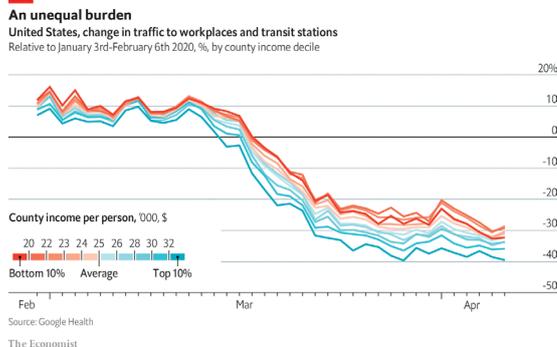


# LEZIONE 7 DEL VIRUS: CHE COSA È SUCCESSO E CI HA INSEGNATO, E CHE COSA CAMBIERÀ PER GLI INVESTIMENTI

Il virus biologico passerà tra qualche mese, così come sono sempre passate le pandemie. E tuttavia le sue conseguenze economiche, almeno nel caso dell'Italia, dureranno per anni. Quando si contrapponevano esigenze economiche e produttive e vincoli sanitari non si coglieva bene il fatto che si tratta di due facce della stessa medaglia: i paesi poveri o imprevidenti sono quelli con strutture sanitarie carenti, come si è visto anche in questo episodio (e come è stato osservato dai commentatori più avveduti).



Negli Usa la riduzione di movimenti fisici è stata tanto più alta quanto più ricca era la zona. Fonte: Economist modificata.

Come impostare gli investimenti in un paese povero? Forse è banale dirlo, ma si tratta di indirizzarli verso i paesi più prosperi. Non è poi così banale, se si pensa che gli italiani, in media e in aggregato, hanno, almeno in passato, fatto proprio l'opposto. Sappiamo bene che dei circa i 9.500 miliardi di risparmi complessivi più della metà di quelli investibili (escluse cioè le case d'abitazione che è implausibile sostituire con case d'affitto) è investita in immobili collocati in Italia.

Perché hanno fatto così?

Perché hanno ridotto lo spazio delle possibilità a quelle visibili, tangibili, quelle che conoscevano bene.

Lo stesso meccanismo è capitato inizialmente con la diagnosi della diffusione del virus. Il premio Nobel Daniel Kahneman nel suo classico manuale ci ricorda il caso immaginario di Steve che è descritto come una persona colta e sensibile. La maggioranza delle persone pensa che Steve sia più probabilmente un bibliotecario rispetto a un agricoltore, trascurando che negli Stati Uniti gli agricoltori sono molto più numerosi dei bibliotecari. Nel caso del coronavirus inizialmente si comunicava il numero dei contagiati diagnosticati a fianco del numero dei decessi: il rapporto tra questi due numeri faceva molta paura. Solo in seguito è stato detto che i diagnosticati erano molto meno numerosi dei contagiati non diagnosticati. Il contagio apparve meno pericoloso rispetto a quando si trascurava l'esistenza degli asintomatici. Avevamo dunque trascurato una possibilità: gli asintomatici. Un errore iniziale che corrisponde a un classico errore degli investimenti: mettere i risparmi solo in qualcosa che si conosce bene.

Giorgio Palù, professore alla Temple University di Filadelfia e presidente uscente della società europea di virologia, ha ricordato per tempo le differenze, ormai note, tra Lombardia e Veneto e l'incertezza, talvolta il caos, nelle strategie nazionali di comunicazione. Non dobbiamo però cadere in facili verdetti di condanna. Kahneman dimostra che sotto un certo livello di conoscenze è difficile accorgersi della propria incompetenza. Nel caso del virus molti responsabili pubblici hanno chiesto consigli agli esperti per tutto ciò che aveva a che fare con biologia e medicina.



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

E, anche in questo caso, non era una decisione facile. “Se i virologi ai quali si affidano i politici - ha osservato Palù il 10 aprile - sono quelli che spesso vedo in televisione, allora forse sarebbero da ripensare alcune scelte: spuntano virologi che in vita loro non hanno pubblicato neppure uno studio ...”. Per le altre questioni, collegate alle donne e agli uomini intesi come persone e non solo entità biologiche, all’inizio sembrava bastasse il senso comune. Le autorità sono quindi innocenti: assolte per non aver compreso il fatto. In certo qual modo possiamo dire la stessa cosa dei risparmiatori italiani che hanno investito i loro soldi con il “fai da te”.

Avendo concentrato le loro attenzioni sugli immobili, abbiamo molti investimenti che sono immobili in due sensi, sia perché sono ancorati al suolo sia perché sono inchiodati sempre allo stesso valore.

La recente crisi pandemica non ha migliorato le cose: l’indice iShares delle proprietà immobiliari nei paesi sviluppati è sceso del 27% rispetto a un anno fa (l’inizio di aprile 2019) e del 24% rispetto all’inizio dell’anno (iShares Dev Mkts Prpty YLId ETF USD Dist). E tuttavia la stragrande maggioranza degli italiani non compra immobili tramite un indice che rappresenta tutto il mondo “sviluppato”. Compra le case in Italia, per abitarci, per andarci in vacanze, o per affittarle, spesso vicino al luogo di residenza.

Negli ultimi anni, complici anche le grandi piattaforme, molte abitazioni, magari non usate tutto l’anno dai proprietari, sono state destinate a brevi ma molto remunerative residenze per turisti. Venezia, dove abito, ha immobili soprattutto destinati ad affitto o a alberghi. Purtroppo la clausura da virus ha proprio colpito questo settore, che era il più vulnerabile, trattandosi di un’attività che non può essere fatta da remoto richiedendo ospitalità e servizi diretti. Né si potrà investire molto per il rilancio essendo l’Italia già molto indebitata.

**Sick and sicker**  
OECD countries, vulnerability to lockdowns, April 2020

| Vulnerability score*<br>Rank out of 33, 1=most vulnerable | Jobs that cannot be done from home, % | Retail, transport and hospitality, % of GDP | Fiscal stimulus†<br>% of GDP |
|---|---------------------------------------|---|------------------------------|
| (1) Greece  | 68                                    | 23  | 1.0 <sup>‡</sup>             |
| (3) Spain   | 68                                    | 24  | 1.2                          |
| (5) Italy   | 65                                    | 21  | 1.2                          |
| (15) France   | 62                                    | 18  | 0.7                          |
| (23) Japan  | 67 <sup>‡</sup>                       | 22  | 10                           |
| (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

Il settore del turismo, forte in Italia, si è rivelato vulnerabile, trattandosi di un’attività che non può essere fatta da casa dato che richiede servizi e gestione diretta dell’ospitalità. Né si potrà investire molto per il rilancio essendo l’Italia già molto indebitata: cfr. l’entità degli stimoli fiscali. Fonte: Economist modificata.

Prescindiamo dal turismo e consideriamo il residenziale. Proviamo allora a confrontare Milano, considerata tra le piazze migliori, con altre importanti città mondiali.



The Economist

Valore degli immobili in termini reali dal 1995 a Milano: calato del 9% negli ultimi 5 anni, e non cresciuto dal 1995 (e la pandemia non gioverà). Fonte: Economist modificata.

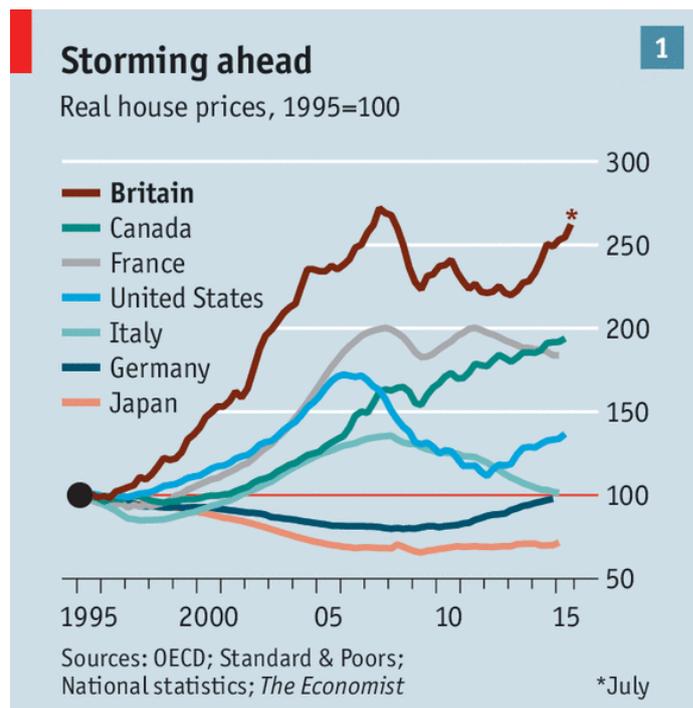
Milano è la città, tra quelle del mondo, che sono andate peggio (e meno peggio in Italia). Più volte sono state discusse le ragioni di questa debolezza: i redditi delle persone sono in media stagnanti da troppi anni, pochi figli nascono e i migliori (poi più ricchi) vanno a lavorare all'estero. Però questi dati spiegano il calo costante dei valori degli immobili, non la riluttanza degli italiani a disfarsene. Al contrario la rendono ancora più misteriosa. Ora il calo dura da lungo tempo, e non può essere stato ignorato dai più. Bisogna quindi cercare di spiegare la forte tendenza degli italiani a tenersi gli immobili intesi come una forma valida e tranquillizzante di investimento dei propri risparmi. Ovviamente la maggioranza degli immobili è di “servizio”, per abitarci o per andarci in vacanza. Talvolta questi ultimi possono venire affittati, ragion per cui la distinzione non è netta ma porosa. Quale è la quota di immobili che viene utilizzata da proprietari che considerano il valore dell’investimento irrilevante, proprio come si fa con tutte le cose vicine al nostro cuore, quelle che hanno un valore e non un prezzo? Non credo sia poi tanto alta, bisogna essere molto ricchi per ragionare così e sfrontati per ammetterlo (e anche quelli che lo ammettono, in fondo in fondo, non ci credono più di tanto, e forse vorrebbero sempre credere d’aver fatto “un affare”). Comunque, almeno un miliardo e mezzo di immobili non serve se non come investimento “puro”, con la speranza cioè non solo di un affitto ma anche di una ricapitalizzazione. Perché tenersi quando la speranza è vana? Un primo motivo molto generale è che il valore investito in un immobile conferisce un senso di sicurezza: è visibile, tangibile, sicuro, materiale e concreto (a differenza delle società dell’immateriale, temute come il massimo dell’evanescenza intangibile). Inoltre un immobile è nostro, proprio nostro, molto di più di un’azione come Microsoft o di un indice come il Nasdaq, che forniscono servizi condivisi con miliardi di sconosciuti. Non c’entra tanto e soltanto il valore affettivo. C’entra il fatto che un oggetto “nostro” vale di più perché è “nostro”.

Per decenni ho ripetuto nelle aule un esperimento congegnato in modo semplice: fate stimare a tutti il valore di un oggetto, per esempio una sveglia che vale pochi euro. Poi dividete la classe in due gruppi:

- alle persone di metà classe regalate i soldi corrispondenti alla stima di ciascuno;
- all'altra metà la sveglia.

Riunita la classe, provate a chiedere a un gruppo: "Vuole andarsene con la sveglia, appena regalata, o prendere i soldi corrispondenti? E all'altro gruppo: "Vuole andare con i soldi a Lei ora donati in base al prezzo della sua stima, oppure con questi soldi acquistare la sveglia? In fondo la questione è semplice e l'opzione finale è la stessa per tutti: soldi o sveglia? Sveglia o soldi? Non dovrebbero esserci differenze sistematiche tra i due gruppi. Scoprirete invece che chi ha posseduto la sveglia, seppure per poco tempo, preferisce tenerla. E ciò avviene molto più spesso rispetto a quelli a cui avete regalato i soldi con cui pur potrebbero comprarsi la sveglia. Il fatto è che per pochi minuti la sveglia è diventata loro. Solo loro, di loro proprietà, e se ne distaccano a malincuore. Per farlo vogliono in media molti più soldi di quelli che non l'hanno posseduta. Così capita anche con le case (a cui, inoltre, ci si può per di più affezionare via via che passa il tempo). In conclusione le case sono anche un investimento personale, talvolta affettivo, non solo un modo percepito come sicuro di investire i risparmi (ma in realtà assai pericoloso e sconveniente).

La conclusione è ancora più paradossale se si pensa che per solito ciò che danneggia il possesso di azioni nel tempo (e la tendenza a venderle con poco timing) consiste proprio nel controllarne troppo spesso il valore. Se lo facessimo più di rado, avremmo meno paura delle temporanee discese, i rari momenti di mancato guadagno, come nel primo trimestre del 2020. Con le case facciamo il contrario: non ci chiediamo sovente quanto valgono. Questo purtroppo non è un vantaggio perché, anche quando ci si accorge che sono calate di valore, si spera che in futuro ci sia un riequilibrio. Talvolta è successo, ma ora, purtroppo, abbiamo valicato per sempre un punto di non-ritorno. Le cose per gli italiani non ritorneranno più come prima.



Economist.com

Il valore degli immobili non si è ripreso mai. Dal 2015 al 2020 invece di riequilibrarsi rispetto al ventennio precedente, ha continuato a peggiorare. Fonte: Economist modificata.

Sembra tutto così semplice. Perché allora è così difficile da spiegare? Non esserci riusciti è il più disastroso (e costoso) fallimento delle scienze cognitive. Lo ammetto con amarezza, essendo forse in parte responsabile. Se avessimo tenuto solo le case che ci servivano veramente, e avessimo investito il restante lontano, nei mondi dell'intangibile, oggi avremmo abbastanza mezzi per uscire dalla crisi del virus senza indebitarci, cioè senza rubare il futuro delle prossime generazioni.

**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.