

# QUANDO È FINITA O FINIRÀ LA PANDEMIA?

La pandemia è stato l'evento più importante del 2020 e oggi, a metà novembre, siamo forse nelle condizioni di domandarci quando finirà. La risposta a questa domanda è diversa a seconda dei punti di vista.

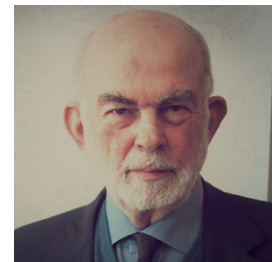
Da un lato la pandemia è stata rilevante dal punto di vista dei mercati azionari e dell'economia perché ha interrotto il più lungo periodo di crescita ininterrotta che durava fin dal marzo 2009. Ma le risposte dell'economia e dei mercati sono state diverse. Dal punto di vista di questi ultimi potremmo paradossalmente affermare che non è successo niente, oppure che gli effetti della pandemia sono già finiti. Se una persona fosse rimasta su un'isola isolata dal mondo e tornasse solo a metà novembre nel mondo civilizzato, troverebbe gli indici delle principali borse (usa, cina, germania, ...) agli stessi livelli a cui li aveva lasciati se non più alti.



Malgrado gli utili delle aziende siano stati in forte calo nel 2020, i mercati azionari si sono ripresi dopo un crollo nel primo semestre e a metà novembre non solo l'indice S&P500 ma anche l'indice delle borse mondiali è in pareggio o superiore ai valori di inizio anno. Fonte: Bloomberg modificata.

Questa persona che si riaffaccia dopo dieci mesi di assenza sarebbe forse sorpresa dal livello dei mercati azionari della tecnologia, in primo luogo del Nasdaq, visto che troverebbe - dopo solo pochi mesi - notevolmente accentuata una tendenza che era già latente da anni, e cioè la superiorità dell'intangibile rispetto al materiale. Potrebbe chiedersi che cosa è successo e si accorgerebbe che in diverse società molti dipendenti non lavorano più negli uffici ma da remoto. Una questione assai rilevante su cui ritorneremo.

A questo punto potrebbe inoltre chiedersi quali sono state le conseguenze nell'economia di questi nuovi comportamenti distanziati o della crisi, nel caso delle attività impossibili da remoto (lavori nei servizi, consumi, tempo libero, e così via). Gli esperti gli direbbero che non si tornerà ai livelli pre-pandemia fino forse al 2023. Scoprirebbe inoltre che la pandemia non è finita, ma che forse nel 2021 si attenuerà grazie ai vaccini di recente invenzione. Eppure la distribuzione dei vaccini sarà lunga e non avverrà in modo omogeneo in tutti i paesi.

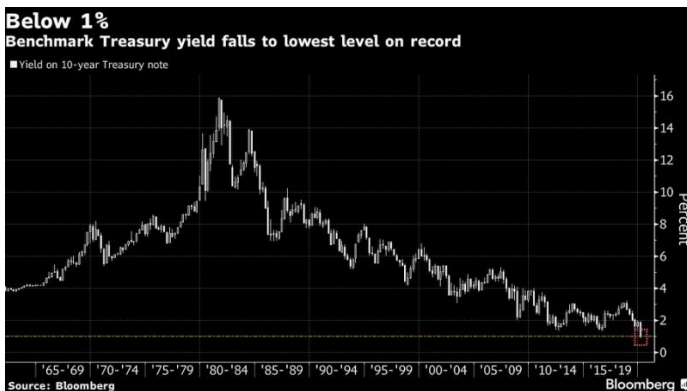


**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia



The Economist

Le borse sono alte anche perché il reddito fisso rende poco o nulla in seguito agli interventi delle banche centrali in tutto il mondo rendendo così bassi i tassi. Fonte: Economist modificata.



Il tasso dell'indice governativo classico, il decennale USA, è stabilmente inferiore all'1%, cioè all'inflazione. Fonte: Bloomberg modificata.



Andamento dei rendimenti del decennale USA e dello S&P500 fino a novembre del 2020, anno della pandemia. Fonte: Bloomberg modificata.

La superiorità dell'intangibile sul materiale, riflessa nei listini di borsa di tutto il mondo, è attribuibile a un cambiamento profondo dei modi di vita e di lavoro che sarebbe stato forse la maggior sorpresa al rientro per chi non avesse ricevuto notizie da marzo 2020 ad oggi.

Personalmente già studiavo e scrivevo da casa, a parte qualche roadshow e conferenza di cui ora sento molto la mancanza (mai sono stato in vita mia così a lungo senza uscire mai da Venezia). Ma penso spesso a mio nipote che è un ingegnere e lavora in una società italiana che fa sofisticati contatori e li vende in giro per il mondo. Da qualche mese non prende treni e aerei, sta di fronte a un computer in una casa di campagna. Continua a lavorare in solitudine, gli altri sono lontani.

Partendo da questa situazione di isolamento proviamo a spingerci oltre con l'immaginazione, accentuando le caratteristiche di questo nuovo mondo. Supponiamo che le persone, dentro e fuori la sua società, diventino angeli dal cuore puro e dall'intelligenza sovrumana, un po' come gli agenti perfettamente razionali dei testi di economia e finanza di un tempo. Anche da lontano tutti si capirebbero all'istante, non ci sarebbe bisogno né di ordini né di gerarchie e l'organizzazione piramidale finirebbe per sciogliersi. Avremmo singoli professionisti che uniscono le loro competenze allo scopo di portare a termine progetti comuni. Questa immaginaria frammentazione è l'opposto del sogno di un unico stato centrale. Un secolo fa, in Russia, si cercò di mettere in pratica questo sogno e divenne presto un

incubo. Era stato prosciugato il mare del mercato: le aziende non riuscivano più a navigare grazie ai venti della concorrenza e alle correnti dei prezzi. Un giovane economista inglese, Ronald Coase, capì l'ostacolo costituito da quello che Graham Greene chiama il fattore umano. Tale ostacolo rende impraticabile la totale decentralizzazione e anche il suo opposto.

Il 10 ottobre 1932 Ronald Coase scrive una lettera, saggiamente conservata dall'amico Fowler: "Se ci fosse concorrenza atomistica, se cioè ogni transazione che implica l'uso del lavoro altrui, di materiali o di denaro, fosse oggetto di una transazione di mercato, non ci sarebbe bisogno di alcuna organizzazione. Nei fatti non è così. Perché? Pensa al disagio (cioè al maggior costo) se in ogni circostanza in cui qualcuno lavorasse con qualcun altro ci dovesse essere una transazione di mercato". Per eliminare tale disagio congeliamo il mare del mercato in imprese organizzate, dotate di gerarchie e strutture di comando. Coase racconta di aver cercato "le ragioni dell'esistenza delle imprese in fabbriche e uffici piuttosto che negli scritti di economisti ... quando gli economisti si rendono conto di essere incapaci di analizzare che cosa sta accadendo nel mondo reale, inventano un mondo che possono maneggiare ...". Il giovane economista andò a vedere come stavano le cose sul campo, visitò le nuove industrie automobilistiche negli Stati Uniti, scoprì l'equilibrio tra il "disagio" delle transazioni e i vantaggi della loro assenza all'interno delle aziende. Ecco perché in una data azienda diventa più conveniente comprare qualcosa invece di farla in casa e, di conseguenza, perché quell'azienda non ha dimensioni né più grandi né più piccole. Oggi sappiamo che il "disagio" inerente alle transazioni di mercato è incorporato nel cervello umano, plasmato in mondi antichi, in mondi privi di spirito angelico e di razionalità pura. Questo è il motivo per cui si cerca di supplire agli errori del "fai da te" con l'educazione finanziaria. Ma serve a poco perché ripetiamo sempre gli stessi errori: il 2020 è stato esemplare in questo senso.

Gli errori sono i soliti, analizzati più volte. La novità è invece il fatto che la pandemia ha costretto le aziende a un grande esperimento naturale: "fare le cose in casa" non vuol dire farle nella "stessa casa", tutti insieme in un medesimo ufficio, edificio, distretto. Si può provare a lavorare in modi che ai tempi di Coase erano impensabili perché non c'erano gli odierni sistemi computer/rete, ben più potenti della posta e del telefono. Si possono condurre riunioni e negoziazioni collegando miriadi di uffici decentrati. Per capire la portata di questo grande esperimento naturale abbiamo bisogno di strumenti che siano in grado di scomporre quello che era stato genericamente etichettato come "il disagio delle transazioni". Non basta dire che se noi capissimo all'istante le emozioni e i contenuti delle menti altrui, e se non fossimo né stupidi né cattivi, tale disagio diminuirebbe e ci avvicineremmo al sogno "atomistico" di Coase. Bisogna in positivo scoprire come funzionano e come si possono migliorare le competenze di chi lavora dentro un'azienda individuando i modi per ridurre i costi di transazione senza ricorrere ad autoritarismi. In tal caso le persone, anche se lavorano fisicamente distanti le une dalle altre, avranno lo stesso spirito di corpo, entusiasmo e tenacia di quando potevano incontrarsi con i loro leader e colleghi stando in piacevole compagnia.

Per misurare il successo e i limiti di questo grande esperimento naturale a cui ci ha costretti la pandemia abbiamo bisogno del lavoro di economisti aziendali che conoscano le scienze cognitive. Più specificatamente di economisti che studino quella che è la migliore miscela di capacità e competenze. Gli uomini non sono angeli e hanno dei limiti insuperabili di attenzione, memoria e razionalità ma tali limiti possono essere aggirati con una educazione alle migliori competenze. Non le competenze tecniche di una specifica area aziendale, ma quelle trasversali comuni a tutti i posti di lavoro. Questo è il motivo per cui noi possiamo considerare gli errori del “fai da te” negli investimenti come dei casi emblematici di quello sfaccettato atteggiamento che possiamo chiamare genericamente superbia. E' la superbia che ci fa commettere sempre gli stessi errori, quella superbia che Sant'Agostino chiama “animositatem”. Con le sue parole, nei Sermones (164, 14):

... umanum fuit errare, diabolicum est per animositatem in errore manere (“cadere nell'errore è stato proprio dell'uomo, ma è diabolico insistere nell'errore per superbia”).

Questa è la chiave per capire il ripetersi sempre degli stessi errori da parte di chi crede di saper fare, ma in realtà non ci sa fare proprio negli investimenti dei suoi risparmi a cui tanto tiene. Per evitare la “diabolica superbia” ci sono solo due vie. La prima via, più complicata, ma più gratificante sul piano intellettuale, è capire i mille volti della superbia. Così cercherò di fare nelle prossime lezioni. L'altra via, più semplice, si richiama al concetto di “nudge”, e cioè a quella spinta gentile che permette di fare il nostro bene, in questo caso il bene dei nostri risparmi di una vita, senza che noi ce ne rendiamo pienamente conto. In questa prospettiva, la “guida ai risparmi di una vita”, di cui ho parlato sopra, menziona una strategia simile a quella adottata da Ulisse quando vuole sentire l'incantevole e seducente canto delle sirene. Si tratta, in questo caso, di “legarsi” non all'albero della nave, ma un portafoglio “perpetuo” e, in seguito, non toccarlo mai in quanto impediti dal legame auto-imposto. La guida ci dice che la semplicità è un'arma inattesa (per difenderci da noi stessi). E' un'idea suggerita da Harry Browne negli anni 80 (<http://fb-advisor.it/permanent-portfolio-di-harry-browne>).

Oggi la massima semplicità è resa possibile da fondi a basso costo, quasi nullo, come gli ETF. Basta, al limite estremo della semplicità, acquistarne uno solo: l'indice delle borse mondiali. Al 14 novembre 2020, data in cui ho scritto questo pezzo, ha reso - in media in euro negli ultimi dieci anni - l'8,94% (si può controllare questo valore ogni sabato sul supplemento Plus del Sole24Ore, in cima a destra di p. 3). Non importano le oscillazioni, tanto il portafoglio, se è “perpetuo”, non lo tocchiamo mai. Se il mondo delle informazioni ci “tenta”, con i suoi annunci incalzanti di successi e di drammi, non possiamo comunque farci nulla: siamo stati legati dai marinai al palo della nave. I consulenti finanziari sono gli odierni marinai che ci “legano” e ci salvano così dalle “sirene”!

#### 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.