IL FIATO CORTO DELLE BORSE



Alcuni aspetti della Fase Due sono stati oggettivamente meravigliosi, come il ritorno alla libertà, alla speranza e all'attività lavorativa. Anche le borse hanno espresso entusiasmo fino quasi a dimenticare la recessione. Ma il loro ottimismo è destinato a perdurare? O si scontrerà con la crisi dell'economia reale che è derivata dalla pandemia?

L'OTTIMISMO DELLA FASE DUE

Non bastava la magia del risveglio della natura mentre la nostra civiltà industriale sembrava sopita. Non bastavano i proclami a suon di miliardi di bigliettoni che, per un attimo, hanno fatto sognare tutti ad occhi aperti circa i loro meravigliosi impieghi e i miracolosi effetti degli investimenti che avremmo potuto realizzare con i finanziamenti e gli incentivi. Non sono bastate le immissioni di liquidità delle banche centrali che hanno galvanizzato le borse e i titoli a reddito fisso facendoli tornare -quasi- ai livelli pre-crisi. Non sono bastate le riaperture delle frontiere (con qualche eccezione per i "caciaroni" dello stivale d'europa) e la ripresa di qualche traccia sparsa di turismo.

Abbiamo anche sperato che il virus fosse dato per disperso e, con esso, lo fossero anche gli ultimi DPCM, i commissari straordinari, le ovvietà dei 450 "saggi", gli annunci presidenziali a reti unificate e i droni che vengono a cercarci anche in riva al mare o in mezzo ai boschi per ricordarci di rimanere imbavagliati e di non assembrarci in gruppi superiori alle 15 unità (e solo per i funerali). Ma ci siamo soltanto illusi... Nulla impedirà che dopo la Fase Due arriverà la Fase Tre e, con essa, le terribili conseguenze della Fase Uno.

Siamo anche rimasti stupefatti dalla velocità con cui tutto ciò si è sviluppato (pandemia, divieti, crisi e poi ripresa) e così ci siamo oramai completamente adattati ad ascoltare tutte le sere al telegiornale le parole di Conte, del Papa e di Mattarella, le statistiche di morti e guariti e la morale quotidiana sul fatto che le cose vanno meglio "ma non bisogna".

abbassare la guardia".

Abbiamo sperato di tornare alla "normalità" e abbiamo riaperto i polmoni, perché è umano tornare a sperare e a cercare nuove strade per vivere, lavorare, esprimersi e ritrovare le proprie comunità, temporaneamente sostituite con le piattaforme per le videoconferenze. Così come è umano voler ritrovare-anche quasi senza fondate ragioni- ottimismo e positività, persino in banca e in borsa. Abbiamo sperato cioè di riuscire a dimenticare in fretta questo brutto incubo e continuiamo a immaginare che la vita possa riprendere come prima, un po' come è successo dopo l'ultima -pesantissima- recessione.

ARRIVA LA FASE TRE: DOPO LE SPERANZE LE CONSTATAZIONI

Ma adesso tutti si chiedono come sarà la Fase Tre, quella del consolidamento, della vita dopo il virus, della cauta ripresa della "normalità", e della elaborazione finale del lutto e della nuova, pesantissima recessione, della scarsità di risorse disponibili per riprendere fatturato, investimenti e occupazione, nonché dell'eccesso di indebitamento che conseguirà alla recessione.

Molti esperti ci mettono in guardia sul fatto che sì, dopo la bufera, la vita riprenderà, ma nulla sarà davvero come prima. Solo che facciamo una terribile fatica a digerirlo, e così noi operiamo una media "mentale" e immaginiamo che sì, qualcosa cambierà, ma non molto e non troppo in fretta. E soprattutto continuiamo a sperare che altre copiose buone notizie continuino a fioccare seppellendo il recente passato. Perché -si sa- la speranza è l'ultima a morire.

Ma il mondo in questo trimestre di terrore e repressione è oggettivamente cambiato un bel po'. Il nostro conto corrente è cambiato, le nostre aspettative di guadagno sono cambiate e qualche volta anche quelle di rimanere al lavoro e in buona salute. I segni dello chock non potranno non manifestarsi, anche solo per qualche mese a venire e le nuove regole, le nuove modalità di lavoro e di socialità non si archiviano facilmente. Anche la burocrazia farà la sua parte nel tardare a rimuovere le barriere, perché nessuno vuole certe responsabilità. Vorremmo sperare che non fosse così e vorremmo immaginare i mercati finanziari guardare soltanto avanti per dimenticare la brutta "nottata". E fin'ora è andata così: con i tassi a zero i mercati non possono che guardare molto lontano, se solo non inciampano in qualche ostacolo sotto ai piedi...

ANCHE LE BORSE HANNO SOGNATO

Il Nasdaq, cioè la borsa delle imprese tecnologiche americane o quotate in America, allo scorso venerdì aveva recuperato quasi completamente (30%) la discesa del 32% dai massimi di metà febbraio. Manca solo un 2%. Gli altri indici un po' meno, ma comunque

hanno corso molto velocemente. Di seguito l'andamento dell'indice Standard&Poor 500:

×

In America (come si può leggere dal grafico) la ripresa delle quotazioni della borsa si è mossa a "V" stretta, cioè si è sviluppata altrettanto fulmineamente quanto la discesa. Le borse europee invece non sono tornate a risalire così tanto, sebbene il principale indice della borsa di Milano sia comunque tornato a superare la soglia psicologica di 20.000 punti. Di seguito il differenziale di performance tra la borsa americana e l'indice composito dei principali titoli di quelle europee.

×

Dal grafico qui sopra appare evidente il ritardo dell'Europa nella ripresa delle quotazioni, ma la prima spiegazione è che questa ha riguardato i titoli americani più tecnologici, mentre in Europa abbondano quelli industriali e finanziari. L'ottimismo ha comunque abbondato dappertutto, ma quest'ultimo deve pur poggiare su qualche fondamento, altrimenti si trasformerà in delusione...

LE RAGIONI PER DUBITARE CHE L'OTTIMISMO CONTINUERÀ

E, nonostante la prospettiva di qualche anno ancora di politiche monetarie e fiscali straordinariamente espansive, una serie di elementi di prudenza e apprensione si profilano infatti all'orizzonte: dalle nuove tensioni U.S.A.-Cina, alle elezioni presidenziali americane (che si annunciano già combattutissime), fino all'arrivo dei più importanti giudizi di Rating che il nostro Paese sta per ricevere (e ci si aspetta che al massimo non siano fortemente peggiorativi, vista la recessione economica nella quale ci troviamo). Di seguito una tabella riassuntiva dei voti ricevuti dall'Italia:

×

Ci sono poi le proteste "di piazza", che tutto sono tranne che spontanee, dal momento che si sono propagate pressoché istantaneamente nelle principali città del mondo e che sono state platealmente cavalcate dal "deep state" americano, il quale ha innanzitutto opposto il veto del pentagono al loro contenimento per mezzo dei militari, per poi regalargli una copertura mediatica degna dei grandi complotti internazionali. Difficile non vederci pericoli e insidie, non soltanto per l'ordine pubblico, ma anche per una serena e rapida ripresa di investimenti e occupazione. Le scene di violenza quotidiana in America si sono moltiplicate e questo non favorisce i mercati finanziari.

Ma se non è affatto detto che le mani forti dietro la politica desiderino che la ripresa economica si svolga presto e ordinatamente, è anche probabile che in autunno i prezzi del petrolio e dei suoi derivati tornino a salire, non foss'altro che per qualche nuova direttiva

eco-sostenibile dietro alla quale ideologia si profilano -come sempre- interessi formidabili.

La stessa volontà "unitaria" mostrata in tivù dalla Commissione Europea, che si dovrebbe tradurre in iniziative meravigliose come il "Recovery Fund" e un nuovo Meccanismo Europeo di Stabilità apparentemente senza condizioni nonché in altre versioni più edulcorate degli annunci ad effetto, è una volontà che potrebbe esaurirsi in fretta, col prevalere degli interessi di bottega di questo o quel paese del nord Europa, pronto a cogliere le opportunità di turno per far valere la sua voce o per risultare gradito all'egèmone tedesco. Sugli "aiuti" europei, insomma, non c'è da contare troppo!

IL PERICOLO DELL'INFLAZIONE NON È CONTEMPLATO

Non è poi detto che governi e banche centrali proseguano indiscriminatamente a suonare la grancassa dell'albero della "cuccagna" mentre i mercati finanziari già scontano i loro ulteriori interventi mentre non scontano alcuna inflazione (che sappiamo essere a doppia cifra per talune tipologie di merci e che -se non fosse opportunamente manovrata nel dato che viene reso pubblico dagli uffici di statistica- non potrebbe che manifestarsi allo scoperto). Ma esistono anche componenti negative dei prezzi, principalmente i prodotti industriali e i manufatti provenienti dai paesi emergenti. Scegliere se gli uni (al rialzo) o gli altri (al ribasso) dovranno prevalere nel paniere ufficiale che misura il tasso d'inflazione di ciascuna nazione, sarà soltanto questione di scelte, sociali, politiche e di lobbies.

LA BASE MONETARIA CRESCE PIÙ CHE DOPO LA CRISI DEL 2008

×

Il punto è che la base monetaria (e non soltanto in America, dove è più facile trovare dati e grafici, come quello sopra riportato) ha subìto negli ultimi mesi un'accelerazione superiore a quella vista subito dopo la crisi del 2008. Questo fatto non ha determinato attese d'inflazione a causa di una bassissima velocità di circolazione della moneta. Ma laddove questa riprendesse quota, le principali divise monetarie non potrebbero non svalutarsi rispetto ai beni che esse possono comperare. Cioè non potrebbero non esprimere inflazione dei prezzi.

PERCHÉ L'ORO VA ALLE STELLE

È questo anche il principale motivo di forte apprezzamento delle quotazioni dell'oro (si veda qui sotto il grafico degli ultimi cinquant'anni): cioè il "debasing" delle valute, esattamente così come esso fu percepito con l'avvio del primo Quantitative Easing subito dopo la grande crisi del 2008. Solo che stavolta l'oro è cresciuto persino di più...

Sebbene la prospettiva di inflazione (se non è galoppante) non danneggi necessariamente le quotazioni dei mercati finanziari, abbiamo visto che ci sono numerosi ed evidenti motivi di "attenzione", tali per cui nella seconda metà dell'anno (cui manca molto poco) non è così detto che la corsa dei mercati finanziari possa proseguire senza sosta, che altre sorprese (negative) potrebbero fioccare, e che la pioggia di miliardi che oggi muove le borse potrebbe anche interrompersi. E in tal caso già finire l'anno anche solo mantenendo i formidabili livelli oggi recuperati dalle borse potrebbe essere un'ottima notizia!

I SETTORI ECONOMICI NON SONO TUTTI UGUALI

I profitti dei diversi settori economici durante la crisi poi non si sono comportati tutti allo stesso modo: ce ne sono stati alcuni che non hanno quasi risentito della "serrata", e altri che si sono rotti davvero le ossa (come nell'energia, nei consumi non essenziali e nel manifatturiero) come si può vedere dall'andamento qui sotto riportato dei titoli quotati per settore di appartenenza :

×

Alcuni grandi titoli quotati (i famosi FAANG: Facebook Apple, Amazon, Netflix e Google) hanno sono addirittura andati in controtendenza alla crisi, contribuendo non poco al successo odierno dei listini, sulla media dei quali essi pesano terribilmente. Come dicevamo poc'anzi è anche per questo che il listino della borsa americana ha performato meglio degli altri.

Ma per il futuro sarà sempre così? O quando la recessione si manifesterà in modo più mordace i risparmiatori inizieranno a preferire i titoli "value" a quelli "growth"? E la volatilità continuerà a spazzare il mare dei mercati finanziari creando incertezza e sconcerto oppure alla fine tornerà a placarsi?

×

Quel che è certo è che di certezze, di qui alla fine dell'anno, ce ne sono assai poche! Mentre per il 2021 sono tutti parecchio ottimisti, forse oggettivamente troppo. Una nuova ripresa economica potrebbe sì fare capolino, soprattutto se il "deep state" non dovesse vincere a mani basse le sfide politiche e mediatiche, e una nuova ripresa economica iniziasse a dispiegare i suoi effetti pratici. Ma che la recessione appena arrivata sparisca così in fretta da dare luogo ad un nuovo "new deal" è tutta da vedere. Potrebbe andare tutto bene. O potremmo trovarci davanti un lungo periodo di assestamento, e a una lunga, rovinosa agonia della politica dell'Unione Europea, prima che essa si riprenda come è più probabile che succeda all'America.

Stefano di Tommaso

LE VERITÀ (NON TROPPO) NASCOSTE



Se il Governatore della Banca d'Italia non avesse parlato così chiaro nelle sue "Considerazioni Finali" all'assemblea di quella che fu la spina dorsale dell'economia italiana e oggi è solo una succursale della banca centrale di Francoforte, non sarei tornato sul problema angoscioso dei conti pubblici e privati del nostro Paese. Ma Visco lo ha fatto, con freddezza e determinazione, tant'è che tutti i media hanno fatto a gara a sfumare e distillare le sue parole. Però, come diceva John Adams nell' ottobre del 1770 nel suo discorso "In difesa dei soldati britannici" durante il processo al Massacro di Boston, "i fatti sono maledettamente testardi!"

I FATTI PARLANO CHIARO, MA NON BASTA

Ignazio Visco ha parlato a 48 ore dall'annuncio del Recovery Fund europeo, di cui sono ancora in discussione le modalità di "rientro" da parte della Commissione (nuove tasse, minori erogazioni, o maggiori contributi). A Maggio l'inflazione è tornata ad essere negativa e la deflazione, segnala Visco, potrebbe innescare "un pericoloso avvitamento tra il declino dei prezzi e quello della domanda aggregata" in un contesto di elevati debiti pubblici e privati. Dunque le banche centrali dovrebbero contrastare tale fenomeno ma, mentre in tutto il resto del mondo esse erogano a più non posso stimoli all'economia reale attraverso la monetizzazione dei nuovi debiti, nel vecchio continente ci si chiede invece soltanto a chi far pagare il conto di quei quattro spiccioli (al confronto) che arriveranno (un giorno) ai membri dell'Unione che sono messi peggio, attraverso l'annunciato Recovery Fund. È questo il primo e più importante messaggio lanciato dal

Governatore: a livello centrale bisognerebbe fare di più.

E l'italia avrebbe ampio titolo nel chiederlo, dal momento che sino ad oggi ha contribuito al bilancio dell'Unione per ben più di quanto abbia ottenuto in cambio: per l'esattezza 43 miliardi di euro in più, dal 2012 al 2019, cioè negli anni più bui della storia della nostra repubblica, (avendone versati 130 e ricevuti 87) senza nemmeno aggiungere al conto in rosso tutte quelle spese indirettamente "comandateci" da Bruxelles, a partire dagli armamenti, fino ai maggiori interessi pagati per il debito pubblico a causa dello "spread" con i titoli tedeschi, passando per la libertà delle grandi imprese basate in Italia di pagare le tasse (e l'IVA) altrove, sottraendosi al fisco italiano.

Difficile dunque venire a farle la partaccia, se ci si volesse attenere ai fatti. Quegli stessi fatti che nessuno però in politica vuole far venire alla luce. il Bilancio europeo viene finanziato da contributi basati su una percentuale del gettito IVA e del Reddito Nazionale Lordo di ciascuno stato membro. Prima di esultare per gli "aiuti" europei, ricordiamoci dunque che in totale ogni anno l'italia contribuisce per cassa e a fondo perduto al bilancio della Commissione per oltre 20 miliardi di euro.

LE CONSIDERAZIONI FINALI SCUOTONO IL PALAZZO

E -a proposito di fatti- Visco ha ricordato pubblicamente che i più recenti governi del nostro Paese *non hanno utilizzato al meglio il denaro a disposizione* e l'Italia è nel frattempo inciampata nella peggiore delle congiunzioni astrali che si potessero immaginare. Senza espliciti riferimenti ad alcun capro espiatorio, tuttavia Visco ha fatto notare che nessuno prima nella storia della repubblica si era trovato a generare prima (con il lockdown) e ad amministrare poi, la peggiore delle crisi economiche dal dopoguerra ad oggi. Gli effetti non si faranno attendere. Il fatto che le conseguenze dell'attuale recessione selvaggia ancora non siamo arrivati a toccarle con mano non significa che non arriveranno. Stiamo ancora vuotando le tasche che avevamo riempito in precedenza, e dopo saranno "stecchetti"!

Le sue "considerazioni finali" hanno affrontato diversi temi drammatici per il Paese con una schiettezza insospettabile e inusuale a Palazzo Koch. Ad esempio egli spiega: "La recessione avrà significative ripercussioni sul mercato del lavoro". Oggi quella ufficiale è invece edulcorata dalla storicità del dato rilevato e dal blocco dei licenziamenti. E ha ricordato che "tra marzo e maggio, sono state varate misure che accrescono il disavanzo pubblico di quest'anno di circa 75 miliardi, il 4,5 per cento del prodotto", senza dire direttamente (ma lo si è potuto capire benissimo) che esse non potranno contribuire davvero alla ripresa economica.

I GIOVANI E GLI AUTONOMI PENALIZZATI

E ancora ha proseguito: "la caduta dell'attività economica ha ridotto le nuove opportunità di impiego, ripercuotendosi in particolare sui giovani che per la prima volta si affacciano sul mercato del lavoro, su chi è abitualmente impegnato in attività stagionali, con contratti a tempo determinato o di apprendistato. Colpisce con maggiore intensità le attività tradizionalmente svolte dai lavoratori autonomi e il lavoro irregolare, ancora troppo diffuso nel nostro paese. Nel breve periodo gli ammortizzatori sociali contrastano l'impoverimento di ampi strati della popolazione e l'allargamento delle differenze economiche, accresciuti dalla maggiore presenza di lavoratori a basso reddito nei settori più colpiti." Chiaro, no?

Ma poi ha soprattutto fatto notare che, se è vero che l'Europa ha dato credito all'Italia (82 miliardi apparentemente senza chiedere nulla in cambio), questi soldi -in realtà- non saranno beneficienza e non vanno sprecati. "Ogni Paese deve utilizzare le risorse messe a disposizione dalle istituzioni europee con pragmatismo, trasparenza e, soprattutto in maniera efficienza", perché "i fondi europei non potranno mai essere gratuiti: il debito europeo è debito di tutti". Per questo l'Italia "è chiamata ad uno straordinario sforzo per sfruttare le opportunità offerte meglio di quanto non abbia fatto negli ultimi decenni". Come dire: ora non potete pensare di continuare con palliativi come il reddito di cittadinanza! Ancora una volta: non lo ha detto esplicitamente ma lo si è capito benissimo!

COSA DEDURNE?

Semplice: che all'Italia serve una "cura shock" che non potrà essere somministrata da nessun governo di questa legislatura, con buona pace dei diritti democratici. Nè uno di centrodestra che non potrebbe non subìre ancora il fuoco incrociato delle istituzioni europee, né un nuovo esecutivo giallo-rosso, che per definizione non è in grado di affrontare manovre necessarie e impopolari senza cedere alla tentazione di continuare a sperperare. Serve un Governo composto da tecnici, possibilmente in grado di esprimersi in italiano corrente e con qualche nozione di economia. Costituito cioè da persone normali e non da docenti, sindacalisti e burocrati, i quali per riuscire a balbettare qualcosa di ovvio (ed inutile) abbiano ancora bisogno di nominare 450 grandi consulenti!

LA RIFORMA DELLA TASSAZIONE

Visco ha insomma suggerito un nuovo patto nazionale e sociale. L'Italia può superare il disastro conseguente ad una gestione scellerata dell'economia in tempi di pandemia

soltanto con un nuovo "contratto sociale tra governo, imprese e società civile" (citazione testuale). Ha cioè citato la parola magica: "imprese", quella che nessun esponente dell'attuale maggioranza ha sin'ora voluto nominare, perché la maggior parte di esse si trova al nord, dove a Conte & C. metterebbero volentieri due dita negli occhi.

E, tanto per rincarare la dose di veleno intelligentemente distillata dal Governatore ai giallo-rossi, ha precisato che l'Italia ha bisogno di una riforma profonda della tassazione. Ecco altre citazioni testuali: "ciò che soprattutto ci differenzia dalle altre economie avanzate è l'incidenza dell'economia sommersa e dell'evasione, che si traduce in una pressione fiscale effettiva troppo elevata per quanti rispettano pienamente le regole. Le ingiustizie e i profondi effetti distorsivi che ne derivano si riverberano sulla capacità di crescere e di innovare delle imprese, generano rendite a scapito dell'efficienza del sistema produttivo".

CI VORREBBE UN'ADEGUATA RISPOSTA DEL GOVERNO

Di qui la necessità di "un profondo ripensamento della struttura della tassazione che tenga anche conto del rinnovamento del sistema di protezione sociale, deve porsi l'obiettivo di ricomporre il carico fiscale a beneficio dei fattori produttivi".

In conclusione ha detto: "E' senza precedenti la portata degli interventi finora stabiliti dalla Bce per contrastare gli effetti negativi della pandemia" ma ha (chiaramente) fatto capire che, sebbene Banca d'Italia e Banca Centrale Europea stiano facendo tutto il possibile nel contrastare la crisi post-pandemica, ciò non sarà sufficiente se non ci sarà un'adeguata risposta del Governo con politiche economiche adeguate a generare prospettive di ripresa.



SI, MA QUALE GOVERNO?

Il paradosso di un Paese con il terzo debito pubblico al mondo ma con una ricchezza privata quasi cinque volte il Pil rischia di riverberarsi con tutta la sua iniquità tra le conseguenze della forte recessione. Che le disuguaglianze siano destinate a crescere dopo la pandemia lo ha sottolineato anche Visco: «Finita la pandemia avremo livelli di debito pubblico e privato molto più alti e un aumento delle disuguaglianze, non solo di natura economica».

Non stiamo sognando: quanto riportato lo ha detto nientemeno che il Governatore della Banca d'Italia! Ecco perché il Paese ha bisogno di un governo tecnico: dove pensate che si trovi la maggior parte dell'economia sommersa nel nostro Paese? Al sud, in piena riserva di

voti giallo-rossi, ovviamente! E dove la maggior parte dei risparmi nonché dei "fattori produttivi"? Dall'altra parte dello Stivale, altrettanto ovviamente! E non soltanto nella maggioranza dell'attuale legislatura, ma nemmeno nella Commissione Europea, nessuno vuole fare un simile regalo alla destra italiana. Per riuscire a ribaltare la situazione prima del 2023 ci vogliono spalle forti e pochi vincoli elettorali! Dunque meglio un commissario, fa comprendere tra le righe il Governatore di Banca d'Italia. Magari un ex-collega...

Stefano di Tommaso

TROPPE MANI SULLA BORSA



Borsa SpA, società che esercisce le piattaforme regolamentate relative ai mercati dei capitali in Italia (da quelli azionari come l'MTA e l'AIM a quelli obbligazionari come l'MTS e l'EXTRAMOT, fino a ÉLITE: la piattaforma di formazione e instradamento al mercato di borsa che coinvolge 1.300 Piccole e Medie Imprese non ancora quotate) potrebbe passare di mano in questi giorni: dalla proprietà attuale della London Stock Exchange (LSE che ha lasciato ampia autonomia alla governance italiana) a uno dei quattro possibili acquirenti qui sotto riportati, solo uno dei quali sarebbe italiano. Ma la partita che riguarda le sue sorti più che sui nostri interessi nazionali sembra incentrata sugli equilibri di politica europea.

L'ANTEFATTO: LSE COMPRA REFINITIV

Tutto è iniziato lo scorso novembre 2019 con LSE che, dopo l'acquisto di Refinitiv, una banca dati concorrente di Bloomberg, pagata 27 miliardi di dollari, ha avviato una



riorganizzazione societaria annunciando che il responsabile globale del Capital Markets non sarà più il ceo di Borsa Spa, Raffaele Jerusalmi -pur restando amministratore delegato di Borsa italiana- bensì Murray Roos, un nuovo manager in arrivo da Citi.

Già allora diversi osservatori hanno previsto che l'Unione Europea avrebbe chiesto al London Stock Exchange la cessione di una asset strategico comunitario come Borsa Italiana per dare il via libera dell'antitrust europeo all'acquisizione e perché difficilmente quest'ultima sarebbe potuta restare sotto il controllo della borsa di un paese non più membro dell'Unione. La questione, posta ufficialmente da LSE, prevede una risposta di Bruxelles entro il prossimo 26 Giugno.

LO "STRANO" MONITO DELL'OCSE

Ma il colpo di grazia è arrivato a fine Gennaio, con un monito dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) che raccoglie le economie più avanzate e svolge un ruolo di assemblea consultiva per la risoluzione dei problemi economici commerciali e regolamentari (che guarda caso ha sede a Parigi), col quale l'OCSE afferma che la Borsa Italiana è troppo piccola e che di conseguenza due sono i casi possibili: o vede crescere notevolmente il numero delle società quotate oppure rinunci alla sua autonomia, un po' come era successo più di mezzo secolo fa, con la chiusura delle borse locali italiane e il loro accorpamento in quella di Milano.

NUMEROSI CONTENDENTI E UN'AMPIA FORCHETTA DI PREZZO

- Neanche a farlo apposta poco dopo sul tavolo della London Stock Exchange erano arrivate numerose manifestazioni di interesse per l'acquisto di Borsa SpA:
 - una dagli spagnoli della Borsa di Madrid,
 - una della Borsa di Zurigo che ha anche precisato una proposta "amichevole" valutando la società 2,8 miliardi di euro,
 - una non meglio precisata dalla Deutsche Borse,
 - Infine si è mossa Euronext gruppo francese-olandese quotato ad Amsterdam che già controlla altre sei piazze finanziarie in Europa: Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Lisbona, Dublino e Oslo, che però valuta la società che gestisce i mercati di Piazza Affari in una forchetta fra 2 e 2,5 miliardi e non vuole pagarla di più.

È importante notare che nel frattempo Mediobanca, dove sono finiti alcuni dirigenti recentemente usciti proprio da Borsa Italiana (come Luca Peyrano, amministratore delegato di Elite e l'ex chief financial officer Andrea Maldi). Mediobanca si è candidata a intermediare la partita e ha fatto circolare uno studio che vede il possibile valore di Borsa SpA variare da circa 2,5 miliardi di euro sino a ben 4 miliardi di euro. Il motivo di tale

ampio divario è la potenzialità del mercato dei capitali italiano, tanto a causa delle prospettive di crescita del numero di società quotate (l'anno scorso sono state una quarantina) quanto per la marginalità, che sono anni che cresce con regolarità e che dovrebbe continuare a migliorare.

QUANTO VALE BORSA SPA

Per essere più precisi Borsa SpA, fra il 2017 e il 2019 è passata da 436 a 445 milioni di euro di fatturato, con un ebitda salito da 216 a 240 milioni (il 53%) e un utile netto aumentato da 105 a 110 milioni. Se Borsa SpA fosse valutata con un moltiplicatore del margine operativo lordo pari a quello espresso dalla Borsa di Zurigo (SIX) per l'Offerta di Pubblico Acquisto (OPA) che quest'ultima ha lanciato per la Borsa di Madrid, corrispondente ad una capitalizzazione di circa 22 volte l'utile, per quella di Milano il valore sarebbe all'incirca pari a 2,5 miliardi di euro.

Ma se si dovesse tener conto anche dell'elevato potenziale di crescita del mercato borsistico italiano (probabilmente superiore a quello degli iberici) derivante proprio dall'arretratezza del mercato nostrano dei capitali e dal limitato il numero delle società quotate rispetto al totale di quelle candidabili, allora sarebbero più appropriate per Borsa SpA le stime di valore che vengono riservate a quelle più importanti in Europa come Six o Euronext, superiori del 30% al 40% a quella di Madrid (intorno alle 15 volte l'EBITDA contro le 11 volte di Madrid). In tal caso la società che gestisce Piazza Affari varrebbe circa 3,5 miliardi).

IL PIANO DI MEDIOBANCA: CDP+QUOTARE IN BORSA LA BORSA

Ed è proprio su quel miliardo di euro di differenza che si basava Il piano elaborato da Mediobanca già dalla fine dell'anno scorso. Esso infatti prevedeva una quarta alternativa: quella di far tornare Borsa SpA in mani italiane, con una ipotesi a doppio binario:

- la quotazione di Borsa spa a Piazza Affari, in cui un investitore istituzionale (potrebbe essere per esempio la Cassa Depositi e Prestiti,
- una cordata di un gruppo di fondi di investimento (di cui però al momento non si ha notizia, anche perché-dopo il lockdown- sono tutti un po' più cauti).
 Ma in entrambi i casi si prevedeva che una percentuale appena inferiore al 50% sarebbe stata tuttavia riservata al mercato con una Offerta di Pubblica Vendita (OPV) e la quotazione a Piazza Affari (questa sì magari ad un valore del 20-30% superiore) di quella tranche dell'operazione.

LA POLITICA SCENDE IN CAMPO

Notizia fresca della scorsa settimana è infatti quella che -sempre sotto la regia di Mediobanca- diverse forze politiche avrebbero fatto pressioni perché Fabrizio Palermo, nuovo amministratore delegato di Cassa Depositi e Prestiti (appartenente a Poste Italiane) aprisse un dossier. Pare che una prima riunione informale al riguardo ci sarebbe già stata presso il ministro Gualtieri, che però fa il pesce in barile.

Ma la partita -ovviamente- non è affatto scontata perché Euronext, perduta la partita di Madrid, avrebbe fatto sapere di voler effettuare lei l'acquisizione, in cambio dell'opera di mediazione che il governo Macron sta svolgendo con i paesi dell'Europa del nord per dare il via libera al "Recovery Fund". Superata infatti la preclusione politica ad un intervento comunitario a favore delle proprie economie più deboli, il dibattito si è spostato sulle modalità con le quali questo intervento dovrebbe concretizzarsi: aiuti a fondo perduto o erogazioni a titolo di debito? Come spesso succede è possibile che lo strumento si chiamerà allo stesso modo anche nel caso esso fornisse soltanto un finanziamento (ma in qs caso sarebbe simile al Meccanismo Europeo di Stabilità, MES).

UN PARTITO TROPPO "VICINO" AGLI INTERESSI FRANCESI

In ogni caso il governo italiano, sostenuto da un partito notoriamente "vicino" alle posizioni francesi, potrebbe facilmente preferire l'opzione di riservare l'operazione Borsa SpA ai transalpini qual "prezzo da pagare" per la mediazione con il resto d'Europa. È forse anche per questo che Euronext si è precipitata a far sapere che comprerà solo se non andrà oltre la valutazione suddetta: perché la partita è politica.

Borsa spa non è soltanto una grande azienda. È anche l'orgoglio di un'autonomia nazionale che detiene informazioni su alcune centinaia di società quotate e di 1.300 PMI che fanno parte di un programma di crescita industriale dell'intero Paese . Sono informazioni spesso riservate che che interessano agli stranieri, per esempio per elaborare ipotesi di fusioni o acquisizione. Lasciare queste infa un gruppo straniero potrebbe anche significare che molte imprese italiane verranno vendute a sconto.

PERCHÉ BORSA SPA È IMPORTANTE PER L'ITALIA

Il pericolo per l'Italia è che invece di vedere valorizzato il proprio mercato borsistico nazionale, i tagli siano applicati più facilmente a Milano che a Parigi. L'interesse nazionale al contrario vorrebbe vedere uno staff di Borsa rinforzato con centri studi ed un sistema di protezione dei dati che, come insegna la guerra commerciale Usa-Cina, restano un tema geopolitico di prim'ordine. È anche per questi motivi che la proprietà italiana del mercato dei capitali ha un'importanza superiore rispetto a solo dieci anni fa.

Se Borsa SpA venisse "scambiata" per una mediazione francese con gli altri partner di un'Unione sempre meno solidale fra popoli europei, allora sarebbe l'ennesima occasione perduta per lo sviluppo dell'economia del nostro Paese e per far beneficiare i nostri risparmiatori dei profitti futuri dell'ennesima eccellenza italiana. Che oltretutto sarebbe molto meglio fosse quotata sul mercato azionario interno, invece che passare sotto il coordinamento di una piattaforma paneuropea come Euronext, che procederebbe molto presto all'accorpamento tra le borse che controlla, con buona pace per i nostri interessi e le nostre informazioni riservate.

Stefano di Tommaso

CONCLUSIONI FUORVIANTI



Sono passati all'incirca tre mesi da quando, intorno a fine Febbraio, i mercati borsistici iniziarono a flettere a causa dei crescenti timori che una pandemia avrebbe portato con sè la tanto temuta recessione, data come imminente fin dal 2016, anno di elezioni americane, il cui ribaltone spinse invece le borse a un quadriennio che -con poche eccezioni- hanno registrato una delle migliori performances della storia. E da tre mesi recessione è stata, a causa del virus e della serrata che ne è conseguita, più improvvisamente di quanto nessuno avesse potuto prevedere. Ma prima ancora sono crollate le borse, con un tonfo memorabile per velocità e profondità, cui è seguìta una quasi altrettanto veloce ripresa dei corsi, ovviamente molto differenziata a seconda dei settori economici e delle zone geografiche. Si poteva prevedere tutto ciò? Solo in parte. Ecco perché...

DALLA CRISI I MERCATI ESCONO IN MODI MOLTO DIVERSI



Se Tolstòj scrisse in Anna Karenina che "tutte le famiglie felici si assomigliano fra loro, ma ogni famiglia infelice lo è a suo modo", per le borse sembra essere stato vero l'esatto opposto: alla cattiva notizia le quotazioni dei titoli di diversi comparti e diversi mercati sono precipitate tutte insieme, mentre la ripresa dei loro corsi è apparsa molto diversa. Eppure nulla è così scontato: se fino a pochi giorni fa tutti erano pronti a scommettere che con questa pandemia, il mondo sarebbe cambiato per sempre, l'entusiasmo delle ultime ore inizia a far sperare che, passato lo spavento, ogni cosa potrà riprendere come prima.

Chi ha ragione? La risposta più giusta è che nessuno ha la risposta giusta. Se era infatti abbastanza prevedibile tre mesi fa che il metallo giallo e i titoli a reddito fisso avrebbero performato meglio di molte altre categorie di investimenti a causa della crisi, un po' meno prevedibile era il ribasso subìto dai titoli tecnologici nonostante l'accresciuto bisogno di software, computer e connessioni digitali a causa delle maggiori difficoltà a spostarsi da casa.



Se era forse prevedibile che le quotazioni delle borse nei Paesi Emergenti sarebbero state penalizzate rispetto a quelle dei grandi centri della finanza globale, chi avrebbe potuto prevedere, a fine Febbraio, che le borse che avrebbero retto meglio nel loro complesso (e dunque più di Londra e Wall Street) sarebbero state quelle cinesi? Le loro quotazioni sono andate fino ad oggi praticamente allo stesso modo di quelle dei maggiori titoli tecnologici.

Se era forse prevedibile che i valori immobiliari avrebbero accusato una riduzione a causa della ridotta capacità di pagare pigione da parte dei loro occupanti, un po' meno ovvio era invece il crollo verticale subìto dai titoli del settore bancario (a maggior ragione quello europeo, sceso di circa il 50%) dal quale sarebbero passate per certo tutte le erogazioni e le garanzie di stato e delle banche centrali. Le banche possono (ancora oggi) contare su un deciso supporto da parte delle pubbliche autorità. Ma questo non è bastato a salvarne le quotazioni.

IL "TIMING" È ESSENZIALE

Tutto questo per dire che le previsioni che discendono dall'analisi macroeconomica e l'economia reale lambiscono soltanto alcune sponde dell'oceano della finanza globale, mentre altri fattori -come la tempistica e l'intervento, a volte imprevedibile, delle banche centrali- rischiano di contare infinitamente di più nella performance degli investimenti di

quanto conti l'individuazione delle tendenze di fondo.

Si dice infatti che persino un orologio rotto segna l'ora giusta un paio di volte al giorno e, se anche un determinato ragionamento su ciò che accade può apparire assolutamente sensato con riguardo ai suoi effetti sulle quotazioni di determinati titoli, una tempistica appena un po' sbagliata nei tempi di acquisto e vendita dei titoli stessi può annullare completamente la validità del ragionamento.

Così occorre spesso fare apologia circa il modo un po' troppo fiero di esporre su queste pagine determinate dinamiche che, la cui analisi economica, soprattutto quand'è supportata da una forte logica, a maggior ragione può risultare fuorviante se il ragionamento viene fatto a prescindere da un'attentissima analisi del momento di osservazione. È ciò è tanto più vero quanto più agitate sono le acque, quanto più elevata è la volatilità dei corsi.

John Authers sulle pagine di Bloomberg fa giustamente osservare che, se alla fine di Febbraio avessimo venduto allo scoperto il petrolio e comperato i maggior titoli tecnologici (Apple, Facebook, Amazon, Netflix e Google) avremmo sì realizzato un guadagno di quattro volte il capitale investito a metà Aprile, ma quel guadagno si sarebbe più che dimezzato ai giorni nostri.

LE BORSE SONO SOPRAVVALUTATE

Così lo scorso lunedì, primo giorno di "riapertura" di molte attività in Europa e Stati Uniti d'America, in coincidenza peraltro con la notizia di importanti progressi nella realizzazione del vaccino contro il virus, le borse valori sono apparse -giustamente- euforiche, ma quell'entusiasmo è destinato a durare? Probabilmente no (almeno questa è la mia opinione) ma bisogna anche tenere in conto l'enorme imprevedibilità degli eventi e, tra questi, risulta letteralmente non misurabile l'impatto di medio-lungo termine degli effetti della pandemia sulle attività economiche.

×

La situazione generale non è affatto positiva per l'economia mondiale. Comunque vadano da oggi in poi gli eventi infatti l'anno in corso non potrà che registrare gravi perdite - umane ed economiche- nonché un indiscriminato incremento dell'indebitamento, buona parte del quale risulterà relativamente meno solvibile di quanto non lo fosse in passato. La disoccupazione dilaga ovunque e molti interventi pubblici appaiono destinati ad arrivare troppo tardi per sortire gli effetti migliori. I profitti aziendali non potranno che riflettere questa situazione di sconquasso generale, calo dei consumi e riduzione della ricchezza disponibile. Per questi motivi *le valutazioni aziendali, se comparate con i profitti*

attesi, risultano essere elevatissime e, di conseguenza, a forte rischio di venire riviste al ribasso.

Quanto sopra farebbe perciò pensare che il prossimo crollo delle borse non possa che essere assai prossimo. E invece non è affatto una certezza, dal momento che le valutazioni d'impresa riflettono i profitti futuri, anche quelli più remoti nel futuro, in momenti di tassi bassissimi come quello attuale. E se nessuno reputa il crollo dei profitti di quest'anno come un fenomeno permanente, allora potrebbero risultare giustificate valutazioni estremamente elevate nonostante le perdite attese nel 2020, anche perché il valore attuale netto dei profitti futuri, in tempi di tassi reali molto bassi, risulta più elevato che non in passato.

DIFFICILE FARE PREVISIONI

Che confusione! Ogni possibile conclusione di questi ragionamenti -come si può ben vedere- può risultare fuorviante dal punto di vista della prevedibilità dell'andamento borsistico. È per questo motivo che risulta sempre valido il cosiddetto "monkey experiment": quello di confrontare le previsioni degli esperti di Wall Street con le performance di un portafoglio scelto a caso in funzione di dove vanno a parare le freccette lanciate da un gruppo di scimmie contro una pagina di giornale appesa al muro, sulla quale sono elencati i titoli quotati. Ebbene: nella maggior parte dei casi è stato riscontrato che la performance dei titoli così selezionati in modo casuale fosse migliore di quella dei maggiori professionisti di Wall Street.

Stefano di Tommaso