

# DIVERSIFICAZIONE, LUNGIMIRANZA E NECESSITÀ DELLA CONSULENZA

Fa molto bene Carlo Benetti a ricordare che sono passati esattamente settanta anni da quando uscì l'articolo fondamentale "Portfolio Selection" di Harry Markowitz pubblicato dal Journal of Finance. Fa molto bene anche a sottolineare che il carattere rivoluzionario di questo contributo non sta nel sottolineare la cosiddetta "diversificazione ingenua" consistente, per così dire, nel non mettere semplicemente tutte le uova nello stesso paniere. Questo meccanismo prudenziale fa parte del senso comune in molti campi, non solo nella allocazione degli investimenti. Troviamo tracce di queste strategie volte alla diversificazione dei rischi negli uomini da migliaia di anni, e persino presso gli uccelli che nascondono gli avanzi delle loro prede in molti punti in modo da perderne solo alcune se queste vengono scoperte dalla "concorrenza". No. Il punto cruciale del contributo del giovane Markowitz è nell'abbinare la diversificazione ingenua alla nozione di correlazione. Per una diversificazione corretta bisogna non solo che i nostri averi siano distribuiti in più sedi – di qualsiasi natura siano – ma bisogna anche che quando il bene allocato a una sede va male gli altri vadano bene in modo che gli andamenti (e quindi i rischi) si compensino. È tutto un po' più tecnico in termini statistici ma la sostanza è questa e i dettagli sulla varianza statistica non sono qui rilevanti.

L'innovazione teorica di base è questo. L'applicazione di tale innovazione richiede che ci sia una misurazione e un successivo confronto tra i rischi.

In altre parole, mettiamo TUTTE le nostre uova in panieri diversi e poi confrontiamo gli andamenti in ogni paniere in modo da realizzare il principio di compensazione di Markowitz. Otteniamo così che il totale dei rischi di ogni fetta della torta, calcolati separatamente, sia superiore al rischio della torta nel suo complesso che è per l'appunto inferiore perché le conseguenze degli andamenti diversi nel tempo si compensano. In sintesi: meno correlazione = più rischio.

Le cose però, nei loro effetti pratici, sono purtroppo più complesse.

Quando ho letto la chiara e perfetta lezione di Benetti mi è venuta in mente una ricerca fatta da un geniale psicologo del pensiero italiano, Giuseppe Mosconi, purtroppo morto prematuramente. È una ricerca nota agli specialisti, anche se originariamente pubblicata solo in italiano, dato che viene ricordata da Rudolf Arnheim nel suo affascinante diario "Parabole della luce solare" tradotto in più lingue.

La ricerca è stata condotta con bambini di 5-6 anni domandando loro quale oggetto fosse più diverso dagli altri presentando figure che rappresentavano animali, mezzi di trasporto e altri oggetti noti a bambini.

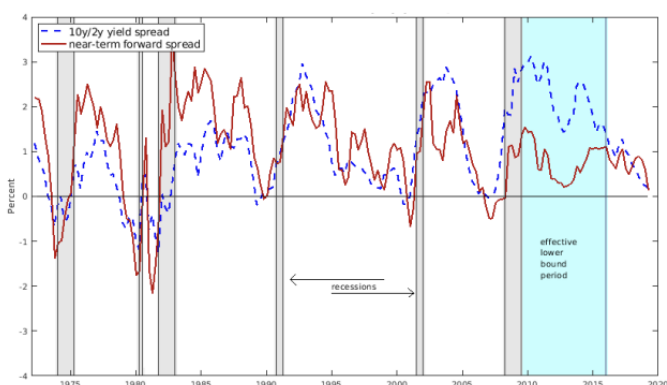
Ora i bambini non confrontano tutti gli oggetti loro presentati ma se hanno di fronte i disegni di quattro animali, tre domestici e un elefante, e di una barchetta dicono che l'oggetto più diverso è l'elefante perché prendono in considerazione l'oggetto più diverso nella categoria che è prevalente, gli animali appunto. Solo quando sono grandi applicano la diversità a un livello più astratto, cioè a tutta la categoria dell'insieme di oggetti prescindendo dalle sotto-categorie.



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

Mi è venuta in mente questa ricerca perché la diversificazione presuppone che voi la applichiate a tutti i vostri risparmi/investimenti, cioè a tutti i vostri averi materiali. Se invece create delle sotto-categorie che non mettete, magari inconsapevolmente, a confronto tra loro – per esempio immobili, contanti, oggetti preziosi, reddito fisso, assicurazioni sulla vita, e così via – allora tornate al punto di partenza, e cioè alla diversificazione ingenua. Purtroppo le ricerche mostrano che questo è quello che succede spesso con i risparmi degli italiani: sono molto correlati tra loro e appartengono a poche categorie che vengono tenute mentalmente separate e che sono quasi tutte, a loro volta, correlate con l'andamento dell'euro, e cioè la moneta usata nella vita quotidiana. Questo spiega perché nel tempo la ricchezza degli italiani è calata. C'è poi un altro problema che aggrava la situazione ed è il fatto che oggi è meno facile diversificare perché i mercati tendono a muoversi tutti insieme, per esempio i mercati azionari salgono oppure scendono nel loro complesso, tutti insieme.

La morale è che la diversificazione funziona solo se la fate sui tempi molto lunghi e se la applicate con perseveranza, meglio con lungimiranza. Purtroppo siamo fatti male anche per la lungimiranza.



La figura mostra la capacità di segnalare le recessioni da parte del differenziale tra i rendimenti dei titoli di stato USA a 2 e 10 anni (cfr. commento ottimo su lezione di Carlo Benetti). Quando i tassi salgono le obbligazioni scendono di valore e soffrono anche i mercati azionari. Non facile diversificare anche muovendosi al di fuori dei mercati azionari. Fonte: Bloomberg modificato.

“L'uomo ha perso la capacità di prevedere e prevenire; finirà per distruggere la Terra”: ecco le parole pronunciate nel 1953 da Albert Schweitzer, il grande pensatore premio Nobel per la pace. Le esplosioni delle bombe atomiche nell'atmosfera stavano diffondendo atomi radioattivi e cancerogeni su tutto il pianeta.

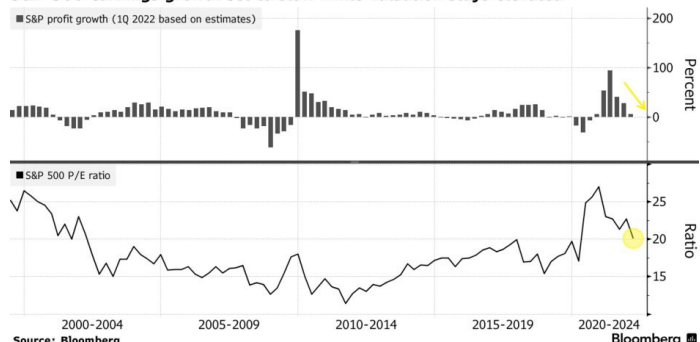
Purtroppo Homo Sapiens non ha mai avuto queste capacità di prevedere e prevenire nei casi in cui previsione e prevenzione richiedevano un arco temporale lungo, proiettato cioè in un futuro non prossimo.

Immaginiamo che la vita della nostra specie sulla Terra sia concentrata così da occupare una sola giornata e non duecentomila anni circa. Soltanto nel corso di un intervallo di tempo inferiore all'ultimo minuto di questa immaginaria giornata, gli ambienti di vita delle società avanzate sono cambiati radicalmente.

Cambiati cioè nel senso che sarebbe di grande vantaggio per l'uomo esser capace di fare previsioni e attuare prevenzioni consapevoli. Previsioni e prevenzioni consapevoli proiettate sui tempi lunghi nel futuro, persino al di là di una generazione. Ragionando e agendo in funzione di quello che sarà il mondo dei nostri figli, nipoti, e pronipoti saremo lungimiranti. Gli scenari demografici, climatici e la biodiversità, di cui parlano gli esperti, sono evidenti esempi in questo senso.

In precedenza gli ambienti di vita erano rimasti invariati – pur con grandi mutamenti climatici - per centinaia di migliaia di anni. Immutati e stabili, beninteso, dal punto di vista della mancata necessità del possesso di una dote come la lungimiranza. A quei tempi la lungimiranza sarebbe stata superflua come si evince dalla dotazione cognitiva selezionata dall'evoluzione per affrontare le sfide con cui si confrontavano i nostri antenati lontani, diretti e indiretti, per esempio i Neanderthal.

**An Ominous Mix**  
S&P 500 earnings growth set to slow while valuation stays elevated



Source: Bloomberg  
Non facile diversificare: gli utili calano ma il rapporto prezzi/utigli resta alto perché il reddito fisso in tempi di forte inflazione ha rendimenti negativi e gli investitori si rifugiano comunque nelle azioni. Il periodo d'oro iniziato nel marzo 2009 è probabilmente finito, finito per molto tempo. Ora ci vuole pazienza e lungimiranza. Il consulente è sempre più indispensabile perché non siamo fatti per la lungimiranza. Fonte: Bloomberg modificata.

Quando Albert Schweitzer pronunciò quelle parole, le due grandi potenze che si confrontavano nel mondo erano entrambe dotate di ordigni nucleari.

Agli inizi degli anni Cinquanta del secolo scorso, i politici e i militari statunitensi affidarono a Thomas Schelling, insieme a un gruppo di studiosi che lavorava alla RAND Corporation, il compito e la sfida di “pensare l'impensabile”, e cioè un eventuale conflitto atomico e i modi di prevenirlo.

La strategia più ovvia e spontanea sarebbe stata forse quella di fare subito un accordo a lungo termine tra le due superpotenze allora dominanti per mettere al bando questo tipo di armi. Bisognava impegnarsi a non costruirne mai più, e a disattivare lo scarso arsenale già allora accumulato, come auspicava appunto Albert Schweitzer. Una strategia di questo tipo richiedeva però un certo grado di accordo tra avversari. Gli avversari sarebbero diventati nemici nel momento in cui uno dei due fosse effettivamente ricorso all'atomica come arma offensiva sperando che il primo colpo fosse quello decisivo e finale, in modo cioè che l'avversario non potesse vendicarsi in quanto definitivamente eliminato. Se non altro, per attuare la strategia di eliminazione, si doveva prevedere la possibilità di procedere a periodici controlli reciproci per attuare il bando definitivo delle armi nucleari.

La tensione crescente dal febbraio 2022 fino a oggi tra USA e Russia mostra che un accordo reciproco non funziona proprio nel momento in cui dovrebbe poter funzionare. Ecco il paradosso della fiducia: si può averla ma non si può comandarla.

Schelling, che nel 2005 ebbe il premio Nobel proprio per “aver fatto avanzare la nostra comprensione del conflitto”, basò invece la soluzione del dilemma proprio sulla limitata lungimiranza dell'uomo e, quindi, sulla difficoltà a presupporre la tenuta di accordi a lungo termine.

La strategia da lui suggerita parve allora, almeno di primo acchito, contro-intuitiva. L'equilibrio della pace sarebbe stato raggiunto con una scelta opposta al disarmo, e cioè tramite un super-armamento nucleare. Schelling suggerì di fare ricorso al timore di una mutua distruzione reciproca (MAD) grazie a una scelta che non richiedeva né lungimiranza, né fiducia, né controlli. La sua proposta ai militari degli Stati Uniti fu quella di aumentare l'arsenale nucleare a un punto tale che avrebbero potuto vendicarsi sul nemico nell'iniziale mezz'ora di guerra rispondendo a un eventuale primo attacco. Bastava allestire un sistema di allarmi che avvisassero in tempo dell'avvenuto lancio degli ordigni nucleari da parte del nemico. Questo avrebbe costretto la superpotenza avversaria ad adottare la stessa strategia. Un confronto nucleare sarebbe stato evitato non per l'assenza di bombe atomiche ma per una loro eccessiva presenza distribuita sui territori dei due possibili nemici. In tal modo un “primo colpo” non avrebbe avuto il tempo di rendere inoffensivo l'avversario che avrebbe potuto rivalersi provocando così una terribile e irrimediabile distruzione reciproca.

La sua soluzione non richiedeva fiducia conducendo a un equilibrio più stabile. Non richiedeva neppure lungimiranza: prendeva atto dei limiti di Homo Sapiens per evitare che si auto-distruggesse.

La soluzione di Schelling va particolarmente apprezzata oggi perché fu basata su un'intuizione che precedette gli studi successi delle scienze cognitive concernenti l'insuperabile e congenita assenza di lungimiranza di Homo Sapiens.

La proposta di Schelling venne così adottata. La minaccia della mutua distruzione reciproca ha impedito una terza e ultima guerra mondiale nei momenti di crisi, come quella di Cuba e, nel 2022, non più tra USA e URSS ma tra USA e Russia di Putin. Ancor oggi i sondaggi mostrano che una guerra atomica tra USA e Russia è, di questi tempi, il maggior timore degli italiani.

La soluzione di Schelling, settanta anni fa, era stata concepita per il mondo bipolare della guerra fredda. Però ha funzionato anche nei settant'anni successivi, almeno fino ad oggi.

Qui ho ricordato Schelling non tanto per la sua fondamentale importanza nelle relazioni militari internazionali, ma perché costituisce la prima applicazione consapevole della mancata lungimiranza di Homo Sapiens, potremmo dire della sua “cortomiranza”.

Preferisco parlare di cortomiranza. Perché la mancata lungimiranza appare come un difetto. Al contrario, la cortomiranza non è altro che il buon adattamento del cervello umano a mondi e ambienti di vita scomparsi. Oggi possiamo parlarne in questi termini perché l'approccio della psicologia evoluzionista è dominante e gli sviluppi della paleontologia genetica ci hanno permesso di capire in dettaglio come funzionavano i pericolosi ambienti di vita in cui cercavano di sopravvivere i nostri antenati cacciatori raccoglitori.

In primo luogo si tratta di una vita abbastanza ripetitiva e ciclica. Era quindi allora adattivo disporre di una memoria lunga del passato e, in particolare, dei pericoli mortali a cui si era riusciti a scampare. Viceversa, doti di previsione e prevenzione non erano necessarie perché il futuro, anche quello prossimo, era largamente incerto, soprattutto sui tempi brevi che erano quelli cruciali per la sopravvivenza. Improvvisamente nel nostro ambiente di caccia poteva comparire un essere vivente ostile, con l'intenzione di predarci o ucciderci ed eravamo costretti a cercare di salvarci. Quindi ci serviva un cervello in grado di metterci in allerta, che sapesse concentrarsi per periodi brevi e capace di reazioni immediate, che avesse cioè tutte quelle capacità che oggi conosciamo bene sia nei loro aspetti mentali che neurali.

Oggi tutto questa dotazione cognitiva ed emotiva ereditata da un lontano passato rema contro di noi quando dobbiamo gestire i nostri investimenti. Per questo è pernicioso il “fai da te” ed è indispensabile un buon consulente.

Il consulente è indispensabile perché solo lui con la sua competenza di questi meccanismi e la fiducia che noi riponiamo in lui può distoglierci da quelle che sarebbero le nostre tendenze spontanee, molte forti perché adattive per un lungo tempo passato. Oggi non più, almeno nel campo delle decisioni di investimento.

Results From Buying The S&P 500  
25 Trading Days After The Day Its Loss Tops 10%

© 2022 The Leuthold Group	S&P 500 Pct. Gain/Loss...			
	1 Mo. Later	3 Mos. Later	6 Mos. Later	12 Mos. Later
Average	<b>2.8</b>	<b>6.3</b>	<b>9.3</b>	<b>14.5</b>
Median	<b>3.0</b>	<b>6.0</b>	8.1	15.2
Worst Loss	<b>-3.6</b>	<b>-8.8</b>	<b>-12.8</b>	<b>-37.6</b>
Largest Gain	12.5	23.9	33.8	<b>61.4</b>

Bolded figures represent an improvement over the strategy of buying without the 25 day wait.

Ecco un esempio del danno della “cortomiranza” spontanea: in realtà è meglio aspettare 25 giorni invece di comprare subito il giorno dopo del calo dei 10% o più dello S&P500. Fonte: Bloomberg modificata.

**Prof. Paolo Legrenzi**

Laboratorio di Economia Sperimentale  
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)

**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.