

# ILLIQUIDITÀ E TEMERARIETÀ

## La differenza tra come funziona un portafoglio e come funziona la testa del proprietario

In questi giorni, e cioè nella settimana centrale di giugno 2024, sono usciti due articoli interessanti sul più importante giornale economico statunitense (che è anche il quotidiano più letto in quel paese) e sul più importante quotidiano economico italiano. Partiamo da quello americano che è accompagnato da questa figura:



[https://www.wsj.com/finance/investing/the-investing-boom-thats-squeezing-some-people-dry-77bbef45?st=5qe8sky6x23e6ng&reflink=article\\_email\\_share](https://www.wsj.com/finance/investing/the-investing-boom-thats-squeezing-some-people-dry-77bbef45?st=5qe8sky6x23e6ng&reflink=article_email_share)

Qui vediamo una persona che è convinta di poter spremere un'arancia e che invece scopre con disappunto che questa operazione non è possibile: non c'è succo, l'arancia è secca, non c'è nulla da spremere. A che cosa si riferisce questa immagine/metafora? Si riferisce a quelle parti del nostro portafoglio che, a un dato momento, vogliamo liquidare e che scopriamo che non lo sono: sono illiquide, proprio come l'arancia dove non c'è niente da spremere. Il fatto è grave, ma lo è ancor di più perché non ce l'aspettavamo. Quando compriamo qualcosa in vista di un investimento dei nostri risparmi, e non come un oggetto o un servizio fine a se stesso, dovremmo sempre chiederci quanto è facile venderlo, almeno se si tratta di un investimento dei nostri risparmi che potrebbe essere opportuno o necessario trasformare in qualcosa d'altro, anche consumi ovviamente.

Magari si tratta di obbligazioni non quotate o di immobili, le due forme in cui più spesso emerge l'illiquidità di un bene. Ecco – come sottolinea l'articolo del giornale – che appare improvvisa la difficoltà perché quando avevamo comprato quella cosa non ci eravamo posti il problema della sua eventuale illiquidità. Il fatto è che i beni illiquidi, proprio per il fatto di non essere quotati, vengono spesso percepiti come più sicuri rispetto ad altri. Non ci sono prezzi che vanno su e giù ogni giorno, dando un'impressione di qualcosa fuori controllo, di qualcosa di mutabile in modi non prevedibili. Se non ci sono prezzi, non ci sono sorprese e, per molte persone, se non ci sono sorprese non ci sono neppure preoccupazioni né delusioni: queste arrivano tutte di un colpo quando si vogliono liquidare questi asset. Nel lungo periodo dei tassi a zero i gestori dei fondi obbligazionari sono stati indotti più che in passato ad acquistare obbligazioni non quotate e prive di un mercato per spuntare buoni rendimenti altrimenti impossibili e, di qui, sono talvolta emersi guai, alcuni purtroppo ben noti.

Morale: siamo ancora una volta di fronte a una scissione radicale tra come funziona la mente di un investitore, se vogliamo che lui resti ignorante, tranquillo e sicuro, e come funziona il benessere del portafoglio, che desidererebbe aver un ben diverso proprietario. Le due esigenze vanno in direzioni opposte. Una cosa a cui gli inesperti dovrebbero stare molto più attenti.

E arriviamo così ai problemi sollevati dalla lettura del quotidiano italiano che sono, più o meno, della stessa natura. Il giornale, il sabato a metà di giugno, esamina e descrive correttamente e chiaramente tre tipologie di investitori. In questo caso è interessante notare la presenza di due livelli.

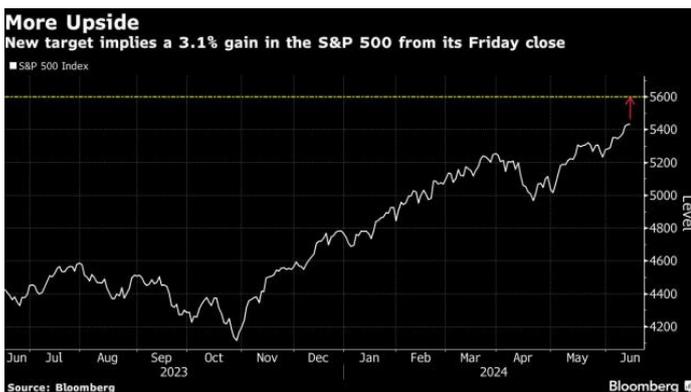


**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di  
psicologia cognitiva  
presso l'Università  
Ca' Foscari di Venezia

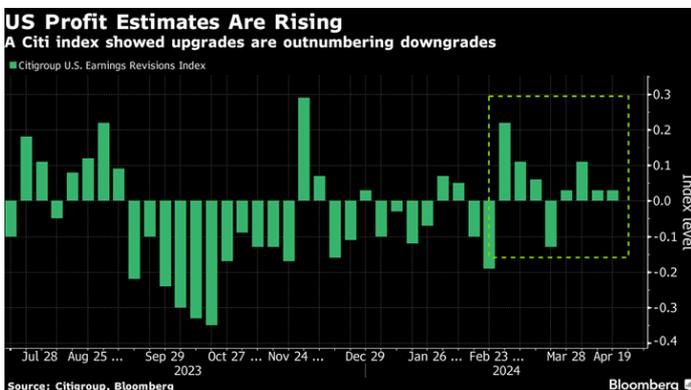
Nel sottotitolo è scritto “profilo temerario”, “profilo bilanciato” e “profilo prudente”: ecco “tre tipologie di investitori”. Ma poi, subito sotto, abbiamo tre proposte di portafoglio. Viene da chiedersi a che cosa si riferiscano gli aggettivi che designano i tre profili. Alle persone o ai portafogli? Se si riferiscono alle persone va bene. Ma non se sono etichette per i portafogli. Scopriamo infatti che quello “temerario” non lo è affatto: ha meno di un terzo nelle borse Usa! E queste, da sole, sono due terzi di quelle mondiali per capitalizzazione!

La scelta veramente prudente sarebbe avere almeno il doppio sulle borse USA e lasciare che si formasse in poco tempo quel “cuscinetto di sicurezza” che ci mette al riparo da ogni discesa, anche forte. Da anni e anni il cuscinetto si forma in poco tempo e ben presto raggiunge dimensioni che mettono a prova il portafoglio da ogni possibile discesa. Una sorta di assicurazione permanente (cfr. lezioni precedenti per una trattazione esaustiva del cuscinetto di sicurezza).

Morale ripetuta ancora una volta: siamo ancora una volta di fronte a una scissione radicale tra come funziona la mente di un investitore, se vogliamo che lui resti ignorante, tranquillo e sicuro, e come funziona il benessere del portafoglio. Le due esigenze vanno in direzioni opposte. Una cosa a cui gli inesperti dovrebbero stare molto più attenti.



Ecco un esempio della forza dello S&P 500. Chi negli ultimi tre lustri non ci ha creduto ha perso una grande occasione, forse la più grande occasione della sua vita di risparmiatore. Fonte: Bloomberg modificata.



Quello che sembrava eccessivo ottimismo ai “prudenti” era invece la scelta veramente prudente e razionale. Fonte: Bloomberg modificata.

Come mai siamo di fronte a una frattura così evidente? Come se l'uomo non si fosse adattato al mondo in cui si trova a dover vivere? Il fatto è che, nel caso dell'evoluzione umana, sono state commesse sempre più forzature intervenendo sul flusso lento e naturale dell'evoluzione e inventando nuovi ambienti di vita, mettendoci di fronte a scelte che mai avevamo affrontato in passato, decisioni per cui non siamo attrezzati. Nei due secoli della rivoluzione industriale e tecnologica, abbiamo introdotto non solo apparecchi ma anche, più in generale, modi di vita, scelte e decisioni completamente nuovi con cui l'uomo è costretto a interagire in assenza di un lento processo di variazioni-selezioni e adattamenti. Forzato perché il suo cervello (i suoi organi sensoriali, ma soprattutto quelli cognitivi), non si è modificato in modo da poter interagire con queste nuove scelte e decisioni.

Il primo caso famoso di “disadattamento forzato” rispetto alle doti umane innate ha riguardato proprio l'astronomia. Disadattamento forzato: l'eredità della memoria lunga della specie ci ha fornito fin dalla nascita di una ricca dotazione mentale pronta a maturare se adeguatamente stimolata. E tuttavia non ci ha fornito delle capacità che sarebbero state necessarie per muoversi bene in queste nuove realtà. Rispetto a queste siamo sguarniti, ci scopriamo disadattati e, più grave, spesso neppure ci scopriamo tali perché non siamo coscienti di quel che ci succede, delle conseguenze delle nostre decisioni e scelte. Purtroppo si tratta di scelte rilevanti sulla salute (recentemente i vaccini), sulla vita economica (investimenti dei risparmi e assicurazioni), individuale (modi di nascere e modi di morire), sulla vita familiare (la famiglia “naturale” e quelle “contro natura”), e così via. Tutte decisioni e scelte che fino a un secolo fa non dovevamo fare perché il progresso (se preferite lo sviluppo) non ce ne aveva mai dato l'occasione.

Quando il mondo cominciò a diventare troppo complicato per noi? Come rintracciare le origini del problema di cui abbiamo parlato all'inizio con due esempi recenti?

Alle origini di tutto ciò, tradizionalmente, si ricorda un episodio che ha riguardato nel 1796 il centro astronomico di Greenwich. Episodio che è rimasto famoso tra gli storici della scienza proprio perché è stata la prima dimostrazione dei limiti umani alle prese con nuove apparecchiature fino ad allora sconosciute. Un episodio minore. Ma l'inizio di una valanga che si è ingrossata e ha finito, oggi, per travolgere molte persone inconsapevoli degli effetti di scelte che appaiono irrazionali agli occhi di un esperto. Quasi avessimo a che fare apparenti forme di autolesionismo o di inconsapevole cecità. Si tratta invece di decisioni, atteggiamenti e comportamenti adottati in assenza delle dotazioni mentali necessarie.

Veniamo dunque al 1796 e a Greenwich.

Due secoli e mezzo fa la Gran Bretagna stava diventando una grande potenza marittima ed era importante tracciare le rotte rilevando le posizioni degli astri in cielo.



L'osservatorio reale di Greenwich.

A questo scopo l'astronomo reale responsabile dell'osservatorio di Greenwich, Lord Maskelyne, era aiutato fin dal 1794 dall'assistente David Kinnebrook. Il compito da effettuare era complesso, al limite sia delle capacità dell'attenzione umana sia di quelle della memoria a breve termine di un individuo. Richiedeva addestramento perché, in parallelo, bisognava:

- traguardare un astro quando compariva nell'oculare di un telescopio,
- rilevare un punto preciso di passaggio su un reticolo,
- contemporaneamente ascoltare e memorizzare i battiti di un metronomo,
- stabilire il momento esatto del passaggio in un punto preciso del reticolo,
- segnare immediatamente tutte queste informazioni su un registro.

Il problema - che passò alla storia delle scienze al punto da venire commentato dalla rivista *Nature* a due secoli di distanza - sorse quando Lord Maskelyne si accorse che le registrazioni del collaboratore, da lui controllate personalmente, erano diverse dalle sue. Maskelyne, sicuro delle sue registrazioni, prima affiancò un assistente a Kinnebrook e poi lo licenziò. Kinnebrook fu costretto a tornare a casa dai suoi, non trovò un posto all'altezza delle sue competenze, finì per morire nel 1802 all'età di trent'anni. Licenziato in quanto poco coscienzioso da un superiore che ignorava come funziona la coscienza umana (12). Che cosa era successo? L'introduzione di un macchinario aveva creato una nicchia artificiale a cui le persone si adattavano in modi diversi, come i pesciolini del lago Tanganica. Pochi decenni dopo l'avrebbe scoperto Bessel, un astronomo tedesco.

Dopo aver raccolto le registrazioni dei transiti di molti astronomi si accorse che ognuno aveva il suo stile personale, con ritardi o anticipi più o meno sistematici. Se ne accorse perché invece di confrontare solo due osservazioni, elaborò statisticamente i dati di molte registrazioni fatte in molti osservatori.

La statistica e le probabilità erano entrate in scena nello studio dei comportamenti umani e non se ne sarebbero più andate.

Nel contempo, tuttavia, la scienza e le tecnologie procedevano. L'impiego degli organi sensoriali umani, imprecisi e inaffidabili, venne progressivamente eliminato dai compiti di rilevazione dei dati, affidando anche questi ultimi alle macchine. E questa sostituzione avvenne non solo in astronomia con la scoperta della fotografia.

L'episodio avvenuto a Greenwich è minore, se non per lo sventurato protagonista. Ma è rilevante perché segna e documenta la prima volta in cui si confrontano e si scontrano una delle conseguenze della psicologia del senso comune, qui denominata genericamente "popolare", e i comportamenti di cui si sarebbe potuto capire il perché soltanto con i metodi di quella che sarebbe diventata la psicologia scientifica. Per la prima volta divergono nelle loro conseguenze e lo si constata a partire da misurazioni e elaborazioni statistiche.

In effetti Maskelyne:

- crede in buona fede di sapere come funziona Kinnebrook,
- attribuisce le differenze sistematiche nei tempi di rilevazione (un po' meno di un secondo) alla sua sbadataggine,
- lo licenzia.

E invece sarebbe stato lui la persona da licenziare. Il fatto è che era impossibile allora dubitare di una delle tante facce della psicologia popolare, quella conosciuta, diffusa, e praticata da tutti. Fino ad allora il senso comune diffuso era stato affidabile e più che sufficiente per vivere.

Ma con l'avvento delle macchine e del progresso tecnologico cambiano le carte in gioco. Per esempio, come mai è difficile accorgersi del reale funzionamento dell'intelligenza artificiale? Perché noi abbiamo implicita una psicologia "ingenua" relativa al funzionamento e al non funzionamento della mente umana. I più, inclusi i filosofi e gli scienziati, usano questa psicologia, di cui è intriso il senso comune, per giudicare gli effetti delle innovazioni tecnologiche sui non addetti ai lavori (13).

Come si è detto, l'episodio di Kinnebrook resterà un caso isolato perché ha coinvolto i limiti degli apparati sensoriali umani che verranno via via esclusi in tutte le scienze della natura. Il problema si ripresenterà tuttavia quando l'evoluzione delle tecnologie riguarderà le operazioni mentali e, in particolare, la nostra intelligenza. Il fatto è che la spiegazione di come funziona un organo sensoriale come la vista può sembrare ovvio dal punto di vista della psicologia quotidiana: la vista fotografa il mondo esterno e ce lo restituisce. Ma siamo sicuri che sia sempre così? Alle volte la vista produce effetti incomprensibili a meno di non scoprire che abbiamo a che fare con indizi della storia lontana della nostra specie.

Provate a guardare questa immagine.



Si tratta di cerchi di grigi con sfumature diverse proiettati su uno schermo o disegnati su una pagina: superfici piatte. Ma la vista non vi restituisce bidimensionalità. In alcuni casi si vedono dei cerchi che sporgono, come delle protuberanze, e altre volte dei cerchi che rientrano, come delle cavità. L'effetto diventa più forte se fate ruotare lentamente l'immagine: quello che sporge rientra e viceversa (non badate a chi vi dice che vede tutto piatto: la psicologia ingenua spinge gli ingenui a credere che ci sia un trucco e quindi rispondono sulla base di quello che sanno e non di quello che vedono).

Come mai? Le ricerche dello studioso di percezione visiva Ramachandran mostrano che la cangiante tridimensionalità apparente dipende dal fatto che fino, più o meno, ai tempi di Maskelyne e Kinnebrook il nostro sistema visivo si era adattato a una illuminazione che cadeva dall'alto sulla terra, proveniente dal sole di giorno e dalla luna di notte. Quindi: le sfumature di grigio vengono viste come ombre causate da una luce naturale che cade dall'alto e produce l'effetto di tridimensionalità (14).

L'introduzione della luce artificiale è troppo recente per sradicare la memoria lunga dei mondi in cui siamo vissuti per millenni e millenni. Si pensi che la prima centrale elettrica del mondo, costruita coraggiosamente e orgogliosamente a fianco del Duomo di Milano, è del 1883. Riusciva a illuminare la Galleria e tutto il centro fino a Piazza Scala.



Centrale elettrica a Milano (1883). Secondi al mondo nella luce artificiale, non nell'intelligenza artificiale.

Ora la luce prodotta dalla elettricità può avere qualsiasi direzione, può provenire anche dal basso. Ma questa innovazione è troppo recente per avere effetti sull'evoluzione del nostro sistema visivo.

A proposito di luce elettrica e di intelligenza artificiale Romano Prodi, recentemente, ha ricordato come la centrale per la produzione di elettricità di Milano fosse la seconda al mondo. Già allora gli USA avevano la supremazia, ma l'Italia giunse subito dopo. Prodi sottolinea il contrasto con la situazione attuale dove all'innovazione per la luce artificiale si è aggiunta quella per l'intelligenza artificiale. Nel caso dell'intelligenza artificiale il divario da colmare rispetto agli USA sembra oggi incolmabile. Forse possiamo consolarci facendo regolamenti per quelle che sono le innovazioni altrui: una divisione del lavoro che fa riflettere. Forse neppure produttiva perché il cambiamento tecnologico è probabilmente più veloce del regolamento. Cambiamento spiazza e aggira regolamento, come è già capitato con altre tecnologie.

Riprenderemo questi temi nelle prossime lezioni.

**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.