



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA SULLE  
SCELTE DEGLI INVESTITORI**

**EFFECTS OF THE PANDEMIC ON  
INVESTOR CHOICES**

Relatore:  
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Rapporto finale di:  
Marianna Tocchetto

Anno Accademico 2020/2021



*Agli errori,  
a quelli già commessi e a quelli ancora da compiere,  
possano sempre guidarmi tra ciò che è giusto e ciò che non lo è.*

## INDICE

<b>Elenco delle figure .....</b>	<b>Pag. 3</b>
<b>Introduzione .....</b>	<b>Pag. 4</b>
<b>Capitolo 1 – L’impatto della pandemia sui mercati finanziari e la risposta degli investitori .....</b>	<b>Pag. 6</b>
1.1 Economia reale e mercati finanziari: le implicazioni della loro interdipendenza durante la pandemia .....	Pag. 6
1.1.1 Come sono cambiati i mercati finanziari con la diffusione del virus ....	Pag. 8
1.2 La risposta degli investitori .....	Pag. 12
1.2.1 Cambiano anche i consumi .....	Pag. 14
1.3 La spiegazione della finanza comportamentale .....	Pag. 17
<b>Capitolo 2 – Coronavirus e investimenti: i trend che si sono affermati durante la pandemia e che si prospettano valide scelte d’investimento per il futuro .....</b>	<b>Pag. 21</b>
2.1 Le prospettive degli investitori dopo la stabilizzazione dei mercati .....	Pag. 21
2.2 Il tema della sostenibilità: gli investimenti ESG .....	Pag. 23
2.3 Il tema della salute: healthcare e biotecnologie .....	Pag. 26
2.4 Il tema dell’high tech .....	Pag. 29
<b>Conclusioni .....</b>	<b>Pag. 33</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>Pag. 35</b>
<b>Sitografia .....</b>	<b>Pag. 36</b>
<b>Ringraziamenti .....</b>	<b>Pag. 37</b>

## **Elenco delle Figure**

1.1 Indici azionari e volatilità implicita nei principali paesi avanzati

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel\\_2020.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel_2020.pdf)

1.2 Indici azionari e spread sovrani nei paesi emergenti

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel\\_2020.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel_2020.pdf)

1.2.1 Consumi e propensione al risparmio delle famiglie

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel\\_2020.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel_2020.pdf)

2.1 flussi quadrimestrali dei fondi sostenibili globali

<https://www.morningstar.it/it/news/214159/fondi-esg-asset-su-del-12-nel-secondo-trimestre.aspx>

2.4 Confronto tra indice Morningstar Exponential Technologies e Global Markets da inizio anno

<https://www.morningstar.it/it/news/203403/i-settori-che-resistono-alla-volatilit%C3%A0-e-cambieranno-il-mondo.aspx>

## **Introduzione**

Lo scorso anno un'epidemia di SARS-Covid, del tutto sconosciuta a medici e scienziati, si è velocemente propagata in tutto il mondo, generando una situazione di emergenza sanitaria globale.

Il poi soprannominato Covid-19 è un virus che genera un'infezione polmonare per la quale, ad oggi, non si è ancora trovata una cura e la sua alta viralità ha costretto numerose nazioni ad adottare misure di distanziamento sociale che hanno comportato lo stop di molte attività in quasi tutti i settori, scatenando così una crisi economica altrettanto contagiosa se si considera il livello di globalizzazione per il quale le più grandi economie mondiali sono strettamente legate fra loro.

L'impatto della pandemia sulle economie reali ha creato un clima di precarietà e di insicurezza nelle prospettive future, che riversandosi sui mercati finanziari ha dato il via al crollo generale di tutte le borse-valori. La conseguenza primaria della crisi finanziaria da Covid-19 è la stessa verificatasi nel corso di tutte le crisi precedenti, ovvero il cambiamento radicale nell'allocazione degli assets finanziari nel portafoglio degli investitori.

L'obiettivo che si pone questo studio è quello di analizzare le risposte degli investitori retail agli sbalzi e agli aggiustamenti dei listini causati dalla pandemia e dalla crisi economica ad essa legata.

È doveroso rimarcare che lo studio si concentra soltanto su singoli soggetti che detengono nel proprio portafoglio degli strumenti finanziari scambiabili sul mercato e non approfondisce lo spettro degli investitori istituzionali. Per poter comprendere appieno l'analisi sarà necessario, inoltre, soffermarsi sull'influenza che le politiche monetarie attuate dai vari paesi hanno esercitato sui mercati, indirizzando le scelte d'investimento in maniera virtuosa al fine di far riprendere le economie nazionali.

## CAPITOLO 1

### L'IMPATTO DELLA PANDEMIA SUI MERCATI FINANZIARI E LA RISPOSTA DEGLI INVESTITORI

#### *1.1 Economia reale e mercati finanziari: le implicazioni della loro interdipendenza durante la pandemia*

L'emergenza sanitaria scaturita dalla diffusione del virus Covid-19 ha portato numerose nazioni in tutto il mondo ad adottare delle misure di contenimento della pandemia. Lo stretto legame che c'è tra crisi economica e pandemia scaturisce proprio dalla relazione di trade-off tra i benefici e i danni provocati dalle norme di distanziamento sociale: queste regole ostacolano la propagazione della malattia ma, allo stesso tempo, creano degli shock della domanda e dell'offerta di beni e servizi.

L'impatto di questi shock è più o meno incisivo sull'economia di un Paese, in base alle condizioni economico-finanziarie in cui lo stesso Paese versa nel periodo precedente alla crisi e all'efficacia delle politiche monetarie che vengono messe in atto.

Per comprendere appieno la dinamica che lega economia reale e mercati finanziari è necessario chiarire quali sono i soggetti che influiscono sulla domanda e sull'offerta e in che modo determinano una variazione dei valori e delle quantità vendute di attività finanziarie.

In primis è doveroso distinguere il ruolo delle famiglie e delle imprese: in relazione al primo soggetto, la chiusura delle attività ha comportato la diminuzione di ore di lavoro e di conseguenza un inferiore reddito da poter dedicare agli investimenti e ha aumentato la propensione al risparmio; le imprese invece si sono trovate in balia di circostanze per le quali la produzione di beni e servizi è diminuita, altrettanto è successo al valore delle attività finanziarie detenute in portafoglio, e quindi, a fronte di un attivo meno sostanzioso, hanno rimandato o ridimensionato i loro investimenti.

Un ulteriore danno è stato fatto dall'incertezza generale dovuta all'imprevedibilità della propagazione del virus che ha aumentato la predisposizione al risparmio e agli investimenti ritenuti più "sicuri". Per mitigare l'insicurezza dei soggetti e incentivarli all'acquisto di attività finanziarie è stato fondamentale l'intervento delle banche centrali nell'attuare delle politiche monetarie espansive mirate. Immettere liquidità nel sistema ha impedito che le banche inasprissero le condizioni di erogazione del credito a famiglie e imprese, consentendo a quest'ultime di ottenere risorse per consumi e investimenti.

Un altro ruolo essenziale è stato giocato dallo Stato che ha potuto contare su politiche fiscali espansive per sostenere le categorie maggiormente colpite dalla crisi, risanando la fiducia collettiva che ha stimolato gli investimenti.

È chiaro, dunque, che agli aiuti all'economia reale, corrispondano reazioni positive dei mercati finanziari e che, viceversa, forti contrazioni dei consumi implicino un peggioramento generale delle borse-valori.

Va però notato che il rapporto che intercorre tra economia reale e mercati finanziari è bidirezionale. Nel caso della crisi da covid-19 è stata l'emergenza sanitaria a colpire l'economia che, a sua volta, ha generato forti squilibri sui mercati finanziari, ma

il rapporto causa-effetto può essere invertito. Basti pensare alla crisi dei mutui subprime del 2007-2008 in cui gli shock si sono verificati in primis nel mondo delle attività finanziarie per poi tradursi in una recessione mondiale. La relazione di interdipendenza appena descritta accentua l'importanza del tema trattato in questo studio poiché è concreto il rischio che la situazione sui mercati finanziari, pur non essendo l'epicentro delle crisi, la alimenti a sua volta<sup>1</sup>.

### ***1.1.1 Come sono cambiati i mercati finanziari con la diffusione del virus***

*La pandemia ha generato una fase di forti turbolenze sui mercati finanziari tra febbraio e marzo dello scorso anno, quando la volatilità ha superato i livelli raggiunti durante la crisi finanziaria del 2008-09; la liquidità sui mercati si è deteriorata e si sono registrati marcati ribassi dei corsi azionari e delle obbligazioni societarie, anche di quelle considerate meno rischiose. In seguito, le condizioni sui mercati sono divenute progressivamente più distese grazie alle misure di supporto dei governi e delle banche centrali e, sul finire dell'anno, agli sviluppi della campagna vaccinale<sup>2</sup>.*

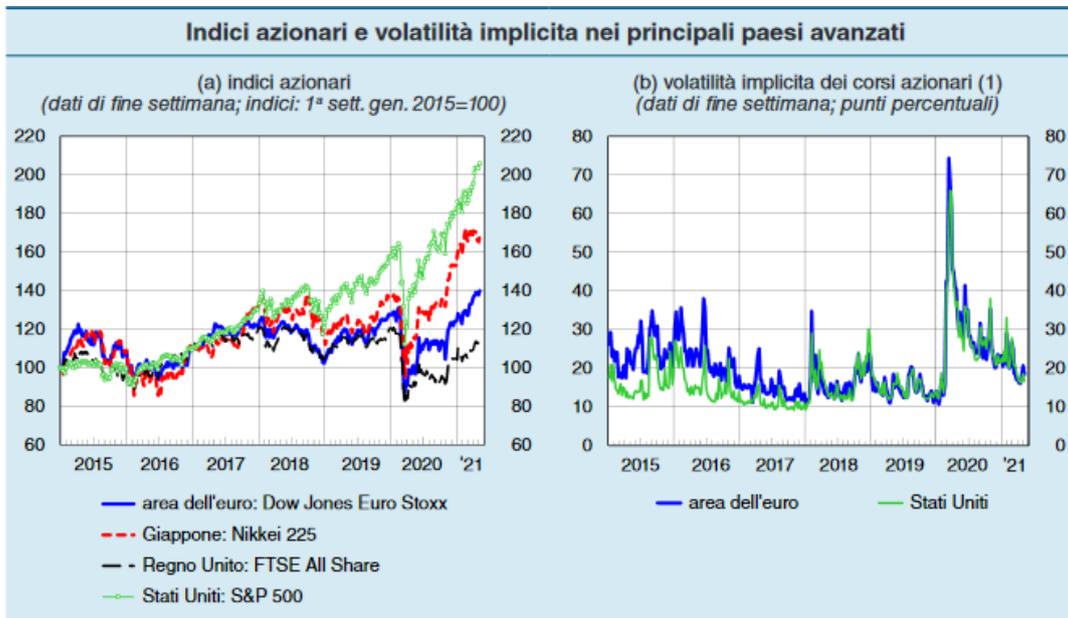
A riprova di quanto appena detto, si riportano due grafici che rappresentano l'andamento dei mercati azionari globali fino al maggio 2021.

---

<sup>1</sup> Cfr. Linciano, N., Caivano, V., Fancello, F., Gentile, M., La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata <https://www.consob.it/documents/46180/46181/Rep-covid-19.pdf/02fa9e7c-c7f1-4348-be40-1d39b0c3e545>

<sup>2</sup> Cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale, anno 2020 – centoventisettesimo esercizio

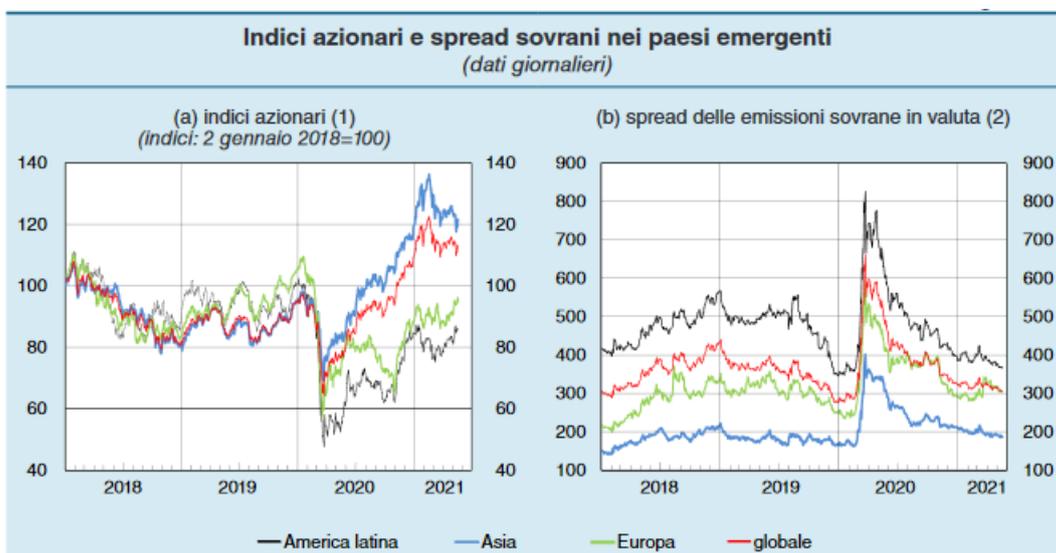
## 1.1 Indici azionari e volatilità implicita nei principali paesi avanzati



Fonte: Refinitiv.

(1) Indice VSTOXX per l'area dell'euro e indice VIX per gli Stati Uniti.

## 1.2 Indici azionari e spread sovrani nei paesi emergenti



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv.

(1) Indici azionari MSCI in dollari. – (2) Lo spread misura la differenza tra i rendimenti delle emissioni sovrane in valuta dei principali paesi emergenti e i rendimenti sovrani statunitensi; dati in punti base da indici J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global (EMBIG).

[https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel\\_2020.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/rel_2020.pdf)

In un breve excursus è possibile suddividere l'andamento del mercato azionario globale nell'ultimo anno in quattro fasi: nei primi mesi dell'anno i mercati stavano consolidando il trend di crescita degli indici di borsa fino a raggiungere, in alcuni casi come il Dow Jones Industrial Average, il NASDAQ Composite e l'Indice S&P 500, dei massimi record. A marzo si è verificato il crollo dei titoli azionari in tutto il mondo, fino a registrare flessioni del 25-30% in gran parte dei Paesi del G20 e un alto livello di volatilità che contribuiva ai ribassi quotidiani di numerosi titoli. A partire da aprile e fino ad ottobre si è registrato un rimbalzo positivo dei mercati, dovuto a una curva dei contagi decrescente (con un conseguente allentamento delle misure di distanziamento sociale), alle misure di politica monetaria adottate dalle banche centrali e agli interventi statali. L'annuncio di un vaccino efficace a inizio novembre ha determinato una conferma del trend positivo dei mesi precedenti sui mercati azionari e ha permesso un guadagno del 12% sulle azioni globali.

*Al pari dei mercati azionari, anche i mercati obbligazionari hanno risentito delle incertezze innescate dalla pandemia di Covid-19. Con riferimento ai mercati dei titoli di Stato, le tensioni sono scaturite principalmente dalle aspettative di un rapido peggioramento dei parametri di finanza pubblica.<sup>3</sup>*

In particolare, all'intensificarsi della tensione sui mercati, è aumentata la domanda di bond dei Paesi ad alto rating come quello tedesco o americano.

---

<sup>3</sup> Cfr. CONSOB, La crisi da Covid-19 – l'impatto sui mercati finanziari  
<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-mercati-finanziari>

Per comprendere come mai questi titoli vengano considerati sicuri basti pensare che al 27 febbraio, nel pieno del crollo dei mercati globali, il Bund presentava un rendimento negativo del -0.50% e i Treasury erano ad un minimo storico dell'1.33%<sup>4</sup>.

Gli effetti causati dal virus sono stati altrettanto bruschi nel mondo delle obbligazioni societarie che hanno visto i propri rendimenti salire alle stelle e il merito creditizio delle aziende emittenti scendere. Le imprese più penalizzate dalle misure di contenimento della pandemia, ovvero quelle che hanno rivalutato in maniera peggiorativa le loro prospettive reddituali e hanno visto i propri utili azzerarsi, sono state le più colpite dal downgrade dei rating e di conseguenza dalle vendite più massicce dei loro titoli di debito. Il dato più preoccupante per il settore è stato, infatti, l'aumento dei fallen angel ovvero di titoli societari che sono stati declassati da investment grade a speculative grade. Questo risultato è stato particolarmente rilevante poichè in un clima di sfiducia generale si è preferito investire in attività certificate come sicure dalle più rinomate agenzie di rating al mondo. Nel breve periodo la situazione è stata mitigata dalle misure di sostegno delle autorità monetarie e fiscali che, intervenendo per rimediare all'illiquidità del mercato e fornendo aiuti alle imprese, hanno impedito il default di numerose attività e consentito l'upgrade di alcuni titoli nei mesi successivi allo scoppio della crisi<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Cfr. Cellino M., L'effetto coronavirus risveglia il rischio liquidità sui mercati, in Il Sole 24 Ore, (2020) <https://www.quotidiano.ilsole24ore.com/sfoglio/aviator.php?newspaper=S24&issue=20200227&edition=SOLE&startpage=1&displaypages=2>

<sup>5</sup> Cfr. Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, Numero 2 / 2020 Novembre [https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/altre-pubblicazioni/2020/rsf-2/RSF\\_2\\_2020.pdf](https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/altre-pubblicazioni/2020/rsf-2/RSF_2_2020.pdf)

## ***1.2 La risposta degli investitori***

Negli ultimi decenni gli strumenti finanziari disponibili sul mercato si sono moltiplicati, in modo da poter soddisfare le preferenze di ogni tipo di soggetto. All'interno del mercato operano investitori di ogni categoria e, seppur si trascurino gli investitori istituzionali, ci si trova di fronte ad una platea parecchio sfaccettata. Gli individui si differenziano per disponibilità finanziaria, predisposizione al rischio, rendimenti attesi e orizzonti temporali desiderati e l'asset allocation del loro portafoglio rispecchia queste peculiarità.

I parametri sopracitati tendono però a cambiare insieme ai mercati e tanto più rilevanti sono gli shock che si verificano, tanto più è radicale la variazione nella composizione del portafoglio. In corrispondenza di una forte crisi, come quella provocata dall'emergenza da Covid-19, chi opera nei mercati tende a aumentare la propria avversione al rischio diminuendo la quota di reddito dedicata agli investimenti e vertendo verso prodotti finanziari più liquidi e meno soggetti a perdite.

Un esperimento condotto da C. Huber, J. Huber and M. Kirchler e poi pubblicato sul *Journal of Banking and Finance* confronta le scelte finanziarie di studenti di economia e professionisti durante il mese di Dicembre 2019, periodo pre-pandemia in cui i mercati stavano sperimentando una fase rialzista, e successivamente, nel mese di Marzo, nel momento più destabilizzante della crisi. L'intento di questo progetto era di comprendere come lo shock dei mercati, causato dalla pandemia, avesse influenzato le scelte di investimento degli individui. I risultati esposti nell'articolo mostrano un cambiamento radicale nella predisposizione al rischio dei partecipanti. In particolare, i portfolio e

investment managers, financial advisors, e traders, a marzo, hanno deciso di diminuire del 12% gli investimenti in asset che avevano un livello di rischiosità immutato rispetto al mese di dicembre. Il dato risulta paradossale di fronte al fatto che lo stesso campione di professionisti finanziari avesse dichiarato di aver valutato con uguale livello di rischiosità gli asset nella fase di trend positivo del mercato e nella fase di crash. La spiegazione dei risultati ottenuti risiede nella logica deduzione che le scelte di investimento non siano state guidate da una valutazione sbagliata del rischio delle attività finanziarie, ma solo dall'avversione individuale che è stata incrementata da un clima di incertezza e sfiducia. Questa dinamica viene chiamata countercyclical risk aversion ed è descritta come la minor propensione a investire in asset con lo stesso livello di rischiosità (analoghi prezzi, rendimenti oggettivi e aspettative soggettive sui rendimenti) in momenti di contrazione della crescita economia rispetto a momenti di espansione<sup>6</sup>.

I fenomeni macroeconomici che si sono verificati nella realtà sembrano coincidere perfettamente con le tesi conclusive dell'esperimento appena citato. Non appena le misure di contenimento della malattia hanno costretto alla sospensione delle attività produttive, gli investitori sono corsi ai ripari liquidando le posizioni in obbligazioni, azioni, valute e materie prime per poi acquistare massicce quantità di beni rifugio<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Cohn A., André Maréchal M., Engelmann J., Fehr E., Evidence for Countercyclical Risk Aversion: An Experiment with Financial Professionals

<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20131314>

<sup>7</sup> Per definizione i beni rifugio sono quei beni dotati di un valore intrinseco, "reale", che tendenzialmente si mantiene anche nei periodi di turbolenza dei mercati o quando l'economia registra un aumento dell'inflazione, cioè del livello generale dei prezzi.

<https://www.bancobpm.it/magazine/privati/investi-risparmia/beni-rifugio-quali-sono-e-a-cosa-servono/>

L'oro è stato il primo ad essere assalito dalle richieste dei piccoli investitori che a fine febbraio ne avevano accumulato in portafoglio più di quanto ne fosse stato estratto l'anno prima in tutte le miniere del mondo<sup>8</sup>.

Non appena il sell-off globale ha reso meno appetibili i beni come oro, yen e franco svizzero; i flussi di capitale si sono rivolti verso il dollaro americano, altra attività considerata immune dagli shock, fino a portare il tasso di cambio euro- dollaro ad un minimo storico di 1,06<sup>9</sup>.

Nonostante le ridondanti raccomandazioni degli esperti invitassero a mantenere un atteggiamento di confidenza nei confronti dei portafogli che già erano strutturati in maniera diversificata e ponderati rispetto al proprio profilo finanziario, le reazioni degli investitori di fronte alle perturbazioni del mercato sono state di istintivo accumulo di attività sicure e hanno, in alcune circostanze, causato gravi perdite in conto capitale.

### ***1.2.1 Cambiano anche i consumi***

Eventi di enorme portata come la diffusione di un'epidemia in tutto il mondo sono destinati a generare ripercussioni incisive nel contesto socio-economico. Le abitudini relative ai consumi sono le prime ad essere affette dalle crisi poiché la spesa delle famiglie

---

<sup>8</sup> Cfr. Bellomo S., Oro, in mano agli investitori un anno di produzione mineraria, in Il Sole 24 Ore, (2020) <https://www.ilsole24ore.com/art/oro-mano-investitori-anno-produzione-mineraria-AChpvBMB>

<sup>9</sup> Cfr. Silano, S., Coronavirus, beni rifugio sotto pressione (2020) <https://www.morningstar.it/it/news/200796/coronavirus-beni-rifugio-sotto-pressione.aspx>

è proporzionale alle proprie disponibilità finanziarie e queste tendono a diminuire durante le fasi di recessione.

Le dinamiche che implicano una contrazione dei consumi sono principalmente due: l'effetto reddito e l'effetto ricchezza.

L'effetto reddito è la *variazione della domanda di un bene da parte di un consumatore al mutare del suo reddito*<sup>10</sup> e tendenzialmente è rappresentato da una relazione di proporzionalità diretta. Una diminuzione delle retribuzioni, determinata dal rallentamento o dalla chiusura di numerose attività, comporta un reddito familiare inferiore da poter dedicare ai consumi.

*La crisi innesca inoltre un effetto ricchezza, poiché le attività finanziarie possedute dagli individui possono perdere di valore per effetto dell'andamento negativo dei mercati finanziari.*

*Infine, la pandemia aumenta l'incertezza, soprattutto nei casi in cui non sia agevole stimarne la durata e gli sviluppi. Sul piano psicologico, l'incertezza comporta una paralisi della domanda, poiché gli individui tendono a limitare i consumi al minimo indispensabile, a rimandare le spese e a rafforzare il risparmio precauzionale*<sup>11</sup>.

Le implicazioni che le variazioni del reddito causano alla domanda aggregata sono destinate a scomparire in contemporanea alla ripresa economica dei paesi, che riporterà i livelli di occupazione al livello pre-crisi e ristabilirà il valore delle attività finanziarie

---

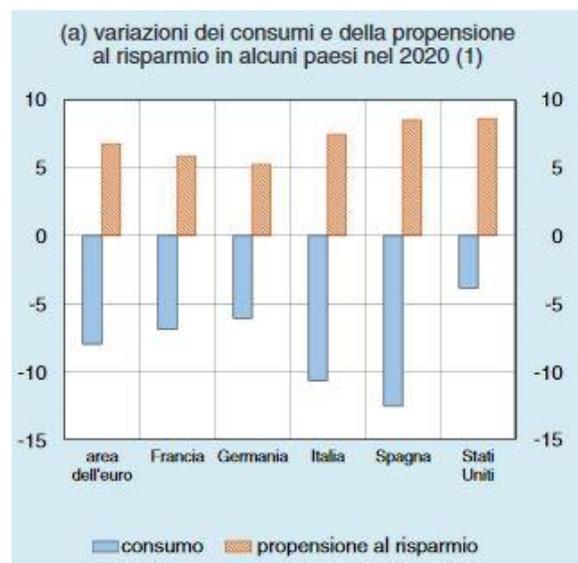
<sup>10</sup> Definizione di Effetto Reddito, in Dizionario di Economia e Finanza (2012), Enciclopedia Treccani [https://www.treccani.it/enciclopedia/effetto-di-reddito\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/effetto-di-reddito_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

<sup>11</sup> Cfr. CONSOB, La crisi da Covid-19 – Dalla crisi sanitaria alla crisi economica <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

detenute dai cittadini. L'impatto più duraturo è, invece, quello generato dalla sfiducia nelle prospettive future che porta i cittadini a detenere alte quantità di risparmio precauzionale anche nel periodo di crescita successivo al crollo. L'aumento del risparmio precauzionale non incide sul reddito complessivo delle famiglie ma va ad influenzare comunque la domanda aggregata poiché è una disponibilità che viene lasciata stagnare sui conti e sottratta al circuito economico.

Per comprendere l'entità dell'impatto che i fattori descritti generano sui consumi, riportiamo il grafico seguente:

### ***1.2.1 Consumi e propensione al risparmio delle famiglie***



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Federal Reserve Economic Data (FRED), Istat, BCE e Banca d'Italia.

(1) Per i consumi la variazione è misurata come la differenza percentuale nei consumi delle famiglie fra il 2020 e il 2019. La propensione al risparmio è la differenza, in punti percentuali, fra la media del tasso di risparmio delle famiglie totali nel 2020 e quella nel 2019.

L'enorme contrazione dei consumi, però, non ha affetto tutti i settori in egual misura.

In maniera analoga a quanto successo sui mercati finanziari, anche le scelte di consumo sono state riviste ed hanno determinato perdite per alcune categorie di attività e incentivi per altre. I più colpiti sono stati i settori del turismo, del commercio al dettaglio, dei trasporti e dell'intrattenimento che sono stati fortemente limitati nelle loro attività dalle misure di contenimento della pandemia. Al contempo, le norme preposte al distanziamento sociale, hanno incrementato gli utili delle imprese che operano in ambito sanitario e tecnologico, in virtù delle potenzialità di questi settori di porre rimedio ai problemi causati dal virus.

### ***1.3 La spiegazione della finanza comportamentale***

Per secoli i modelli economici si sono avvalsi della figura dell'homo economicus, ovvero del soggetto che opera nei mercati sulla base di criteri di efficienza e razionalità. Qualsiasi deviazione dalle teorie convenzionali veniva considerata un'anomalia del sistema e non trovava una giustificazione scientifica a suo supporto.

A partire da Kahneman e Tversky, che negli anni '80 rivoluzionarono i modelli classici applicando tecniche di psicologia cognitiva, vennero rivalutati i paradigmi

precedenti e si arrivò ad introdurre la finanza comportamentale<sup>12</sup> all'interno delle scienze economiche<sup>13</sup>.

Ad oggi è possibile utilizzare questa nuova scienza per comprendere i bias che influenzano le scelte finanziarie degli individui di fronte a contesti peculiari come la recente crisi causata dal virus Covid-19.

Tra i driver delle scelte che possono compromettere la nostra posizione finanziaria durante periodi di forte imprevedibilità dei mercati troviamo la cosiddetta loss aversion o avversione alle perdite. Secondo questa teoria elaborata da Kahneman, un individuo è in media due volte più sensibile alla possibilità di una perdita rispetto che ad un guadagno. In concreto questo principio sostiene che un individuo soffra per una perdita di 100\$, il doppio rispetto alla soddisfazione che riceve dal guadagnarne altri 100\$.

Spesso un comportamento restio alle perdite viene affiancato da una sopravvalutazione del rischio dovuta ad un altro bias: l'affect o euristica affettiva che può essere fuorviante perché associa dei sentimenti a delle decisioni amplificandone i lati positivi o quelli negativi e inducendo ad una scelta non del tutto razionale.

Un altro fattore che incide psicologicamente nelle decisioni finanziarie, soprattutto nei momenti di particolare fermento dei mercati, è la tendenza a sentirsi in dovere di agire per evitare le perdite, ma non sempre questa risulta essere la scelta più

---

<sup>12</sup> Con il termine finanza comportamentale si indica quella branca degli studi economici che indaga i comportamenti dei mercati finanziari includendo nei propri modelli i principi di psicologia legati al comportamento individuale e sociale

<sup>13</sup> Borsa Italiana, Finanza comportamentale

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/finanzacomportamentale.htm>

giusta. L'action bias opera in modo da far considerare ad un soggetto una perdita meno scottante se si è cercato di fare qualcosa per prevenirla piuttosto che di fronte ad un atteggiamento di inerzia; tuttavia spesso agire impulsivamente nell'intento di rimediare ad un danno porta a strutturare il proprio portafoglio in modo poco ponderato e diversificato.

Se agli errori comportamentali indotti da bias precedentemente descritti, si aggiunge il comportamento gregario, diventa facile giustificare ciò che accaduto nei mercati finanziari allo scoppio della pandemia.

*Gli investitori tendono a imitare i comportamenti più diffusi, sia perché non sono in grado di prendere decisioni in autonomia a fronte delle conoscenze e delle informazioni disponibili sia perché possono condividere con altri la responsabilità di una scelta che ex post si riveli sbagliata. Tale comportamento ricorre sia nelle bolle speculative, quando l'ottimismo irrazionale spinge gli acquisti e gonfia i valori di mercato, sia nei periodi di forte turbolenza, quando la reazione eccessiva degli investitori si traduce nel fenomeno noto come panic selling, ossia vendite massive che innescano una spirale dei prezzi al ribasso<sup>14</sup>.*

È proprio quest'ultimo il caso che meglio descrive lo sviluppo che i mercati hanno avuto a marzo dell'anno scorso: la corsa all'oro e la svendita massiccia di titoli di stato con basso rating sono stati frutto di scelte fortemente indirizzate dall'avversione alle

---

<sup>14</sup> Cfr. CONSOB, Errori comportamentali e investimenti durante le crisi  
<https://www.consob.it/web/investor-education/errori-comportamentali-criasi>

perdite, dall'euristica affettiva e dall'action bias. Il comportamento gregario ha contribuito inoltre ad accentuare le dinamiche dei mercati fino a renderle delle vere e proprie tendenze alla svendita o all'acquisto di determinate attività finanziarie.

## **CAPITOLO 2**

### **CORONAVIRUS E INVESTIMENTI: I TREND CHE SI SONO AFFERMATI DURANTE LA PANDEMIA E CHE SI PROSPETTANO VALIDE SCELTE D'INVESTIMENTO PER IL FUTURO**

#### ***2.1 Le prospettive degli investitori dopo la stabilizzazione dei mercati***

Nell'anno passato, un'epidemia di virus Covid-19, si è propagata, nel giro di pochi giorni, in gran parte dei continenti, e in maniera altrettanto celere ha determinato un cambiamento radicale delle nostre abitudini.

Ad oggi è possibile affermare che l'impatto dirompente della pandemia non ha generato solamente effetti transitori ma ha inciso in maniera permanente il contesto socio-economico, restituendo un modo nuovo di percepire il mondo. In particolare, alcuni temi sono riaffiorati a fronte delle condizioni peculiari in cui siamo stati costretti a vivere nell'ultimo anno: le misure di contenimento ci hanno portato a reinventare il lavoro e la socializzazione in maniera dematerializzata, attraverso l'uso di piattaforme digitali; l'attenzione alla propria salute ha assunto un ruolo centrale nelle nostre vite e temi importanti come il cambiamento climatico e le politiche sociali e di governance sono diventati preponderanti.

In un panorama particolarmente frammentato, queste priorità hanno dato vita, o in alcuni casi rafforzato, le tendenze ad agire in modo da migliorare gli aspetti ritenuti più importanti.

Nell'ambito finanziario queste priorità sono sfociate in dei megatrend<sup>1516</sup>, molti esistenti già da prima dell'epidemia, ma che grazie a quest'ultima si sono confermati di primaria importanza per gli investitori. Va notato che i megatrend che hanno preso piega nell'ultimo anno fanno riferimento a settori anticiclici, cioè a quei settori che non seguono l'andamento dell'economia e perciò non hanno reagito in maniera altrettanto grave al crollo delle borse di marzo. Ciò non significa, però, che durante la lenta ripresa economica che stiamo vivendo e nel futuro più prossimo, questi settori invertano l'andamento delle loro performance, anzi, sono quelli che si prospettano più promettenti in un orizzonte di medio-lungo termine.

La peculiarità dei mercati che analizza questo studio risiede proprio nel fatto che la situazione di emergenza sanitaria ed economica vissuta recentemente, non abbia abbattuto le performance di questi settori, bensì ne abbia messo in luce la rilevanza e li abbia resi così, non soltanto delle opportunità di investimento di breve periodo ma delle attività a cui guardare in un'ottica più lungimirante.

Gli investitori sembrano confermare questa tesi attraverso le loro scelte di portafoglio.

---

<sup>15</sup> I megatrend sono un insieme di potenti forze di cambiamento sociale demografico ambientale e tecnologico che stanno trasformando il nostro mondo. Questi trend evolvono indipendentemente dal ciclo economico e, sebbene possano svilupparsi in diversi modi e con un ritmo diverso, ciascuno di essi ha la capacità di ridisegnare il panorama finanziario.

<sup>16</sup> Cfr. Pictet, Cosa sono i megatrend?  
<https://www.am.pictet/it/blog/articoli/guida-alla-finanza/what-are-megatrends>

## **2.2 Il tema della sostenibilità: gli investimenti ESG**

Uno dei temi sollevati già da diversi anni e che in un periodo critico come quello recente ha incrementato il suo interesse agli occhi degli investitori è quello della sostenibilità. Quando si parla di investimenti sostenibili si fa riferimento in particolare all'approccio ESG ovvero quello improntato ai temi environmental, social e di governance.

*Il primo tema è quello dell'ambiente, che comprende rischi quali i cambiamenti climatici, le emissioni di CO2 (biossido di carbonio), l'inquinamento dell'aria e dell'acqua, gli sprechi e la deforestazione. Il secondo include le politiche di genere, i diritti umani, gli standard lavorativi e i rapporti con la comunità civile. Il terzo universo è relativo alle pratiche di governo societario, comprese le politiche di retribuzione dei manager, la composizione del consiglio di amministrazione, le procedure di controllo, i comportamenti dell'azienda in termini di rispetto delle leggi e di deontologia<sup>17</sup>.*

La recente pandemia ha messo sotto i riflettori in maniera ancora più accentuata il trattamento dei dipendenti da parte delle aziende. I piccoli investitori si sono sentiti vicini alla posizione di chi, in momenti di crisi è stato lasciato indietro e per questo hanno preso a cuore, ancora di più rispetto al periodo precedente, l'aspetto della governance. Spesso si presume che la sostenibilità sia perseguita soltanto dai più giovani e più frequentemente

---

<sup>17</sup> Cfr. Baselli, V., Glossario: Investimenti sostenibili  
<https://www.morningstar.it/it/news/196685/glossario-investimenti-sostenibili.aspx>

nel mondo reale ma i dati relativi alle performance dei fondi ESG dell'ultimo anno contraddicono questa supposizione.

Alcuni sostengono che il successo dei fondi ESG sia dovuto al fatto che questi ultimi sovrappesino i settori dell'healthcare e delle tecnologie, ovvero quelli che hanno superato meglio la crisi, mentre tendano a sottopesare i settori dei trasporti, delle materie di base e dell'energia<sup>18</sup>. Se da un lato questa motivazione sembra plausibile, dall'altro va ricordato che la principale spinta degli strumenti finanziari sostenibili si basa sulla sensibilità di chi li sceglie.

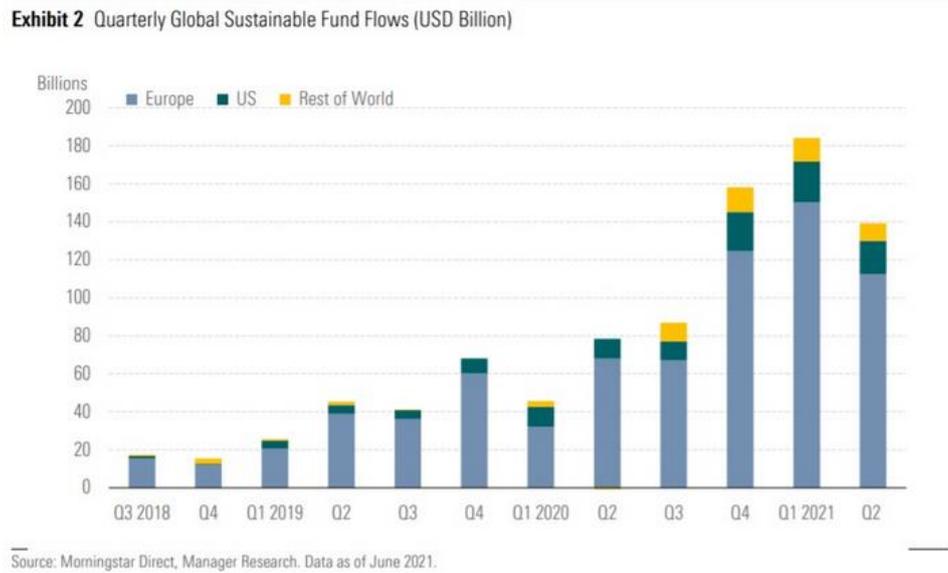
È nella componente emotiva che il successo degli ESG trova la sua principale causa: gli investitori considerano il non dover rinunciare ai propri valori etici al pari di un guadagno economico. Il fatto che le perdite in conto capitale siano compensate dalla soddisfazione di aver sostenuto una giusta causa giustifica la resilienza degli strumenti finanziari all'interno dei portafogli nonostante i momenti critici trascorsi nell'ultimo anno.

Per poter comprendere meglio come sia cresciuto in maniera esponenziale l'ambito finanziario che punta sulla sostenibilità, riportiamo un grafico che rappresenta l'andamento dei fondi ESG negli ultimi quattro anni.

---

<sup>18</sup> Cfr. D'Angerio, V., Covid-19, portafogli più sostenibili nonostante il virus, in Il Sole 24 Ore <https://www.ilsole24ore.com/art/covid-19-portafogli-piu-sostenibili-nonostante-virus-ADvRsZT>

## 2.2 Flussi quadrimestrali dei fondi sostenibili globali



Fonte: <https://www.morningstar.it/it/news/214159/fondi-esg-asset-su-del-12-nel-secondo-trimestre.aspx>

È proprio nello stretto legame tra investimenti e valori etici, che la categoria ESG riesce a proiettarsi nel futuro in maniera più certa e con prospettive di performance migliori delle altre: l'educazione alle tematiche che sollevano questi strumenti sta aumentando a dismisura e con essa la consapevolezza delle persone.

Inoltre, il dato relativo alla cura delle tematiche ambientali, sociali e di governance rispetto ai giovani incoraggia ancora di più l'idea che in futuro sarà sempre meno possibile prescindere una scelta finanziaria da una scelta etica.

### ***2.3 Il tema della salute: healthcare e biotecnologie***

La branca del mercato dedicata alla salute è molto diversificata al suo interno perché composta da compartimenti differenti tra loro: passa dalla diagnostica alla biotecnologia, includendo i sistemi sanitari pubblici.

È comune a tutti i mercati dell' healthcare la condizione di settore difensivo in virtù della loro domanda fortemente anelastica e della presenza di reti di sicurezza sociale per la spesa sanitaria<sup>19</sup>. Era chiaro, dunque, che in un momento di turbolenze sui mercati, il settore avrebbe garantito un andamento pressoché stabile; ciò che era meno evidente era l'opportunità che una pandemia globale potesse rappresentare per il futuro di tale settore.

La reazione positiva dei mercati healthcare, in particolare quelli biotecnologici, che hanno sovraperformato quasi tutte le altre categorie durante il crash di marzo, non è quindi solo frutto della caratteristica anticiclica, bensì deriva da un interesse generale degli investitori.

Analizzando più nel dettaglio l'andamento delle varie aree sanitarie possiamo sottolineare delle dinamiche importanti. La branca della sanità legata al comparto biotech è stata quella maggiormente esaltata durante l'emergenza: oltre a non aver subito uno shock della domanda, è stata spinta dalla possibilità di generare cure e vaccini contro l'epidemia che si stava diffondendo. L'euforia sui mercati ha portato ingenti somme di

---

<sup>19</sup> Cfr. Healthcare, un tema di investimento per il prossimo decennio  
<https://www.bnpparibas-am.it/intermediario-fund-selector/healthcare-un-tema-di-investimento-per-il-prossimo-decennio/>

finanziamenti alle aziende che operavano in quell'ambito, facendo schizzare i loro ricavi alle stelle nell'ultimo trimestre del 2020. La prova empirica è fornita dall'azienda farmaceutica AstraZeneca PLC che dopo aver annunciato il prototipo del vaccino anti Covid-19 ha visto i propri utili salire alle stelle, concludendo l'anno con un aumento del 10% dei ricavi totali.

Il comparto della diagnostica ha invece dovuto reinventarsi di fronte alla necessità di svolgere le proprie attività da remoto e questo ha comportato nuove soluzioni legate alla digital health attraverso le quali aziende come Medidata, Teladoc o Atena Health hanno ricevuto notorietà per i servizi legati alla digitalizzazione delle cartelle cliniche e alla possibilità di svolgere visite a distanza.

In relazione all'emergenza sanitaria, l'unico comparto della sanità che è stato fortemente colpito è stato quello dei sistemi sanitari nazionali. La situazione di stress a cui sono stati sottoposti a causa della pandemia ha reso evidente quanto siano sottofinanziati e incapaci di rispondere a delle situazioni di emergenza.

La popolazione mondiale ha quasi raggiunto gli 8 miliardi di persone e nel 2020, per la prima volta, abbiamo osservato una prevalenza dei nonni (over 65) sui nipoti (under 5) e gli over 60 saranno più di un terzo della popolazione mondiale entro il 2050.

*Le implicazioni di queste due dinamiche demografiche sono molto rilevanti per la sostenibilità dei sistemi sanitari nazionali. Nei Paesi OCSE, poco meno del 10% del PIL finisce in media nella spesa medica. Gli Stati Uniti guidano da sempre e di gran lunga*

*questa classifica (17% circa), con una spesa media di oltre 10mila dollari pro capite in un anno (tutti i dati sono a fine 2018)<sup>20</sup>.*

È evidente, dunque, che gli ingenti investimenti di cui ha fruito il settore sanitario durante il periodo critico recentemente vissuto, non sono stati sufficienti a risanare le lacune che i sistemi sanitari nazionali hanno mostrato, non riuscendo a gestire a pieno un'emergenza del genere; e altrettanto insufficienti si rivelano se pensiamo alla rivoluzione tecnologica che stanno subendo i beni e i servizi forniti da questo settore.

Gli investitori però, a fronte delle necessità sorte lo scorso anno, sembrano aver incrementato la loro attenzione nei confronti del tema “salute” e aver cambiato l'approccio per il quale intravedevano nel comparto sanitario delle opportunità di breve periodo o delle attività difensive per diversificare il portafoglio.

Ad oggi, la materia viene considerata dagli analisti una delle più promettenti per quanto riguarda le prospettive future, proprio partendo dal presupposto che gli investitori abbiamo reso una loro priorità avere a disposizione beni e servizi in grado di intervenire in maniera più efficace sulla cura delle persone.

---

<sup>20</sup> Cfr. Fossati, S., Health, digital, security: i megatrend in ascesa sulla scia del coronavirus <https://www.bluerating.com/mercati/166266/health-digital-security-ecco-i-megatrend-in-ascesa-sulla-scia-del-coronavirus>

## ***2.4 Il tema dell'high tech***

Tutti i paesi che hanno riscontrato alti livelli di contagio a causa del Coronavirus, si sono trovati costretti ad applicare delle misure di contenimento della pandemia, tra cui coprifuochi e lockdown, e anche i paesi che si sono distinti per un tasso di contagi più basso si sono trovati costretti ad interrompere le attività produttive per evitarne l'aumento.

Il lavoro, la scuola, la socializzazione, gli hobbies si sono dovuti reinventare in ambienti digitali, facendo permeare la tecnologia nel nostro quotidiano più di quanto la presenza costante degli smartphone già non facesse. Lo Smart working e la didattica a distanza hanno incentivato gli acquisti di computer e tablet, facendo rinsavire un settore che poco prima della crisi risultava stagnante<sup>21</sup>.

Non solo i device tecnologici hanno ricevuto una spinta dalle misure di contenimento: la costrizione a passare il proprio tempo libero in casa ha portato le piattaforme di intrattenimento digitale e i social ad ottenere risultati mai visti prima di allora. Nel caso dei grandi colossi come Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google (i cosiddetti Faang), la pandemia non ha comportato solo una performance decisamente superiore alla media, ma ha determinato dei risultati così eclatanti da portare l'intero indice NASDAQ, listino americano delle società più innovative, a recuperare tutte le perdite del 2020 entro il mese di maggio. Per citare alcuni esempi di prestazioni esorbitanti riportiamo i risultati di alcune delle Faang nei primi tre mesi dell'anno:

---

<sup>21</sup> Cfr. ANSA, Dai pc alle app, il Covid mette le ali all'hi-tech  
<https://www.ansa.it/sito/notizie/tecnologia/hitech/2021/01/03/dai-pc-alle-app-il-covid-mette-le-ali-allhi-tech-1cf38d87-5a75-4b4e-8fd5-35838f26c296.html>

Facebook, che ha sperimentato un incremento degli utili del 15%, Google, la cui holding Alphabet ha apportato un 13% in più delle entrate, Netflix che ha aggiunto 15,77 milioni di nuovi abbonati<sup>22</sup>.

Per quanto riguarda Amazon, anch'essa ha ottenuto grossi vantaggi dalle misure di prevenzione del contagio, in modo analogo a tutte le imprese che operano nell'e-commerce poiché i loro servizi permettevano di effettuare acquisti che non potevano essere svolti in presenza vista la chiusura forzata delle attività e i lockdown generali.

Di pari passo all'evoluzione dei metodi di approvvigionamento online, si sono sviluppati anche i metodi di pagamento: Fintech è il segmento di mercato dedicato a conti bancari, carte di credito e criptovalute che nell'ultimo anno ha ricevuto dagli investitori, a livello globale, 4,4 miliardi di dollari, portandolo ad una crescita dell'8% rispetto all'anno precedente<sup>23</sup>.

Per rendere in maniera ancora più chiara la situazione appena descritta tramite dati, riportiamo un grafico con gli andamenti di due indici: uno rappresentativo del mercato tecnologico e l'altro dei mercati globali.

---

<sup>22</sup> Cfr. Agenzia Giornalistica Italia, I giganti dell'hi tech sono immuni al Coronavirus  
<https://www.quotidianocontribuenti.com/new/i-giganti-dellhi-tech-sono-immuni-al-coronavirus/>

<sup>23</sup> Cfr. Caprotti, M., L'evoluzione del fintech  
<https://www.morningstar.it/it/news/212397/levoluzione-del-fintech.aspx>

## 2.4 Confronto tra indice Morningstar Exponential Technologies e Global Markets da inizio anno

### Markets da inizio anno



Fonte: <https://www.morningstar.it/it/news/203403/i-settori-che-resistono-alla-volatilit%C3%A0-e-cambieranno-il-mondo.aspx>

L'hi-tech è il segmento di mercato che più deve la sua crescita alle condizioni particolari generate dalla pandemia e proprio per questo è facile credere che l'effetto sui listini sia solamente transitorio e che inverta il suo trend in concomitanza con la diminuzione del tasso dei contagi.

Come già evidenziato in precedenza durante questo studio, le circostanze in cui si è versati globalmente a partire da marzo dell'anno scorso, hanno cambiato il contesto economico-sociale a partire in primis dalle abitudini più comuni. Non è difficile ritenere quindi che, nonostante gran parte delle attività siano state riabilite in presenza, alcuni cambiamenti rimarranno permanenti nella nostra quotidianità. L'accelerazione alla

digitalizzazione causata dall'epidemia ha imposto dei nuovi paradigmi nel modo di fare acquisti o di comunicare in maniera telematica tramite delle piattaforme digitali.

Un riscontro empirico, che convince del fatto che il megatrend della tecnologia non sia soltanto una moda dovuta alle circostanze, è l'andamento dello stesso segmento nel periodo estivo dell'anno passato e più recentemente con l'introduzione delle vaccinazioni, quando le attività sono state riprese quasi completamente in presenza ma i numeri nelle borse-valori non tendevano a scendere.

## Conclusioni

Questo studio si era posto, in principio, l'obiettivo di analizzare e comprendere le scelte degli investitori in seguito alla peculiare circostanza di crisi globale scaturita dall'emergenza sanitaria da Covid-19.

Il modello è stato strutturato in due parti: la prima basata sull'esperienza che i mercati hanno vissuto nello scorso anno e le scelte conseguenti di chi opera in essi, la seconda incentrata nell'analisi delle scelte che sono state comuni a grandi gruppi di investitori e su una stima del loro atteggiamento futuro riguardo ad esse.

Il primo capitolo riesce sicuramente a raggiungere lo scopo che si era preposto il progetto: seppur contenga delle supposizioni e delle interpretazioni soggettive dei dati, lo studio rimane relativo a fatti concreti e deduzioni sperimentate empiricamente negli anni. Le discordanze di opinioni tra gli esperti di settore sono presenti in ogni contesto ma le tesi riportate nell'elaborato sono esclusivamente quelle in cui la grande maggioranza degli studiosi concorda.

Il secondo capitolo si basa solo in parte su studi e dati empirici poiché contiene stime e previsioni sull'andamento futuro dei mercati. Ciò nonostante, anche in questa circostanza, le informazioni riportate sono relative alle ipotesi formulate in maniera concorde da numerosi analisti finanziari.

Il maggiore limite del progetto compete alla mancanza di studi sul tema trattato, in quanto gli avvenimenti sul quale si innesta il quesito posto siano particolarmente

recenti e in parte ancora in fase di sviluppo. Inoltre, il lavoro proposto approfondisce uno spettro particolarmente ridotto degli investitori, riferendosi solamente agli investitori individuali e non comprendendo quelli istituzionali.

Un'altra difficoltà riscontrata durante l'elaborazione del testo deriva dalla numerosità dei fattori che interagiscono con le scelte individuali e che quindi potrebbero distorcere la percezione della relazione causa-effetto tra fattore scatenante e decisioni prese.

Ad ogni modo, nonostante rimangano degli aspetti da approfondire ulteriormente, lo studio si rivela esauriente rispetto a ciò che si era prefissato di analizzare e giustificare.

## **Bibliografia**

Banca d'Italia, Eurosystem, Relazione annuale anno 2020 – centoventisettesimo esercizio (Maggio 2021)

Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria (Novembre 2020)

Banca europea per gli investimenti, Rapporto sugli investimenti 2020/2021, Per un'Europa smart e green ai tempi del Coronavirus

Caivano, V., Fancello, F., Gentile, M., Linciano, N., La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata

Cohn, A., Engelmann, J., Fehr, E., Maréchal, M., Evidence for Countercyclical Risk Aversion: An Experiment with Financial Professionals, in American Economic Review vol. 105, no. 2 Febbraio 2015.

Consob, Gli investimenti ai tempi del Covid - Effetti della crisi su risparmiatori e investitori

Fromlet, H., Behavioral Finance-Theory and Practical Application: Systematic analysis of departures from the Homo Oeconomicus paradigm are essential for realistic financial research and analysis, in Business Economics Vol. 36, No. 3 (Luglio 2001)

J.P. Morgan Asset Management, Guide to the Markets (2021)

## Sitografia

<https://www.agi.it>

<https://www.ansa.it>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.consob.it>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://am.jpmorgan.com>

<https://www.jstor.org>

<https://www.moody's.com>

<https://www.morningstar.it>

<https://www.am.pictet>

<https://www.salute.gov.it>

<https://www.startmag.it>

<https://www.treccani.it>

<https://www.wallstreetitalia.com>

## **Ringraziamenti**

Vorrei ringraziare gli insegnanti che mi hanno seguito nel corso di questi tre anni; in particolar modo quelli che hanno messo a disposizione le loro conoscenze e la loro esperienza per curare la preparazione dei propri studenti.

Vorrei ringraziarli anche per avermi messo alla prova contribuendo ad accrescere la consapevolezza delle mie capacità e a temprare il mio carattere.

Vorrei, inoltre ringraziare la mia famiglia e i miei amici per avermi sostenuta nei momenti più difficili di questo percorso contribuendo a rendere quest'esperienza formativa, non solo dal punto di vista accademico ma anche da quello umano.