

# LEZIONE 10 DEL VIRUS: FINESTRE E VULNERABILITÀ

Di questi tempi, chiusi in casa, il mondo esterno per due mesi l'abbiamo visto per lo più attraverso le finestre, almeno per chi non ha terrazze o giardini. Il 10 aprile 2020 la casa editrice il Saggiatore ha invitato i suoi lettori a condividere racconti brevisimi delle giornate passate a osservare il mondo attraverso le finestre. Ognuno poteva immaginare che le finestre fossero diventate all'improvviso lente, specchio, soglia, spiraglio, cornice o barriera trasparente, con lo scopo di difenderci dall'esterno. Quello che potete leggere liberamente in rete sul sito del Saggiatore è il risultato della selezione editoriale della miriade di contributi ricevuti dalla casa editrice. E' interessante che in questi testi, come nella letteratura classica, il concetto di finestra sia evocato in senso ambivalente. Le finestre sono una difesa dal mondo esterno, da un mondo troppo invasivo, come nella poesia di Rilke, pubblicata postuma nel 1927: "Esempio di libertà insicura/nell'impatto con la sorte/forma che dai misura/all'esterno troppo forte". In altri casi, invece, la finestra ci impedisce di vedere il mondo nella sua totalità, facendoci concentrare, impedendoci di vedere qualcosa, oppure facendoci osservare solo una parte di uno scenario. Inoltre ci difende dall'impatto di un paesaggio inquietante. In questi casi le finestre ci ingannano presentandoci un particolare come se fosse la totalità. Entrambe queste accezioni, difesa e visione parziale, le troviamo nella finanza comportamentale. Mi rifaccio come esempio ai tre paletti di cui ci ha parlato Carlo Benetti nella sua "Storia di un equivoco" del 18 maggio scorso. Eccoli, in ordine:

- asset allocation e diversificazione
- pianificazione finanziaria in funzione dell'orizzonte temporale
- esperto di fiducia (non troppo costoso)

Una triade sacra, come ben dice Carlo Benetti. Se noi vediamo il mondo da una finestra, magari piccola, non possiamo vedere tutto il panorama che si estende tra tutti e tre questi "paletti". Le finestre, insomma, portano a equivoci perché isolano un particolare "punto di vista".



Un presente allargato permette di proiettarsi nel futuro con i piedi saldamente ancorati nel passato. Non è come una media mobile che si limita a smussare la volatilità del passato. In figura si vede una tendenza di lungo termine, e cioè la superiorità dei tecnologici, i titoli del blocco FANG. In parallelo l'arresto per una settimana a fine maggio di tale tendenza che poi è ripresa. Fonte: Bloomberg modificata.

Daniel Kahneman ha usato il concetto di cornice di una finestra o di un quadro per indicare un punto di vista ristretto, limitato. O anche il cambiamento del contenuto di un quadro o di un panorama ottenuto con il semplice cambiamento della cornice che li circonda. In altri casi, ancora, la cornice talvolta isola il mondo e lo fa vedere solo attraverso un'emozione, spesso la paura. In fondo quando suggerisco che in borsa non ci sono perdite ma solo "mancati guadagni" non faccio altro che cambiare una cornice con un'altra e il mondo diventa proprio diverso. L'abbiamo visto anche in occasione del coronavirus: alcuni paesi hanno adottato una cornice, un punto di vista, e altri paesi un diverso punto di vista. La Svezia, per esempio, aveva molte infermiere e dottoresse che non potevano lavorare da casa e quindi ha lasciato donne e uomini liberi di andare al lavoro. Ha semplicemente chiesto di stare a casa il più possibile, senza proibizioni e senza paternalismi: solo la fiducia. Però chi, come gli addetti al sistema sanitario, doveva uscire di casa lo ha fatto e le scuole non sono mai state chiuse per i bambini piccoli che non avevano genitori a casa. Ma niente proibizioni o sanzioni, solo consigli.



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

**Sick and sicker**

OECD countries, vulnerability to lockdowns, April 2020

Vulnerability score*	Jobs that cannot be done from home, %	Retail, transport and hospitality, % of GDP	Fiscal stimulus† % of GDP
(1) Greece	68	23	1.0*
(3) Spain	68	24	1.2
(5) Italy	65	21	1.2
(15) France	62	18	0.7
(23) Japan	67†	22	1.0
(28) Sweden	56	18	2.2
(29) Germany	63	16	4.4
(31) Britain	56	17	3.1
(33) United States	58	16	6.9

\*Average score of five indicators: employment in small firms; ability to work from home; size of retail and leisure sector; fiscal stimulus; focus on job protection †Spending/revenue measures ‡The Economist estimate Sources: "How many jobs can be done at home?" by J. Dingel and B. Neiman; OECD; IMF; World Bank; UBS; Goldman Sachs; The Economist

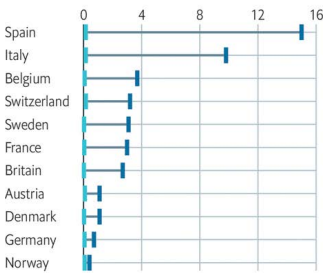
The Economist

La vulnerabilità delle economie alle chiusure è stata misurata tramite cinque indicatori: lavoro presso piccole aziende, possibilità di lavorare da casa, ampiezza del settore turismo e tempo libero, stimoli fiscali, protezione del lavoro. Si va dall'Italia, molto penalizzata, alla Germania e alla Svezia. Fonte: Economist modificata.

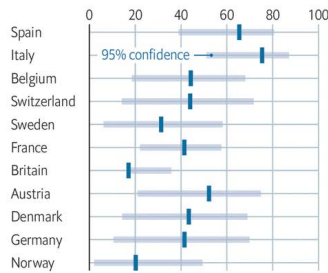
**Contagious uncertainty**

Official cases Average estimate

Population infected with covid-19 As of March 28th 2020, %



Deaths averted because of societal interventions As of March 31st 2020, % of potential\* covid-19 deaths



\*Estimated deaths assuming no interventions

Sources: "Estimating the number of infections and the impact of non-pharmaceutical interventions on COVID-19 in 11 European countries", by Seth Flaxman, Swapnil Mishra, Axel Gandy et al, Imperial College London, 2020; Johns Hopkins University CSSE; World Bank; The Economist

The Economist

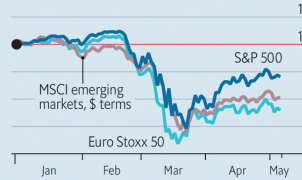
Il distanziamento sociale ha avuto effetti diversi in paesi diversi. Fonte: Economist modificata.

Un'altra conseguenza del coronavirus è la grande variabilità e vulnerabilità, delle diverse asset class sui mercati. Fenomeni rilevanti nel presente immediato: ancora una volta la percezione dei fenomeni dipende dall'ampiezza della finestra con cui vediamo il mondo. Ho già parlato della gerarchia nei passaggi attraverso le diverse finestre che ci fanno vedere l'andamento di panorami specifici.

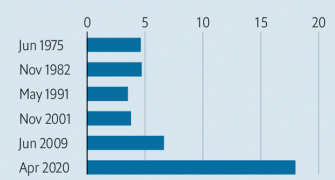
Ecco la gerarchia: 1) azioni meglio del resto 2) azioni americane meglio degli altri mercati 3) azioni tecnologiche meglio di quelle americane. E' una tendenza consolidata da decenni, ma ora ha subito un'accelerazione, un punto di non ritorno. Si pensi che nella composizione del valore di mercato delle prime cinquecento imprese a livello mondiale, gli asset tangibili erano il 62% nel 1982 mentre oggi gli intangibili sfiorano il 90% (per i dettagli, cfr. Pagano e Rossi, L'Industria, 2019, pp. 700-701). Sta così diventando sempre più importante, nella catena del valore, il momento delle idee che conducono a prodotti/servizi monopolistici che tali restano anche nel dopo vendita, come ho già raccontato nelle lezioni precedenti. Si pensi agli effetti della pandemia sui colossi del web. Invulnerabili, apparentemente, perché la quota del valore si sta spostando sempre più rapidamente all'inizio e alla fine della catena.

**The merrier mood in the markets**

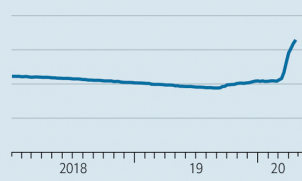
Share prices Jan 1st 2020=100



Americans claiming unemployment insurance Peak during recessions, millions



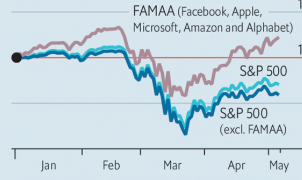
Federal Reserve balance-sheet \$trn



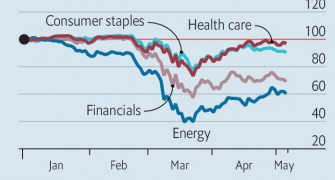
United States, government-bond yields, % By maturity



Share prices Jan 1st 2020=100



S&P 500, selected sectors Jan 1st 2020=100

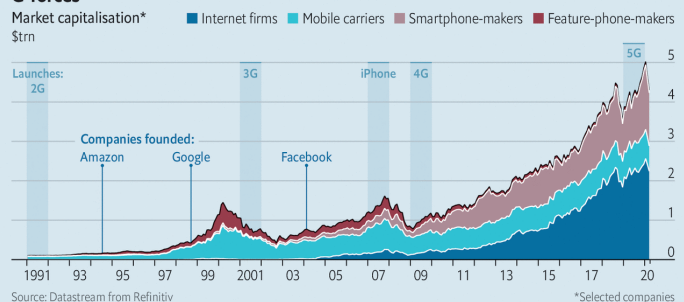


The Economist

In questa figura abbiamo, fra gli altri, l'indice FAMA - composto dai titoli di Facebook, Apple, Microsoft, Amazon e Alphabet - e dall'inizio dell'anno gli indici S&P500, S&P500 meno FAMA, e quello dei mercati emergenti. L'altro settore emerso come invulnerabile è Health care. Fonte: Economist modificata.

Il balzo delle società dell'immateriale è avvenuto nell'ultimo decennio, con la fase del 4G e adesso si sta ulteriormente consolidando.

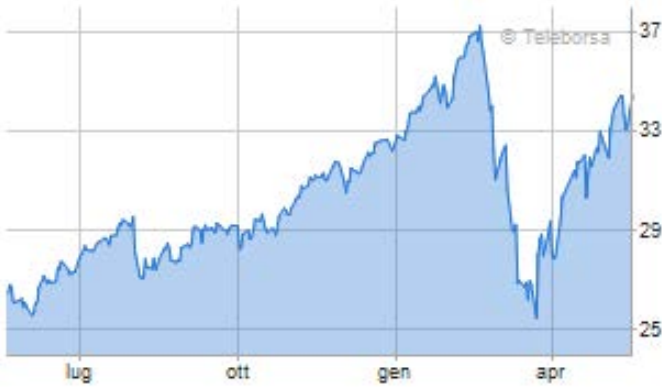
**G-forces**



The Economist

Le diverse fasi, i diversi servizi che hanno determinato il balzo a partire dal marzo 2009 (cfr. FAMA nella figura precedente). Fonte: Economist modificata.

L'ascesa dell'immateriale non è stata interrotta neppure dal coronavirus, come si può constatare dall'andamento dell'indice delle tecnologie dell'informazione che ha avuto una flessione in occasione della grande paura ma che ora è già oltre i valori di inizio anno. I momenti di "grande paura", come il marzo 2009, capitano di rado, solo una volta negli ultimi quindici anni. E tuttavia queste sono le occasioni da non lasciarsi sfuggire.



L'indice delle tecnologie dell'informazione da giugno 2019. Fonte: Bloomberg modificato.

**Bouncing Back**

TSMC has recovered some of its losses since the pandemic struck



Source: Bloomberg

Un'industria manifatturiera, la TSMC dei semi-conduttori – ha rimbalzato perché è al servizio dell'immateriale. Esempio delle nuove regole del gioco. Fonte: Bloomberg modificata.

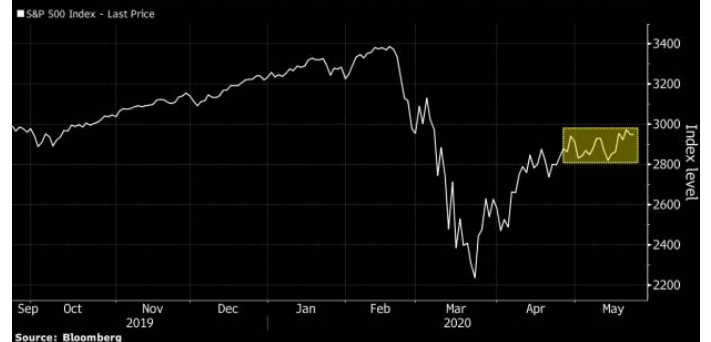
Dobbiamo allora aggiungere un quarto tipo di finestra alle tre già commentate:

- asset allocation e diversificazione
- pianificazione finanziaria in funzione dell'orizzonte temporale
- esperto di fiducia (non troppo costoso)

Questa quarta finestra è strana, perché non ci mostra un panorama: non ci mostra nulla. Si tratta di oggetti invisibili perché intangibili: quelli quotati in FAMAA (cfr. figure). Si tratta di tutti quei servizi dell'immateriale che non smetteremo mai di usare e che avranno più profitto nel mondo del dopo coronavirus grazie anche alla loro posizione quasi-monopolistica.

**Holding Up**

S&P 500 ends week at high-end of monthlong range despite growing warnings



Source: Bloomberg

Malgrado gli avvertimenti sulla crisi dell'economia gli indici, almeno per ora, tengono. 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](http://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.