filoni di ricerca, che hanno identificato molte vie tese alla comunicazione e all'educazione finanziaria per coinvolgere la gente comune. La narrazione (*storytelling*) adesso è più definita, dobbiamo tuttavia definire meglio i mezzi per proporla. La diffusione degli *smartphone* ha aperto un mondo nuovo e ricco di possibilità per la trasmissione digitale di contenuti che possono valorizzare le competenze finanziarie delle famiglie. L'industria dei media e dell'intrattenimento offre un canale unico ed economicamente sostenibile per trasmettere a milioni di spettatori messaggi di educazione finanziaria, con grande risonanza. La competenza finanziaria è una cosa seria, ma la comunicazione e l'insegnamento dei concetti finanziari può essere '*pop*' e '*fun*'.

Bibliografia

- Agnew, J.R., Anderson L.R., J.R. Gerlach e L.R. Szykman (2008), Who Chooses Annuities? An Experimental Investigation of the Role of Gender, Framing, and Defaults, *American Economic Review*, 98, 418-422
- Botti, S. e A.L. McGill (2006), When choosing is not deciding: The effect of perceived responsibility on satisfaction, *Journal of Consumer Research*, 33, 211-219
- Brown, J.R., J.R. Kling, S. Mullainathan e V.M. Wrobel (2008), Why Don't People Insure Late-Life Consumption? A Framing Explanation of the Under-Annuitization Puzzle, *American Economic Review*, 98, 304-09
- Carroll, G., J. Choi, D. Laibson, B. Madrian e A. Metrick (2009), Optimal defaults and active decisions, *Quarterly Journal of Economics*, 124: 639-1676
- Chetty, R., J.N. Friedman, S. Leth-Petersen, T.H. Nielsen e T. Olsen (2014), Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: Evidence from Denmark, *Quarterly Journal of Economics*, 129, 1141-1219.
- Cialdini, R.B. e M.R. Trost (1998), Social influence: Social norms, conformity, and compliance, in D.T. Gilbert, S.T. Fiske e G. Lindzey (eds.), *The handbook of social psychology*, 151-192, New York, McGraw-Hill
- Cioffi, D. e R. Garner (1996) On doing the decision: Effects of active versus passive choice on commitment and self-perception, *Personality and Social Psychology Bulletin*, 22:133-147
- Clore, G.L., N. Schwarz, N. e M. Conway (1994), Affective causes and consequences of social information processing, in R.S. Wyer and T.K. Srull (eds.), *Handbook of social cognition*, 323-417, Hillsdale, NJ, Erlbaum
- FCA (2014), Does the framing of retirement income options matter? A behavioural experiment, Discussion paper, December
- FT (2016) Barrett C., Best of Money: a lunchtime lesson about pensions for millennials., *Financial Times*, September 15
- Hayslip, B., M. Bezerlein e S. Nichols (1997), Assessing anxiety about retirement: the case of academicians, *International Journal of Aging and Human Development*, 44:15-36
- Iyengar, S.S. e M. Lepper (2000), When Choice is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing?, *Journal of Personality and Social Psychology* 76: 995- 1006
- Iyengar, S.S., G. Huberman e W. Jiang (2004). How much choice is too much: determinants of individual contributions in 401K retirement plans, in O.S. Mitchell and S. Utkus, (eds.), *Pension Design and Structure: New Lessons from Behavioral Finance*, 83-95, Oxford University Press, Oxford
- Johnson E.J e D. Goldstein (2003), Do defaults save lives?, *Science*, 302:1338-1339
- Keller A.P. e L.G. Block. (1996), Increasing the Persuasiveness of Fear Appeals: The Effect of Arousal and Elaboration, *Journal of Consumer Research*, 22: 448-59
- Liberman, N. e Y. Trope (1998), The role of feasibility and desirability considerations in near and distant future decisions: A test of temporal construal theory, *Journal of Personality and Social Psychology*, 75: 5-18
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2007), Baby boomers retirement security: The role of planning, financial literacy and housing wealth, *Journal of Monetary Economics*, 54: 205-224
- McKenzie, C.R.M., M.J. Liersch e S.R. Finkelstein, (2006), Recommendations implicit in policy defaults., *Psychological Science*, 17: 414-420
- Montgomery N., L. Szykman L. e J. Agnew (2017), Saving for Tomorrow Today: How Message Framing Can Improve Retirement Saving Rates for Younger Workers, mimeo
- Nest (2014), Improving consumer confidence in saving for retirement, Discussion paper
- Neukam, K.A. e D.A. Hershey (2003), Financial inhibition, financial activation, and saving for retirement, *Financial Services Review*, 12: 19-37
- Obama, B. (2015), Executive order - Using behavioral science insights to better serve the American people, retrieved from <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2015/09/15/executive-order-using-behavioral-science-insights-better-serve-American>
- Passyn, K. e M. Sujan (2006), Self-Accountability Emotions and Fear Appeals: Motivating Behavior, *Journal of Consumer Research*, 32: 583-589
- Payne, J. W., J.R. Bettman e E.J. Johnson (1993), *The adaptive decision maker.*, New York, NY, Cambridge University Press
- Schwarz, N. e G.L. Clore (1983), Mood, misattribution and judgments of well-being: Information and directive function of affective states, *Journal of Personality and Social Psychology*, 45: 513-523
- Standard Life (2013), Saving in mind. Understanding our emotions around saving for the future, White paper
- Standard Life (2015), After the nudge. A pressing engagement with pension, White paper
- Sunstein, C. R. (2012), Impersonal default rules vs. active choices vs. personalized default rules: A triptych. *Regulatory Policy Program Working Paper*, november

- Sunstein, C. R. (2014), Nudges vs shoves., Harvard Law Review Forum, 127: 210-217
- Thaler, R. e C.R. Sunstein (2008), Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness, New Haven, CT, Yale University Press
- The Economist (2017), The new old, Special report, July 6
- Trope, Y. e N. Liberman (2003), Temporal construal, Psychological Review, 110: 403-421
- Ulkuimen, G. e A. Cheema (2011), Framing goals to influence personal savings: The role of specificity and construal level, Journal of Marketing Research, 48: 958-969
- Weber. U.E. (2004), The role of risk perception in risk management decision: Who's afraid of a poor old-age?, in O.S. Mitchell and S.P. Utkus (eds.), Pension design and structure: New lessons from behavioral finance, 53-66, Oxford, UK, Oxford University Press

Il *debiasing* dell'educazione finanziaria

G. Agrusti^(*), G. Ferri^(**) e C. Giannotti^(***)

1 Introduzione

La maggior parte dei corsi e dei manuali di finanza si fonda sull'ipotesi di razionalità degli investitori – alla base, ad esempio, dell'ipotesi dei mercati efficienti (Efficient Markets Hypothesis, EMH) – eppure, questo assunto è sempre più in discussione. Molti studi hanno mostrato l'esistenza di svariati *bias* cognitivi che inducono i risparmiatori a comportarsi in maniera irrazionale.

(*) Gabriella Agrusti è Professore associato di Pedagogia sperimentale presso il Dipartimento di Scienze umane – Comunicazione, Educazione e Psicologia dell'Università LUMSA di Roma, nonché Presidente del corso di laurea in Scienze della formazione primaria. Dottore di ricerca in Pedagogia presso l'Università degli Studi Roma Tre, insegna Pedagogia sperimentale, Metodologia della ricerca educativa, Sistemi di valutazione, Docimologia (indicizzazione SSCI e SCOPUS). È membro del Joint management committee per l'indagine internazionale IEA-ICCS 2016 International Civic and Citizenship Education Study. I suoi interessi si focalizzano sulle metodologie di valutazione su larga scala, sulla valutazione della comprensione della lettura e dei processi inferenziali.

Email: g.agrusti@lumsa.it

(**) Giovanni Ferri, PhD in Economics presso New York University, è Professore ordinario di Economia politica presso l'Università LUMSA di Roma, dove dirige il Center for Relationship Banking and Economics, focalizzato sul contributo dei beni relazionali al benessere della società. In passato ha lavorato presso l'Università degli studi di Bari, Banca Mondiale, Servizio studi della Banca d'Italia; è stato *visiting* presso Hong Kong Monetary Authority (HKMA), Tokyo University, Asian Development Bank Institute, Princeton University, EUI Florence, NBER. Ha guidato progetti internazionali connessi a ricerca e *policy* in Europa e Asia. I suoi interessi di ricerca comprendono: politica monetaria, regolamentazione finanziaria, struttura bancaria, agenzie di rating, *corporate governance*, nesi finanza-crescita, imprese di famiglia, migrazioni, internazionalizzazione d'impresa, economia cinese, sostenibilità; è autore di numerose pubblicazioni in ognuno di questi ambiti.

Email: g.ferri@lumsa.it

(***) Claudio Giannotti è Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università LUMSA di Roma, dove è Direttore del Dipartimento di Giurisprudenza, Economia, Politica e Lingue moderne, nonché membro fondatore del Center for Relationship Banking and Economics (CERBE). In passato ha ricoperto incarichi di ricerca e insegnamento presso l'Università degli studi Roma Tre, l'Università LUM Jean Monnet e l'Università degli studi di Roma Tor Vergata. È membro del board della European Real Estate Society (ERES) ed è collaboratore senior della SDA Bocconi di Milano. Ha conseguito il titolo di Dottore di ricerca in Banca e Finanza presso l'Università degli studi di Roma Tor Vergata. I suoi interessi di ricerca comprendono: il credito immobiliare, gli investimenti e i fondi immobiliari, il rapporto fra banche e imprese, la cartolarizzazione, il sistema bancario cooperativo.

Email: c.giannotti@lumsa.it

Il dibattito che ne è conseguito risulta fortemente polarizzato, come dimostra anche l'assegnazione congiunta (e quasi schizofrenica) del Premio Nobel per l'economia 2013 a Eugene Fama – l'architetto dell'EMH – e Robert Shiller – l'autore più celebre nel campo della finanza comportamentale.

Per una sintetica panoramica sui *bias* comportamentali, è utile far riferimento a Kahnemann (2011), secondo il quale gli esseri umani scelgono usando due sistemi diversi: il Sistema 1 – con una reazione rapida, intuitiva e semplice – o il Sistema 2 – con una reazione lenta e deliberata, che richiede sforzo. Le scelte del Sistema 1 spesso sono 'irrazionali', mentre le scelte del Sistema 2 sono solitamente 'razionali'. I *bias* cognitivi più significativi individuati da Kahneman (2011) includono: *overconfidence* (eccessiva sicurezza di sé), ancoraggio, disponibilità, effetto sostituzione, *framing*, effetto *sunk cost*. L'*overconfidence* è probabilmente il *bias* cognitivo più importante. Consiste in una distorsione di 'ottimismo pervasivo', per cui gli individui tendono a sopravvalutare i vantaggi e sottovalutare i costi e, conseguentemente, a intraprendere progetti troppo rischiosi. Per Kahneman, i soggetti non si rendono conto della complessità delle situazioni e finiscono per fondare le proprie scelte su un numero di parametri troppo limitati.

L'effetto ancoraggio si riferisce al fatto che, nello scegliere, si tende a essere influenzati da un punto di riferimento iniziale. Un esempio è il '*charm pricing*', tecnica alla base della fissazione del prezzo dei prodotti con cifre che terminano con 9 o 99 – dal momento che la distanza tra un prezzo di 9,99€ e un altro di 10,00€ è percepita molto più grande di quella tra un prezzo di 10,00€ e un altro di €10,01.

Rispetto all'euristica della disponibilità, scrive Kahneman: «*people tend to assess the relative importance of issues by the ease with which they are retrieved from memory – and this is largely determined by the extent of coverage in the media*». Il *bias* della sostituzione deriva dal fatto che quando affrontiamo un problema complesso, siamo riluttanti a usare il Sistema 2 e preferiamo di gran lunga il Sistema 1. Di fronte a un problema difficile, infatti, spesso ricorriamo a una domanda diversa, più semplice ('domanda euristica'), piuttosto che alla vera domanda ('domanda target'). Un esempio è la sostituzione della domanda target 'Sei felice della tua vita, ultimamente?' con la domanda 'Di che umore sei ora?'

Dal *framing effect* deriva l'attitudine degli individui a scegliere in modo diverso a seconda che il problema sia rappresentato in termini positivi o negativi. Un esempio, da De Martino *et al.* (2006), è un'attività legata al gioco d'azzardo. Ai partecipanti, che hanno ricevuto una dotazione iniziale (per esempio, 50\$), viene chiesto di scegliere tra un importo sicuro e una scommessa. La scommessa è presentata visivamente con un grafico a torta che mostra le opportunità di vincere e perdere come porzioni della torta. L'opzione sicura è inquadrata in due modi (per esempio, mantieni 20\$ o perdi 30\$ della dotazione iniziale). Le due formulazioni sono ovviamente equivalenti, ma l'opzione sicura è stata scelta più spesso quando la scommessa aveva un *frame* positivo (dato dalla parola 'mantenere') rispetto a quando aveva un *frame* negativo (dato dalla parola 'perdere').

Infine, *sunk cost effect* è la tendenza a far dipendere le decisioni attuali da decisioni passate che hanno comportato costi oramai irrecuperabili. Per esempio, Hammond *et al.* (1998) sostengono che questo *bias* «shows up with disturbing regularity in banking, where it can have particularly dire consequences. When a borrower's business runs into trouble, a lender will often advance additional funds in hopes of providing the business with some breathing room to recover. If the business does have a good chance of coming back, that's a wise investment. Otherwise, it's just throwing good money after bad».

Naturalmente, i *bias* cognitivi possono condurre i risparmiatori a scelte subottimali (si vedano Subrahmanyam, 2008; Stango e Zinman, 2009). L'educazione finanziaria potrebbe contribuire a correggere questi *bias* (Lusardi, 2011). Benché alcuni studiosi abbiano avanzato dubbi sull'efficacia e/o sul rapporto costi-benefici dell'educazione finanziaria (Willis, 2008; Bertrand e Morse, 2011; Hastings *et al.* 2013), essa può considerarsi idonea a limitare gli effetti negativi dei *bias* cognitivi sui risparmiatori (Lusardi e Mitchell, 2014).

L'attitudine ai *bias* comportamentali non necessariamente scompare quando l'individuo intraprende un processo di educazione finanziaria. Al contrario, un programma di educazione finanziaria potrebbe di per sé essere *biased*. Un contesto e degli strumenti appropriati, nonché una corretta interazione insegnante-studente sono necessari per rafforzare il nesso conoscenza-competenze-comportamento nei risparmiatori nel processo di *debiasing* attraverso l'educazione finanziaria. Su tale tematica si concentra il presente lavoro.

Il paragrafo 2 discute il ruolo degli insegnanti nell'educazione finanziaria. Il paragrafo 3 illustra le indicazioni derivanti da una ricerca condotta su una classe di educazione finanziaria. Il paragrafo 4 conclude sottolineando che i *bias* cognitivi nei programmi di educazione finanziaria dovrebbero essere oggetto di ulteriori indagini, vista la loro importanza per le autorità di regolazione e i *policy maker* coinvolti nella progettazione di programmi educativi.

2 Il ruolo degli insegnanti nell'educazione finanziaria

Negli ultimi vent'anni, gli studi valutativi su larga scala (Large Scale Assessment, LSA), come l'indagine PISA dell'OCSE o la TIMSS dell'IEA, hanno influenzato in vari modi le politiche educative dei paesi partecipanti. Questo non è dovuto solo alle informazioni esaustive che tali studi forniscono sull'offerta educativa a livello nazionale e globale, bensì anche all'impatto intrinseco della valutazione in sé. In generale, lo sviluppo di un test di valutazione implica la scelta dei contenuti e competenze che è necessario apprendere, nonché l'individuazione di obiettivi appropriati e di scenari auspicabili, nei passaggi cruciali o al termine dei programmi di formazione.

Nel rispondere ai quesiti globali sul livello di alfabetizzazione finanziaria dei cittadini, in particolare dei giovani, gli esperti internazionali a capo di tali indagini, unitamente ai rappresentanti dei paesi partecipanti, hanno definito il quadro degli obiettivi della valutazione (OCSE, 2016), ossia le priorità di apprendimento per i giovani, allo scopo di metterli in condizione di affrontare le decisioni in ambito finanziario ed essere dei fruitori efficaci di servizi a essi collegati. Attualmente, dunque, in ragione di una serie di fattori concorrenti, l'alfabetizzazione finanziaria è riconosciuta quale competenza trasversale essenziale nella vita degli individui e vari paesi stanno implementando strategie nazionali di educazione finanziaria (OCSE, 2017).

Nelle raccomandazioni e nei principi dell'educazione finanziaria che derivano dai citati studi (OCSE/INFE, 2012), tuttavia, ci sono pochi riferimenti a insegnanti ed educatori. Ciò può indicare una eventuale carenza nella preparazione degli educatori rispetto a tali tematiche, nuove e specifiche:

«For those programmes which favour use of classrooms, proper education and competence of the educators should be promoted. In this respect, the development of programmes to 'train the trainers' and the provision of specific information material and tools for these trainers should be encouraged.» (OECD 2005).

Nell'ultimo decennio, i Paesi hanno integrato l'educazione finanziaria nei propri *curricula* in vari modi, sia come materie spesso facoltative e a sé stanti (come negli Stati Uniti) o, più frequentemente, come percorsi inclusi nei programmi di matematica e di altre discipline, quali economia, scienze politiche, storia, scienze sociali (OCSE 2014). Indipendentemente dall'approccio adottato, interdisciplinare o monotematico, l'idea è stata quella di fornire strumenti didattici concreti agli insegnanti. In Italia, uno studio approfondito realizzato da Banca d'Italia ha previsto anche di fornire agli insegnanti lezioni e materiali didattici pronti per l'uso (Romagnoli e Trifilidis, 2013). L'esperienza e la conoscenza del contesto scolastico degli insegnanti risultano in ogni caso cruciali per lo sviluppo di competenze ulteriori da parte degli allievi:

«Teachers' pedagogical expertise and close relations with their pupils make them the ideal channel for delivering financial knowledge. While the Memorandum provides some guidance for teaching, in terms of number of classroom hours and practical examples tailored to children, teachers can convey the concepts in the way they deem most appropriate, so that their teaching reflects their heterogeneous background, which ranges from arts to science. In addition, teachers are required to conduct the program mainly during regular school hours and they need to develop suitable resources for their pupils based on the material the Bank of Italy offers them.» (Romagnoli e Trifilidis, 2013, p. 10)

Questa idea è in linea con le evidenze tratte dalle meta-analisi sui fattori che influenzano i risultati scolastici degli studenti, che sottolineano l'importanza del ruolo della interazione tra insegnante e studente (Hattie, 2009). Gli insegnanti esperti conoscono meglio di altri le dinamiche dei processi di apprendimento più efficaci per sviluppare specifiche abilità e competenze, riconoscono i possibili ostacoli all'apprendimento e sanno adattare contenuti e difficoltà alle esigenze degli studenti (Hattie, 2012).

Un recente monitoraggio delle iniziative di educazione finanziaria realizzate in Italia tra il 2012 e il 2014 ha mostrato un coinvolgimento ancora modesto degli insegnanti (inferiore al 10%), anche nei programmi didattici specificamente dedicati agli studenti e svolti a scuola (Banca d'Italia *et al.*, 2017, p. 39). Sebbene il Comitato Nazionale per l'Educazione Finanziaria di recente costituzione e il lancio della Strategia Nazionale per l'Educazione Finanziaria, Assicurativa e Previdenziale (Legge n. 15 del 17/02/2017) verosimilmente promuoveranno l'educazione finanziaria a scuola, del coinvolgimento diretto ed esplicito degli insegnanti ne beneficerebbe in modo significativo la Strategia stessa (OCSE/INFE, 2013). In tale prospettiva si potrebbe immaginare un ampliamento dell'orizzonte temporale delle iniziative nonché del loro ambito di applicazione.

3 Riflessioni preliminari da un'indagine sul campo con una classe di studenti

Il dibattito sulla definizione di un appropriato quadro di riferimento e di un'efficace progettazione per l'educazione finanziaria nel contesto scolastico è ampio (Banca d'Italia, 2017; Farsagli, Filotto, Traclò, 2016; OCSE/INFE, 2013 e 2015). L'educazione finanziaria delle generazioni più giovani ha assunto nel tempo sempre maggiore importanza, per diversi motivi, tra cui la possibilità di accedere ai servizi finanziari in età precoce, la crescente complessità degli strumenti finanziari e la necessità di rafforzare la cultura finanziaria e di diffondere nuove abitudini (OCSE/INFE, 2013; OCSE, 2017).

Al fine di modulare le iniziative di educazione finanziaria in funzione delle attitudini e dei bisogni formativi degli studenti, è opportuno far riferimento anche ai risultati di indagini svolte sul campo. Si illustrano di seguito i risultati preliminari e alcuni suggerimenti frutto dell'esperienza maturata con un progetto di educazione finanziaria rivolto a studenti della scuola secondaria, realizzato dall'Università LUMSA a Roma nel corso del 2017. Gli studenti coinvolti nel progetto hanno frequentato un corso di 20 ore sul *trade-off* tra rischio e rendimento e sugli aspetti etici dei finanziamenti e degli investimenti. Il corso consisteva in lezioni frontali teoriche e in esercitazioni pratiche di professori universitari e professionisti, con il contributo degli insegnanti nella definizione del progetto complessivo. Sono stati anche realizzati un gioco di ruolo, in collaborazione con un istituto bancario, in cui gli studenti agivano

come banche o come investitori, e lavori di gruppo, sui temi specificatamente trattati durante il corso, i cui risultati sono stati presentati dagli studenti alla fine del progetto. Al termine delle attività, agli studenti è stato chiesto di rispondere a un questionario di valutazione che, nonostante il ridotto numero di osservazioni, può comunque fornire qualche indicazione qualitativa su come trasmettere i contenuti di educazione finanziaria nelle scuole.

I partecipanti hanno manifestato interesse verso l'educazione finanziaria, rilevando l'importanza di progetti che prevedano l'interazione tra studenti ed esperti, che coprano aspetti sia teorici sia pratici e che utilizzino strumenti didattici quali i giochi. Molti studenti hanno evidenziato l'importanza degli approfondimenti teorici, confermando la complessità della materia e riconoscendo che il proprio livello di conoscenza di partenza era estremamente basso (OCSE/INFE, 2015b).

Gli studenti hanno dichiarato di aver tratto beneficio dal progetto, ritenendolo utile per la propria vita personale e professionale. Vi è tuttavia il rischio di una sopravvalutazione dei benefici connessi alla partecipazione a tali progetti nel caso in cui le conoscenze e le competenze degli studenti non fossero effettivamente cresciute in modo significativo. Ne deriva che i partecipanti a iniziative di educazione finanziaria potrebbero sviluppare atteggiamenti di *overconfidence*, in particolare nel caso in cui le conoscenze di base fossero in partenza basse (in merito alla correlazione tra limitate conoscenze finanziarie e *overconfidence*, si veda Gentile, Linciano, Soccorso, 2016).

Gli studenti che hanno partecipato al progetto della LUMSA si sono mostrati ben disposti ad aderire ad altre iniziative simili, riconoscendo implicitamente la necessità e l'utilità dell'educazione finanziaria per la loro vita. Ciò suggerisce l'idea che si possa alimentare la domanda di educazione finanziaria da parte degli studenti, stimolando l'interesse personale sui temi finanziari e quindi incrementando la domanda di progetti educativi nell'ambito di un circolo virtuoso.

Le evidenze preliminari appena illustrate possono offrire indicazioni utili per lo sviluppo di interventi efficaci di educazione finanziaria. In primo luogo, le istituzioni coinvolte dovrebbero pianificare progetti a lungo termine con il coinvolgimento di esperti e/o del sistema educativo, integrando l'educazione finanziaria nei programmi scolastici e governando con attenzione tutti gli aspetti critici e strutturali di tale scelta. Occorre di pari passo prevedere la formazione degli insegnanti delle scuole secondarie, con riferimento anche ai *bias* che possono inficiare le iniziative educative.

In secondo luogo, gli educatori dovrebbero sottolineare la rilevanza e l'utilità delle tematiche finanziarie per la vita quotidiana, enfatizzandone la complessità, anche al fine di scoraggiare atteggiamenti di *overconfidence*.

Infine, gli insegnanti, appositamente preparati, dovrebbero promuovere l'uso di strumenti educativi interattivi, nell'ambito di un approccio multidisciplinare.

4 Conclusioni

Nel presente capitolo si sono illustrati i *bias* cognitivi più noti e come questi possano influire negativamente sui comportamenti finanziari. Si è poi ricordato che l'educazione finanziaria è considerata uno strumento utile per correggere tali *bias*. Tuttavia, lo stesso processo di educazione finanziaria può essere di per sé soggetto a *bias* cognitivi. Si sono quindi illustrate le evidenze emerse da un progetto condotto dall'Università LUMSA su una classe di studenti della scuola secondaria. Nonostante il numero limitato di partecipanti non consenta una robusta analisi quantitativa, i risultati qualitativi possono comunque offrire spunti interessanti ai *policy makers* per la definizione delle iniziative di educazione finanziaria.

Occorre dedicare particolare attenzione alle modalità con le quali i progetti di educazione finanziaria possono essere ostacolati da *bias* cognitivi; in tal senso, si rendono opportune ulteriori ricerche. Per rendere i progetti di educazione finanziaria efficaci, i *policy makers* si dovrebbero preoccupare anche del *debiasing* dei progetti stessi. Ciò potrebbe richiedere diverse azioni, tra cui: 1) coinvolgere gli insegnanti nelle iniziative di educazione finanziaria, anche fornendo loro materiale prontamente utilizzabile; 2) promuovere una più forte interazione tra insegnanti e studenti, al fine di innalzare il livello di fiducia e di coinvolgimento degli studenti; 3) coltivare un approccio multidisciplinare all'educazione finanziaria, sottolineando come le decisioni finanziarie influenzino molteplici aspetti della vita quotidiana; 4) pianificare iniziative di lungo periodo con il coinvolgimento di esperti e/o l'inserimento dell'educazione finanziaria nei *curricula* scolastici, governando con attenzione tutti i connessi fattori critici.

Bibliografia

- Banca d'Italia (2017), Rilevazione sulle iniziative di educazione finanziaria in Italia nel triennio 2012-14. Banca d'Italia. (<http://www.bancaditalia.it/media/notizie/2017/rilevazione-educazione-finanziaria-2012-14.pdf>, 30/08/2017)
- Bertrand, M. e A. Morse (2011), Information disclosure, cognitive biases, and payday borrowing, *The Journal of Finance* 66.6, 1865-1893
- Consob (2016), Report on financial investments of Italian households. Behavioural attitudes and approaches
- De Martino, B., D. Kumaran, B. Seymour e R.J. Dolan (2006), Frames, biases, and rational decision-making in the human brain, *Science* 313, 684-687
- Farsagli, S., U. Filotto e F. Tracò (2016), Educating People about Finance and Economics. Approaching Curriculum Design: an Italian Experience, in Aprea, C., E. Wuttke, K. Breuer, N.K. Koh, P. Davies, B. Greimel-Fuhrmann e J.S. Lopus (ed.), *International Handbook of Financial Literacy*, E. Wuttke editors, Springer
- Gentile, M., N. Linciano e P. Soccorso (2016), Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence Evidence from the Italian market, Research Paper no. 83, Consob
- Hammond, J.S., R.L. Keeney e H. Raiffa (1998), The hidden traps in decision making, *Harvard Business Review* 76.5, 47-58
- Hastings, J.S., B.C. Madrian e W.L. Skimmyhorn (2013), Financial literacy, financial education, and economic outcomes, *Annual Review of Economics* 1.5, 347-373
- Hattie, J. (2009), *Visible learning. A synthesis of over 800 meta-analyses relating to achievement*. London: Routledge
- Hattie, J. (2012), *Visible learning for teachers. Maximizing impact on learning*. London: Routledge
- Kahneman, D. (2011), *Thinking, Fast and Slow*, London: Macmillan
- Lusardi, A. (2011), Survey of the States: economic and personal finance education in our nation's schools, Council Economic Education
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2014), The economic importance of financial literacy: Theory and evidence, *Journal of Economic Literature* 52.1, 5-44
- OECD (2005), *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*. Luglio 2005. (<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/35108560.pdf>, 30/08/2017)
- OECD (2014), *Financial Education for Youth: The Role of Schools*, OECD Publishing, (<http://dx.doi.org/10.1787/9789264174825-en>, 30/08/2017)
- OECD (2016), *PISA 2015 Assessment and Analytical Framework: Science, Reading, Mathematic and Financial Literacy*, PISA, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264255425-en>
- OECD (2017), *PISA 2015 Results (Volume IV): Students' Financial Literacy*, PISA, OECD Publishing, Paris, <http://dx.doi.org/10.1787/9789264270282-en>
- OECD/INFE (2012), *INFE High-Level Principles for The Evaluation of Financial Education Programmes*, January 2012, (<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/49373959.pdf>, 30/08/2017)
- OECD/INFE (2013), *Financial Education for Youth and in Schools: OECD/INFE Policy Guidance, Challenges and Case Studies*
- OECD/INFE (2015), *National Strategies For Financial Education OECD/INFE Policy Handbook*.
- OECD/INFE (2015b), *OECD/INFE Core competencies framework on financial literacy for youth*
- Romagnoli, A. e M. Trifilidis (2013), Does financial education at school work? Evidence from Italy. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, no. 155, aprile 2013
- Stango, V. e J. Zinman (2009), Exponential growth bias and household finance, *The Journal of Finance* 64.6, 2807-2849
- Subrahmanyam, A. (2008), Behavioural finance: A review and synthesis, *European Financial Management* 14.1, 12-29
- Willis, L.E. (2008), Against financial-literacy education, *Iowa Law Review* 94, 197-285

Fiducia e alfabetizzazione finanziaria

Sostituti o complementi?

C. Cruciani^(*) e U. Rigoni^(**)

La crisi finanziaria globale e la crisi del debito sovrano in Europa hanno influenzato drasticamente la comprensione da parte di cittadini e investitori del ruolo dei mercati finanziari e le responsabilità delle istituzioni finanziarie nella sua regolamentazione. Anche se ormai le economie europee mostrano segnali di ripresa, la crisi ha messo in luce la necessità che sia gli investitori sia gli intermediari e le istituzioni finanziarie sviluppino nuove e migliori prassi per partecipare pienamente e in modo efficace ai mercati finanziari globali. Comprendere le ragioni della crisi finanziaria richiede anche di affrontare gli elementi alla base della definizione di queste nuove prassi: l'educazione finanziaria degli investitori e gli eventuali limiti della regolamentazione formale delle istituzioni finanziarie.

La crisi ha messo in luce anche un altro aspetto fondamentale che influenza la partecipazione ai mercati finanziari: il ruolo della fiducia. La fiducia si caratterizza come un legame informale tra investitori e istituzioni finanziarie, anch'esso al centro di una crisi (Guiso, 2010), che richiede di essere analizzata e risolta. Questo articolo si propone di mostrare che affrontare le implicazioni della crisi di fiducia può suggerire soluzioni interessanti anche con riferimento al tema dell'educazione finanziaria.

L'esperienza delle crisi finanziaria e della crisi del debito sovrano hanno mostrato i limiti di alcune delle regole esistenti: i mercati finanziari hanno bisogno di nuove regole e attori più efficienti, e i regolatori internazionali e nazionali hanno già fornito una risposta programmatica in tal senso. La normativa che regola gli intermediari finanziari sta per affrontare dei cambiamenti significativi con l'entrata in

(*) Caterina Cruciani, PhD in Economia, è attualmente Ricercatore in Economia degli intermediari finanziari, Direttore operativo e membro del Centro di Ricerca Sperimentale in Management ed Economia dell'Università Ca' Foscari di Venezia. Le sue ricerche si concentrano sulla consulenza finanziaria, la fiducia e la finanza comportamentale.

Email: cruciani@unive.it

(**) Ugo Rigoni, PhD in Management, è Professore ordinario in Economia degli intermediari finanziari e membro del Centro di Ricerca Sperimentale in Management ed Economia dell'Università Ca' Foscari di Venezia. Ha svolto progetti di ricerca su investimenti delle famiglie, alfabetizzazione finanziarie e scelte di *asset allocation*, consulenza in materia di investimenti e fiducia.

Email: rigons@unive.it

vigore della Direttiva europea MiFID II a Gennaio 2018, che incorpora alcune parole chiave della riorganizzazione dei mercati finanziari. La trasparenza informativa, a livello delle caratteristiche sia dei prodotti sia degli intermediari, diventa strumento chiave per migliorare la tutela dei risparmiatori e consentire una pianificazione finanziaria più efficace. Questi cambiamenti normativi dipingono uno scenario nuovo per gli intermediari finanziari, le cui caratteristiche hanno punti sia di forza sia di debolezza che è cruciale comprendere e gestire per garantire la costruzione di un sistema davvero più efficiente.

Per esempio, l'importanza attribuita al ruolo delle informazioni si fonda sulla considerazione che il processo decisionale non possa che beneficiare di informazioni più dettagliate, puntuali e frequenti. Questa considerazione ignora l'evidenza empirica che mostra come gli individui non siano generalmente in grado di analizzare grandi quantità di informazioni e siano invece soggetti a limiti cognitivi ben documentati in letteratura, in virtù dei quali un semplice trasferimento informativo non è in grado di migliorare in modo significativo il processo decisionale finanziario.

La letteratura sull'alfabetizzazione finanziaria ha esplorato ampiamente come il trasferimento di competenze possa giocare un ruolo nella partecipazione al mercato finanziario. L'alfabetizzazione finanziaria si può definire come la capacità di capire e usare dei concetti finanziari chiave nelle scelte quotidiane e di investimento o risparmio. Come emerge da diversi studi sul ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria nella partecipazione al mercato finanziario (Lusardi e Mitchell, 2007; Lusardi e Mitchell, 2011; van Rooij, Lusardi, e Alessie, 2011), in generale gli individui più alfabetizzati sono più propensi sia a investire nel mercato azionario e a selezionare strumenti più rischiosi con rendimenti attesi maggiori sia a sottoscrivere piani pensionistici integrativi. Nonostante l'evidenza mostri che l'alfabetizzazione finanziaria può giocare un ruolo determinante nei mercati finanziari, il livello di alfabetizzazione finanziaria nella popolazione occidentale tende a essere piuttosto basso (Lusardi e Mitchell, 2014).

Lo sviluppo di programmi di educazione finanziaria rappresenta uno strumento di *policy* fondamentale per migliorare l'alfabetizzazione e favorire soprattutto gli individui che maggiormente potrebbero beneficiare di una migliore pianificazione finanziaria, come i soggetti a basso reddito più vulnerabili alle fluttuazioni dei mercati.

L'efficacia di questi programmi è molto difficile da misurare, a causa di numerosi aspetti, legati sia al disegno dei programmi stessi sia al monitoraggio delle competenze acquisite. Ad esempio, quando questi programmi non sono obbligatori, è possibile che siano solo gli individui più motivati a decidere di iscriversi. Questo effetto, detto di auto-selezione, è impossibile da misurare in assenza di un gruppo di controllo. Collins e colleghi mostrano che simili questioni hanno caratterizzato finora molti programmi di educazione finanziaria (Collins, O'Rourke, e O'Rourke, 2010). Gli stessi autori evidenziano anche le complessità legate al monitoraggio delle competenze nel tempo: molti programmi sono valutati troppo presto, in generale una volta completati, e tendono a basarsi solo sull'autovalutazione. Nel metastudio di

Fernandes e colleghi (Fernandes *et al.*, 2014) si evidenzia che gli effetti dell'educazione finanziaria sulle competenze sembrano sparire già 20 mesi dopo l'esposizione ai programmi, con effetti quasi trascurabili sul reale comportamento finanziario, specialmente nei gruppi a basso reddito. Una revisione più recente dei programmi di educazione finanziaria (Miller *et al.*, 2015) sottolinea la difficoltà di valutare tali interventi, ma mostra che essi possono produrre miglioramenti nei comportamenti in alcune aree d'interesse finanziario, come il risparmio e il monitoraggio dei costi (*budgeting*).

La letteratura sembra quindi suggerire che i programmi di educazione finanziaria possono non produrre gli effetti sperati o perché non riescono a raggiungere gli individui che ne avrebbero più bisogno o perché gli effetti decadono rapidamente nel tempo.

Dati i limiti dell'educazione finanziaria vista come un semplice trasferimento di contenuti, potrebbero essere gli intermediari finanziari a svolgere direttamente un ruolo educativo e trovare modi per incoraggiare una corretta elaborazione delle informazioni e un più efficiente processo decisionale. Purtroppo, l'evidenza empirica mostra che sono gli individui con maggior alfabetizzazione finanziaria a chiedere maggiormente i servizi di consulenza finanziaria: in altri termini, la consulenza finanziaria sembrerebbe essere un complemento e non un sostituto dell'educazione finanziaria (Calcagno e Monticone, 2015; Collins, 2012; Debbich, 2015; Gentile *et al.*, 2016). Questo articolo suggerisce che esiste un altro elemento chiave nella consulenza finanziaria che potrebbe fungere da efficace complemento all'educazione finanziaria: la fiducia.

La fiducia è stata definita il lubrificante delle attività economiche e diversi studi hanno mostrato che una fiducia generalizzata (ad esempio, quella negli altri in generale) è tra i fattori più importanti della crescita economica (Knack e Keefer, 1997). La fiducia svolge un ruolo cruciale anche nel determinare il livello di partecipazione al mercato finanziario (Guiso, Sapienza, e Zingales, 2008). Inoltre, un filone di letteratura recente ha evidenziato che la fiducia nei consulenti finanziari può aumentare il livello di delega e produrre risultati positivi, sia per i clienti sia per i consulenti (Gennaioli *et al.*, 2015). In particolare, il modello '*Money doctors*' (dottori del denaro) proposto da Gennaioli e colleghi mostra che la fiducia in un consulente finanziario si traduce in una maggiore partecipazione al mercato finanziario, riducendo l'avversione al rischio percepita dai clienti. La fiducia non deve necessariamente essere ben riposta. Infatti l'evidenza empirica mostra che i clienti assistiti da consulenza tendono a investire in attività più rischiose di quelle che sceglierebbero da soli (Mullainathan *et al.*, 2012) poiché a maggiori rischi corrispondono maggiori commissioni per il consulente. A beneficio dei clienti, tuttavia, investimenti più rischiosi comportano anche rendimenti attesi più alti. Gli effetti positivi della fiducia in questo modello sono evidenti soprattutto per i clienti che sarebbero troppo avversi al rischio per partecipare al mercato: infatti è solo grazie alla fiducia e alla delega accordate al consulente che questi individui investono in prodotti finanziari.

Una recente analisi empirica mostra che il messaggio del modello *Money doctors* può avere interessanti ricadute pratiche, specialmente in periodi in cui la fiducia è messa maggiormente alla prova (Dorn e Weber, 2017). Questa ricerca analizza la reazione di un campione di investitori tedeschi alla crisi finanziaria del 2008, distinguendo tra individui che affidano completamente il proprio portafoglio a un consulente, clienti che lo fanno solo parzialmente e clienti che lo gestiscono da soli. Proprio come previsto dal modello *Money doctors*, la fiducia è determinante per alcuni investitori nella decisione di partecipare al mercato azionario, ma può arrivare a ritorcersi contro il consulente se essa viene messa in discussione. Infatti, i conti gestiti completamente da consulenti sono stati chiusi in modo molto più frequente rispetto agli altri durante la crisi del 2008 e non sono stati riaperti dopo la crisi. Questo dimostra che la fiducia nel consulente è determinante nella decisione di investire, ma che una volta persa è un aspetto molto difficile da ricostruire. L'analisi suggerisce inoltre che la fiducia nel consulente finanziario è in grado di indurre la partecipazione al mercato azionario, ma che la delega è vulnerabile non solo ai risultati finanziari osservabili ma anche a variazioni della fiducia.

Capire cosa stia alla base della fiducia tra consulenti e clienti e comprendere quali clienti siano maggiormente disponibili a fidarsi può aiutare a perfezionare strategie alternative per aumentare la partecipazione al mercato, basate su una maggior delega più che su un mero trasferimento di competenze dai consulenti ai clienti. La complementarità tra educazione finanziaria e fiducia esplicita il suo potenziale proprio nella figura dell'intermediario finanziario – il consulente finanziario – che può costruire la fiducia attraverso il suo ruolo di informatore e supporto nella comprensione delle informazioni. La semplice trasmissione delle informazioni non può ridurre efficacemente il gap di competenze tra cliente e consulente, ma può contribuire a creare un ambiente di fiducia in cui il primo torni a delegare il secondo. Gli intermediari finanziari non possono che continuare a essere la parte più esperta nella relazione di consulenza con i clienti, ma la loro volontà di comunicare, spiegare e condividere informazioni (a dispetto dell'efficacia di queste azioni) può diventare una strada ottimale per attestarne l'affidabilità e ristabilire un clima di reciproca fiducia.

È necessario quindi studiare ulteriormente le caratteristiche della relazione che i clienti hanno con i propri consulenti. In una recente ricerca empirica svolta su un vasto campione di consulenti finanziari professionisti italiani, l'affidabilità dei consulenti finanziari si lega a una serie di fattori intangibili che ne caratterizzano la relazione con i clienti (Cruciani *et al.*, *in corso di pubblicazione*). Quando la relazione con il cliente si stabilizza nel tempo, il successo professionale e i risultati conseguiti perdono d'importanza rispetto alle caratteristiche relazionali (come la frequenza degli incontri) e la capacità di offrire supporto emotivo al cliente. È interessante che la tendenza di alcuni consulenti a pubblicare brevi articoli su siti web personali sia una caratteristica indicativa per spiegare la fiducia ottenuta una volta stabilizzata la relazione. Attestare la propria competenza in modo pubblico e non su richiesta aiuta

a sostenere un clima di fiducia, per effetto del quale l'investitore sa che eventuali domande o chiarimenti saranno affrontati con professionalità, a prescindere dal fatto che un cliente scelga di avvalersi o meno di questa possibilità. Questi risultati suggeriscono che la fiducia è un elemento chiave nella partecipazione ai mercati finanziari e che ricostruirla dovrebbe essere il principale obiettivo delle istituzioni finanziarie. In tale prospettiva, una maggiore attenzione al flusso informativo e alla trasparenza potrebbe contribuire allo sviluppo di una relazione consulente-cliente fondata sulla comunicazione, sull'interazione e, infine, sull'affidamento, agendo in via complementare rispetto all'educazione finanziaria.

La crisi della fiducia generata dalle crisi finanziarie recenti permane tuttora e gli studiosi e i professionisti hanno di fronte un compito importante. Gli effetti delle nuove norme, come l'introduzione della MiFID II, sulla partecipazione ai mercati finanziari devono essere monitorati con attenzione. L'atto di fiducia richiede l'assunzione di un elemento di rischio da parte di chi si affida: se il rischio non esistesse, infatti, la fiducia non sarebbe necessaria. Ridurre la rischiosità reale e percepita della delega a un intermediario è un passo necessario per rafforzare un mercato ampio e diversificato. Delegare le proprie decisioni a un esperto qualificato, tuttavia, non vuol dire rendere la relazione investitore-professionista impersonale e formalistica. Al contrario, delegare dovrebbe poter significare affidarsi a un consulente che sappia meritare la fiducia del cliente, guidandolo nella scelta consapevole di partecipare al mercato finanziario.

Bibliografia

- Calcagno, R. e C. Monticone (2015), Financial Literacy and the Demand for Financial Advice, *Journal of Banking and Finance*, 50: 363–80, (<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.013>)
- Collins, J.M. (2012), Financial Advice : A Substitute for Financial Literacy ? *Financial Services Review*, 21: 307-22
- Collins, J.M. e C.M. O'Rourke (2010), Financial Education and Counseling-Still Holding Promise, *J. Consum. Aff.* 44(3): 483-98
- Cruciani, C., G. Gardenal e U. Rigoni (*in corso di pubblicazione*), Dinamiche Di Fiducia Nella Consulenza Finanziaria: Un'analisi Empirica, *Bancaria*
- Debbich, M. (2015), Why Financial Advice Cannot Substitute for Financial Literacy?, *Direction Générale Des Études Et Des Relations Internationales* (January), (<http://ssrn.com/abstract=2552515>)
- Dorn, D. e M. Weber (2017), Losing Trust in Money Doctors, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2705435
- Fernandes, D., J.G. Jr. Lynch e R.G. Netemeyer, (2014), Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors, *Management Science* 60(8)(March 2017):1861-83
- Gennaioli, N., A. Shleifer e R.W. Vishny (2015), Money Doctors, *The Journal of Finance* LXX (February 2015):1-40. (<http://www.nber.org/papers/w18174>)
- Gentile, M., N. Linciano e P. Soccorso (2016), Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence Evidence from the Italian market, *Research Paper no. 83, Consob*
- Guiso, L. (2010), A Trust Driven Financial Crisis. *EEAG Report on the European Economy 2010* (<http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&eq=intitle:trust+driven+financial+crisis#1>)
- Guiso, L., P. Sapienza e L. Zingales (2008), Trusting the Stock Market, *The Journal of Finance* LXIII(6)
- Knack, S. e P. Keefer (1997), Does Social Capital Have an Economic Payoff? A Cross-Country Investigation, *Quarterly Journal of Economics* 112(4):1251–88
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2007), Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education Programs, *Center for Financial Studies*
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2011), financial literacy around the world: An Overview, *Journal of Pension Economics and Finance* 10(4):497-508 (<http://core.ac.uk/download/pdf/6358633.pdf>)
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2014), The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, *Journal of Economic Literature* 52(1):5-44
- Miller, M., J. Reichelstein, C. Salas, e B. Zia (2015), Can You Help Someone Become Financially Capable? A Meta-Analysis of the Literature, *The World Bank Research Observer* (2013):1-27 (<http://wbro.oxfordjournals.org/cgi/doi/10.1093/wbro/lkv009>)
- Mullainathan, S., N. Markus e A. Schoar (2012), The Market for Financial Advice: An Audit Study, *NBER Working Paper Series* 1-32 (<http://www.nber.org/papers/w17929>)
- van Rooij, M.A. Lusardi e R. Alessie (2011), Financial Literacy and Stock Market Participation, *Journal of Financial Economics* 101(2):449-72 (<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>)

Recenti pubblicazioni

- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena
- 13** – settembre 2017
Quaderni giuridici Autorità Indipendenti e anticorruzione
Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017
- 12** – settembre 2017
Quaderni giuridici I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti
G. Gasparri
- 11** – novembre 2016
Quaderni giuridici *Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori
S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventruruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti
- 6** – agosto 2016
Position papers L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
*Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
CONSOB – CNDCEC*
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.
Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso

- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza Financial disclosure, risk perception and investment choices. Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza The impact of high-frequency trading on volatility. Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza The liquidity of dual-listed corporate bonds. Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth. International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani
- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre