

# IL TRIONFO DELLE CRIPTOVALUTE



***Farsi un'idea del perché il BitCoin è quasi arrivato a valere 6000 dollari americani non è una cosa semplice. Tantomeno se teniamo conto del fatto che solo all'inizio del 2017 il suo valore superava appena 1000 dollari. In un mio precedente articolo dello scorso Maggio ( <http://giornaledellafinanza.it/2017/05/15/la-carica-esplosiva-del-bitcoin/> ) accennavo alla difficoltà di sottoporlo a regolamentazione come pure alla probabilità che la sua quotazione sarebbe salita ancora, proprio perché la quantità in circolazione di Bitcoin è sottoposta a rigide regole e la domanda non manca.***

Eppure non solo il Bitcoin è volato quotazioni che ridicolizzano ogni più recente apprezzamento delle borse valori, ma la più famosa delle criptovalute è oggi così richiesta che -visto che la sua domanda ne supera ampiamente l'offerta- stanno comparando sul mercato così tante altre criptovalute da porsi almeno una domanda (sopra tutte le altre) a proposito di questa singolarità del mercato finanziario.

## ***C'È DAVVERO COSÌ TANTO BISOGNO DELLE CRIPTOVALUTE?***

Evidentemente la risposta è affermativa, altrimenti avremmo assistito viceversa ad un numero infinito di tentativi senza successo e le quotazioni di quelle più famose non sarebbero arrivate oggi alle stelle. Oltre al Bitcoin infatti vediamo l'Ethereum, il Ripple, il Litecoin e qualcosa come altre 1700 criptovalute comunemente censite.

Ecco di seguito un elenco delle prime 100 in ordine di capitalizzazione complessiva.



## ***UNA VERA E PROPRIA "ASSET CLASS"***

Il fatto però che in totale la somma dei valori di queste criptovalute in circolazione arriva a oltre 170 miliardi di dollari significa che qualcosa è cambiato.

Non si tratta più di un interessante esperimento, bensì di una nuova vera e propria "Asset

Class” per gli investitori.

Ecco qui sopra un paragone (nemmeno troppo aggiornato, visto che nell’immagine qui riportata la capitalizzazione delle criptovalute arrivava “solo” a 163 miliardi). In teoria quindi questa “asset class” ha già scalato altre posizioni tra I titoli più capitalizzati a Wall Street.



Il fenomeno della diffusione esponenziale delle monete digitali è oramai sulla bocca di tutti, ma il vero boom è arrivato solo a partire dall’inizio del 2017, dal momento che prima di quella data i valori in gioco erano quasi ridicoli. Ecco ad esempio un grafico dell’andamento delle quotazioni delle prime 10 divise digitali: se escludiamo il Dash e l’Ethereum si vede subito che per tutte le altre le quotazioni non sono salite altrettanto velocemente (e solo a partire da inizio anno).



### ***COS’È CAMBIATO?***

Dunque cosa è cambiato nel contesto generale dei mercati finanziari perché si è accesa questa nuova stella? Per rispondere a questa domanda non è evidentemente sufficiente parlare del trionfo di internet, dell’esplosione del commercio online, né dell’incremento delle quotazioni di quasi tutti I listini azionari del mondo, perché l’ampiezza del fenomeno non è paragonabile a nessuno di questi fatti, sebbene indubbiamente ciascuno di essi (e molti altri) abbiano contribuito al successo delle criptovalute.

Qualcos’altro perciò ha dato fuoco alle polveri. Probabilmente tra I fattori di contorno è stata presa in considerazione la riservatezza del loro possesso. È virtualmente impossibile infatti darne la caccia ai possessori e l’accesso al denaro criptato può avvenire -senza costi- da qualsiasi internet bar del pianeta. L’incremento dell’interscambio internazionale e la possibilità di non essere tracciati nella titolarità dei movimenti finanziari ne ha fatto una cuccagna per gli agenti segreti, I trafficanti di materiale illecito, gli evasori fiscali e tutti coloro che subiscono restrizioni alla circolazione dei propri capitali.

### ***LA RISERVATEZZA***

Ecco però, forse è proprio quest’ultima caratteristica (non essere soggette ai controlli sulla circolazione dei capitali) quella che ha fatto la differenza. L’economia cinese, si sa, da tempo cerca di tenere sotto controllo il deflusso di capitali, anche perché la svalutazione programmata del Renminbi è oggetto di grande attenzione da parte del Governo centrale. La Cina sarebbe infatti diventata la prima economia al mondo (Inintermini di P.I.L.) già nel

2012 se non fosse stato per il fatto che la classifica si fa in dollari e che da allora ad oggi il Renminbi è stato pesantemente ridimensionato. Sembrerebbe infatti che buona parte dell'ascesa dei valori in gioco nelle criptovalute abbia origini nel sud-est asiatico.

Certamente le criptovalute per definizione non hanno territorio, né subiscono limitazioni nei loro movimenti dentro e fuori delle maggiori economie del mondo. Sicuramente la recente maggior diffusione ha contribuito a dare fiducia a questo strumento ribaltando la precedente ritrosia ad affidarsi a circuiti poco trasparenti. Gli esperti però garantiscono che la trasparenza non manca al sistema che presiede alla loro registrazione: la "blockchain". Anzi! È molto più sicuro di qualunque altro proprio perché nessuno lo controlla.

## ***MEGLIO DELL'ORO***



Molti hanno paragonato le criptovalute ad altri beni rifugio, primo fra tutti il principale tra di essi: l'oro. Il paragone non è fuori luogo. Ma c'è un'importante differenza: la quantità in commercio dell'oro è controllata dalle banche centrali, che ne posseggono una forte quota del totale di loro forzieri. Dunque il prezzo dell'oro è controllabile. Quello delle criptovalute invece dipende solo dalla domanda e dall'offerta. E probabilmente l'ascesa dei prezzi è funzione del combinato disposto di domanda a fini protettivi, riservatezza, assenza di fiscalità sui guadagni in conto capitale, offerta limitata e non manovrata che l'ondata di capitali in fuga dalle borse (giudicate troppo care) a caccia di strumenti di investimento alternativi. I valori sono esplosi anche perché l'offerta di criptovalute è direttamente dipendente dalla circolazione della stessa, attraverso un complicato meccanismo chiamato "estrazione mineraria" (mining), anch'esso basato su regole chiare e sull'impossibilità oggettiva di infrangerle.

Con quelle regole la protezione dalla diluizione del valore intrappolato nelle criptovalute è praticamente assoluta. E allora ecco che ci avviciniamo a farci un'idea delle ragioni dell'ascesa: niente costi di trasporto, niente rischi di detenzione, niente tasse e niente controlli. Le criptovalute nascono con la caratteristica di adattarsi perfettamente al contesto generale del commercio elettronico senza frontiere. Soprattutto quando riguarda oggetti smaterializzati (come i titoli azionari) o servizi di ogni genere, digitalmente forniti.

## ***UNICI NEMICI: GOVERNI E DEFLAZIONE***

Resta però il rischio (Non banale a questi livelli) che l'aereo che si è alzato in volo torni a terra: che l'interesse verso tali strumenti arrivi a rarefazione, vuoi per normative al riguardo vuoi per qualche altro fattore come un ritorno della deflazione, che spinge al

ribasso le quotazioni dei beni rifugio e incita gli investitori ad andare a cacciare rendite “sicure”, al riparo dal calo generalizzato delle quotazioni. Se dovesse affacciarsi all’orizzonte nuovamente uno scenario di Stagnazione Secolare come quello dipinto da Larry Summers (<http://larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/>) in un famoso intervento del 2016 è possibile che il contesto generale, oggi così favorevole alla diffusione delle criptovalute, possa mutare radicalmente. La sensazione però è che un tale scenario non sia dietro l’angolo.

**Stefano di Tommaso**

---

## ESUBERANZA RAZIONALE?



**IL NOBEL A RICHARD THALER PUÒ SPIEGARSI CON IL TENTATIVO DI DARE RISPOSTE AL TEMA DELL’ESUBERANZA IRRAZIONALE DEI MERCATI FINANZIARI? E SE FOSSE IL CONTRARIO?**

L’altro giorno leggevo tra i commenti all’ultima premiazione della fondazione Nobel per gli studi economici quelli che fanno riferimento ad un semplicissimo sito web gestito da un altro premio Nobel per l’economia: Robert Schiller. Il nome del sito internet “<http://irrationalexuberance.com/main.html?src=%2F#4,0>” parla già da solo. Esso si limita ad esporre, accanto alla copertina del famosissimo libro omonimo (vedi immagine copertina), soltanto due grafici: quello dell’andamento dell’indice azionario Standard & Poor di Wall Street (Insieme a quello dell’andamento degli utili aziendali) e quello del rapporto prezzo/Utile insieme all’andamento dei tassi di interesse.



Anche il premio Nobel elargito in precedenza a Robert Shiller riguardava la “Finanza Comportamentale”. Dunque questo tema è percepito dal mondo accademico nonché dai

giurati del premio Nobel come uno di quelli davvero importanti in un momento come questo.

## ***I GIUDIZI ED I COMPORTAMENTI UMANI NON SONO DEL TUTTO RAZIONALI. NEMMENO QUANDO CREDONO DI ESSERLO***

Il ragionamento di fondo di Schiller e Thaler osserva che il comportamento umano non può essere rappresentato con la sola logica delle aspettative razionali e I modelli economici di conseguenza non possono non tenerne conto. Solo che quel “tenerne conto” può non andare soltanto nella direzione di predire lo scoppio delle bolle speculative. Può invece anche essere interpretato all’opposto per riuscire a comprendere come mai le borse continuano a salire.

Andiamo infatti a leggere cosa ci raccontava Shiller nel suo libro, pubblicato nel 2000 (quando I mercati finanziari avevano toccato un altro picco massimo): che se si vuole interpretare correttamente l’andamento delle Borse Valori bisogna necessariamente tenere conto anche delle psicologie (e non solo delle argomentazioni razionali) le quali aiutano non poco a fabbricare ogni genere di bolle speculative sui mercati. Il libro spiega anche che alla fine le bolle esplodono sempre, anche se a volte in tempi più lunghi del solito.



Questi grafici così sintetici e quasi silenziosi ci raccontano però anche dell’altro: se andiamo a guardare il rapporto prezzo utili cui si riferiscono le attuali quotazioni borsistiche, non c’è dubbio che siamo oggi ben lontani dai massimi del 2001, poco prima che finisse l’era della prima “New Economy” e il mondo cambiasse per sempre. Più esattamente su quel rapporto, rispetto ai massimi siamo a metà strada, mentre i tassi di interesse a lungo termine (la linea rossa) sono invece arrivati in picchiata ai minimi di sempre più o meno un anno fa, nonostante le intenzioni più volte espresse dai banchieri centrali di tutto il mondo, concordi con la necessità di continuare a tirarli un po’ su, dal momento che neanche negli anni trenta si erano visti così in basso.

## ***E SE LE ATTUALI QUOTAZIONI DI BORSA RISPECCHIASSERO LA “NUOVA NORMALITÀ”?***

Dunque da un lato le azioni quotate a Wall Street non risultano poi così care se comparate con I profitti che esse esprimono, dall’altro lato i tassi sono oggettivamente bassi e dunque

essi giustificano (almeno in parte) delle quotazioni più elevate a parità di tutto il resto. Come dire che la bolla speculativa alla fine scoppierà ugualmente, ma di strada da fare per gonfiarsi ancora potrebbe averne ancora tanta. Allora in questo caso ciò che sembra davvero irrazionale è il timore di un crollo, non il suo opposto.

A proposito dei tassi di interesse bisogna poi ricordare che quelli che contano davvero sono I tassi reali prospettici, cioè quelli futuri e al netto dell'inflazione. Per soppesare il livello dei tassi di interesse reali e tenerne conto nel chiedersi come attualizzare i profitti futuri sono perciò importanti le aspettative di inflazione, che fino a qualche giorno fa sembravano puntare verso l'alto mentre poi è arrivata l'ennesima doccia fredda che gli economisti non riescono a spiegare se non con il salto quantico della digitalizzazione.

### ***TASSI, CRESCITA E INFLAZIONE***

La crescita economica infatti si accompagna di norma a un surriscaldamento dell'economia che porta qualche tensione sui prezzi al consumo perché aumenta la propensione alla spesa da parte dei consumatori che si ritrovano con un reddito maggiore. Questo sarebbe particolarmente evidente negli Stati Uniti d'America dove l'economia cresce oramai da più di sette anni ( altrove solo negli ultimi tempi l'economia è tornata a crescere ) e la disoccupazione è giunta ai minimi storici, eppure l'inflazione non risale. Senza di essa I tassi di interesse reale attuali, pur bassi, non sono nulli e pertanto hanno più probabilità di restare a livelli simili a quelli attuali.

Dunque I profitti futuri vanno attualizzati a tassi bassi e -in generale- giustificano maggiormente le quotazioni stratosferiche di molte società quotate.

Poi ovviamente per giudicare se le valutazioni espresse dalle borse appaiono o meno eccessive, dipende anche da ciascun settore di appartenenza. Tipico è il paragone che si fa tra I moltiplicatori degli utili di due titoli che sono chiaramente molto grandi ed esprimono business all'avanguardia e globalizzati, sono percepiti entrambi come titoli "tecnologici" ma appaiono tuttavia agli investitori molto diversi tra loro: Apple e Alphabet (Google). Il Financial Times di stamane faceva notare che la prima, dal momento che buona parte dei suoi utili arrivano dagli apparati cellulari, viene considerata "cara" dal mercato al prezzo di 15 volte gli utili mentre la seconda, I cui profitti derivano per oltre l'80% dalla pubblicità online, quota tranquillamente (e da tempo) ben 27 volte gli utili. Le aspettative di crescita della prima sono infatti diverse da quelle della seconda.

### ***MORALE***

Per giudicare eccessive le valutazioni del mercato bisogna prima stabilire quale tasso di crescita dell'economia riduce il fattore di sconto dei profitti futuri. E se quel fattore prima

di tener conto della crescita già partita da un livello basso in assoluto, è sufficiente attendersi una lieve crescita prospettica del. Inteso economico per valutare molto più caro un titolo quotato. E nessuno può negare che, con una previsione di crescita economica globale vicina al 4% nell'anno in corso, le aspettative di crescita ulteriore dei profitti sono più che giustificate. Casomai perché il sistema prezzi/tassi/aspettative sia sostenibile bisogna che restino vere tanto le prospettive di un' inflazione limitata quanto quelle di un forte interscambio internazionale, fattore essenziale anche per tenere viva la prospettiva di importanti profitti aziendali. Diverso sarebbe infatti se quelle premesse mutassero.

Tornando alle aspettative-non-esattamente-razionali, appare possibile che se pensiamo di poter giudicare gli eventi sulla base di ciò che è successo in passato stiamo tralasciando quasi certamente una parte della verità. I lavori di Richard Thaler riguardano proprio la verifica del fatto che gli esseri umani si basano moltissimo sul comportamento passato per fondare le loro decisioni, anche quando chiaramente il futuro non rassomiglia più al passato.

Nonostante Thaler abbia espresso chiaramente il suo disappunto per il livello da lui giudicato eccessivo delle borse odierne, resta il fatto che le sue teorie possono funzionare anche all'opposto. Cioè nell'indicare "a prescindere " come eccessivi i livelli borsistici attuali solo perché in passato non si era vissuto un salto quantico nello sviluppo economico (delle economie emergenti) come quello attuale. Nessuno può vantare delle certezze al riguardo ma il beneficio del dubbio deve continuare ad animare la ricerca della verità!

***Stefano di Tommaso***

---

**LA DISCIPLINA DELLA CRISI  
D'IMPRESA IN ITALIA È LONTANA DA  
UNA VERA SVOLTA**



***Ho provato a analizzare le modifiche apportate alla disciplina della crisi d'impresa, ma ne sono rimasto profondamente deluso. Tutte le novità sono indubbiamente (e finalmente) onorevoli tentativi di orientare le procedure verso il salvataggio delle aziende e dei posti di lavoro che esse rappresentano (più che verso la punizione dell'insolvenza), ma mentre le leggevo un quesito è avanzato sopra ogni mia altra considerazione: ma è mai possibile che nessuna delle normative adottate con successo in tutto il resto del mondo si possano importare nel nostro ordinamento?***

Siamo forse noi Italiani più bravi e più precisi degli altri da non essere interessati a ciò che è già stato testato, lubrificato e verificato altrove?

Abbiamo bisogno di sì tanta "hubris" (tracotanza) da arrivare a giudicare inutili, arretrate o inefficaci le norme meglio testate nei paesi più sviluppati dove un'impresa che resta viva o un imprenditore che ci riprova (perché non è perseguitato dalla giustizia e dalle parcelle degli avvocati) contribuiscono già in maniera decisa a ridurre il bisogno di intervento a sostegno dei salari da parte dei fondi di previdenza pubblica?

Dobbiamo davvero affidare all'attenta lettura del giudice la valutazione della bontà dei piani industriali presentati a supporto del salvataggio? Hanno forse studiato tutti alla Bocconi economia e management? O invece per la maggior parte i giudici della sezione fallimentare (sì, questa non ha cambiato nome) sono ex Pubblici Ministeri, perdipiù spesso con decise convinzioni e aderenze politiche (quantomeno nell'ambito del partito prevalente della magistratura: "Magistratura Democratica")?

E già, tocca far notare che le riforme che si susseguono nella disciplina in questione riguardano la norma, le modalità di approccio alla giustizia, i diritti dei creditori, la forma della presentazione dell'istanza tutelare, la possibilità di accorpate diverse iniziative (eccetera) ma non riguardano mai la magistratura, le carriere di chi è chiamato a giudicare, la loro preparazione, la tempistica che dovrebbero rispettare nell'esaminare le vicende. Mai. La Magistratura non si tocca! E ci mancherebbe! Cosa c'entrano i giudici con le procedure concorsuali?

Nemmeno in ambito europeo, che di solito impone una certa armonizzazione delle norme, si è pensato di imporre sistemi come quello germanico, nel quale l'impresa viene affidata a terzi imprenditori per tutta la durata del procedimento giudiziale. Nessuno ha pensato di far rassomigliare di più il nostro articolo 182bis al Chapter 11 dell'ordinamento americano. Nessuno si è posto il problema di come assicurare (davvero) all'impresa le risorse finanziarie essenziali per sopravvivere nel momento della crisi. Nessuno ha chiarito come risparmiare i manager del salvataggio dalla gogna mediatica e dai rischi penali.

In Italia non esiste soltanto la Casta dei politici, non solo quella dei Magistrati, dei Notai o della Guardia di Finanza. No. Tra le mille corporazioni medioevali ne esiste una informale e potentissima che riguarda i professionisti dei fallimenti. Spesso abili e ben introdotti nelle Cancellerie tribunalizie, sono individui che ne fanno una missione di vita (e una fonte lucrosa di reddito), inscalfibili persino in sede legislativa, che non ha alcuna intenzione di veder superati i propri privilegi attraverso una semplificazione e un'armonizzazione della normativa già solo a quella d'oltralpe.

Chi ci rimette come sempre sono i più deboli, quelli che restano nella precarietà e nell'emarginazione, specie se hanno cinquant'anni o più e sono ancora lontani quasi un paio di decenni dal privilegio della pensione (che invece i parlamentari guadagnano in un paio di annetti di servizio al partito).

Chi ci rimette sono anche i risparmiatori, che vedono fuggire all'estero le menti migliori, i capitali per gli investimenti, le competenze finanziarie e i mercati di sbocco di merci e servizi (a causa del fatto che la gente in precarietà spende meno).

Chi ci rimette sono anche le imprese, che devono riempire faldoni infiniti di firme nei moduli che le banche sottopongono loro per prevenire ogni guaio. Che vedono sempre meno credito e sempre più problemi fiscali a causa della vorace idrovora pubblica. Chi ci rimette sono le pensioni future perché con i blocchi e i licenziamenti collettivi esse si riducono. Chi ci rimette sono i giovani, che piuttosto che andare a lavorare in un carrozzone in crisi scelgono la via dell'estero e lo stimolo di qualche startup innovativa. Magari finanziata con i risparmi in fuga degli Italiani !

***Stefano di Tommaso***

---

# LE BORSE DIVENTERANNO PIÙ SELETTIVE SULLA BASE DEI PROFITTI INDUSTRIALI



***Il dibattito sulle iper valutazioni delle imprese, che emana dallo struggimento degli operatori delle borse valori alle prese con il più enigmatico di tutti i lunghi cicli borsistici di rialzo degli ultimi decenni, si concentra oggi sulla possibilità che, nonostante i corsi azionari abbiano superato di slancio tutti i massimi storici precedenti, in realtà i profitti delle imprese possano in futuro risultare in grado di correre ancora più in alto, giustificando dunque nel tempo ciò che oggi sembra eccessivo.***

Da tempo chi scrive sostiene un'ardua tesi: gli investitori sono da troppo tempo alla ricerca di valide alternative alle scelte di asset allocation praticate sino ad oggi perché i corsi azionari attuali arrivino a sgonfiarsi in un baleno. Sebbene sinora i fatti sembrano aver dato ragione a questo assunto, se vogliamo evitare di cadere nel ridicolo con affermazioni fideistiche non possiamo che cercare delle risposte a una domanda di fondo: quali e quante imprese stanno effettivamente moltiplicando la loro redditività? Non tutte evidentemente!



Ovviamente non si può prescindere dai presupposti fondamentali che stanno pilotando da oramai otto anni la corsa al rialzo dei valori mobiliari:

- i tassi straordinariamente bassi ma contemporaneamente la bassissima inflazione rilevata,
- la grande liquidità disponibile sui mercati che è seguita alle politiche monetarie espansive,
- la “congestione dei risparmi” di un’intera generazione di “baby boomers” che si approssima alla pensione e che riversa sui mercati una domanda eccessiva di carta

finanziaria,

- l'ampiezza delle oscillazioni negative precedenti,
- la grande ripresa economica globale in corso,
- l'aspettativa che i profitti delle imprese continuino a moltiplicarsi.

Sebbene l'argomento dei profitti aziendali non sia l'unico a tenere alte le quotazioni borsistiche, forse esso dal punto di vista microeconomico merita qualche ulteriore approfondimento perché il dibattito in questione ha effettivamente preso corpo a seguito di un'impennata degli utili delle grandi corporation quotate a Wall Street e tutti si chiedono se, conseguentemente, c'è da attendersi la stessa impennata anche per le altre imprese nel mondo, fino alle più piccole e alle meno globalizzate (ad esempio le PMI dei paesi emergenti) e, a maggior ragione, fino a quelle meno tecnologiche.

## **LE SUPER VALUTAZIONI DELLE AZIENDE TECNOLOGICHE**



La corsa della tecnologia sembra infatti avere molto a che vedere con le iper valutazioni espresse da Wall Street: sono soprattutto i grandi colossi tecnologici e i dominatori di internet quelli che hanno pesantemente alzato la media delle valutazioni. Le quotazioni borsistiche di questi ultimi viaggiano a multipli di prezzo che superano le duecento volte gli utili. La famosa media del pollo di Trilussa è sempre in agguato dunque è ciò che può giustificarsi nel caso di quei colossi globali potrebbe non essere valido per le imprese periferiche e meno tecnologiche.

I mercati finanziari infatti, se nei prossimi giorni non esprimeranno addirittura una più o meno pesante correzione, quantomeno è probabile che proveranno a ragionare sull'ennesima "rotazione" dei portafogli azionari, allo scopo di selezionare meglio le proprie scelte e, auspicabilmente, di provare a diversificare il più possibile i rischi sistemici del possedere asset finanziari che sembrano a tutti troppo "cari".

Ma ricordiamoci che sono molti molti mesi che i grandi investitori (e sinanco i banchieri centrali) ci ripetono la stessa solfa: l'eccesso di ottimismo che si registra nelle borse porterà presto ad una loro discesa e, dal momento che quel "presto" non arriva mai, da queste colonne nei mesi scorsi abbiamo più volte ironizzato sul tema con analogie letterarie come "Aspettando Godot" o "Il Deserto dei Tartari"! Il punto è che nessun ciclo borsistico può durare in eterno e nessun gestore di portafogli di investimento può permettersi di non chiedersi cosa succederà dopo che quello attuale si sarà esaurito.

Al riguardo c'è chi afferma con certezza che chi investe a questi livelli otterrà scarsi risultati in futuro, chi esprime una fede indiscriminata verso la crescita economica globale che supporta le valutazioni estreme dei mercati, e chi continua a scavare sul fronte della giustificazione razionale delle valutazioni elevate, per trovare non solo risposte al quesito fondamentale sopra descritto (cosa succederà “dopo”) ma anche per riuscire individuare nuove strategie di investimento o nuove ragioni per “ruotare” ancora una volta i portafogli titoli.

## **I SETTORI PIÙ INTERESSANTI E QUELLI MENO**



Scendiamo perciò nel dettaglio dei principali settori economici:



1. Le maggiori imprese supertecnologiche (come Tesla, ad esempio) scontano nelle loro valutazioni la capacità di raggiungere risultati clamorosi in grado di ridefinire il mercato della mobilità personale e quello degli accumulatori di energia di nuova generazione. Quanto tale fiducia sia ben riposta è difficile dirlo, ma resta l'ineluttabilità del fatto che quelle imprese sembrano destinati a cambiare più radicalmente e più velocemente del previsto i loro mercati di sbocco. Casomai i dubbi degli investitori riguardano la presunzione di relativa inerzia dei produttori tradizionali di autoveicoli e sistemi di energia (tutte da dimostrare) e la presunzione di forte capacità organizzativa e industriale da parte di imprese come quella del tetragono Elon Musk di riuscire a realizzare le quantità richieste dal mercato nei tempi annunciati. Qualora le risposte a tali dubbi siano positive, quanto spazio di mercato resterebbe allora alle altre imprese che si sono buttate all'inseguimento dei leader globali? La mia personale convinzione è che non tutti gli operatori super tecnologici riusciranno infatti a tramutare le loro mirabolanti innovazioni in forti profitti e, in un mondo sempre più globalizzato, i leader mondiali di mercato sono dunque quelli più probabilmente in grado di riuscire a raccogliere i maggiori frutti della loro “brand awareness”. Perciò quanto sopra può valere tranquillamente anche per Amazon, per Google, Apple e Tencent e può dunque fornire un deciso supporto razionale alle astronomiche valutazioni di borsa che essi esprimono;

2. Le imprese invece che fondano sì i loro punti di forza sulla rete internet, ma scommettono soprattutto sulla loro capacità di moltiplicare la clientela e i profitti grazie

alla mera digitalizzazione e al business che ne consegue di sostituzione delle attività tradizionali (ad esempio gli operatori dell'entertainment come Netflix quali valide alternative a quelli come Sky di Rupert Murdoch), secondo la mia umile opinione rischiano grosso: non è così scontato che i loro predecessori non saranno in grado di rinnovarsi velocemente!

3. Lo stesso può valere per i nuovi colossi del commercio elettronico come Alibaba e Zalando, che rischiano di incontrare decisi ostacoli nel loro processo di cambiamento delle abitudini della gente al riguardo della distribuzione commerciale perché l'umanità è molto conservativa se il possibile rinnovamento delle abitudini della gente non porta anche dei radicali miglioramenti nella vita quotidiana. In molti casi perciò è ragionevole porre qualche dubbio su talune mirabolanti valutazioni di titoli come Netflix laddove esse non siano congiunte a vantaggi radicali nella vita di tutti i giorni.

4. Un ragionamento invece a favore delle supervalutazioni che oggi il mercato esprime può riguardare i leaders globali nei mercati del lusso e del lifestyle, come ad esempio Ferrari o LVMH, che storicamente si sono sempre mostrati in grado di saper raccogliere la sfida del rinnovamento ma che poggiano le loro pretese di mercato su una loro potentissima "brand awareness". Per essi l'avanzata delle economie emergenti e lo sviluppo demografico e sociale dell'umanità sono fonte probabile di ulteriori soddisfazioni rispetto ai rispettivi "follower" di mercato e per quanto pazzi possano risultare i prezzi da essi praticati, è possibile che i loro ampi margini restino sostenibili.

5. Al contrario per molte delle grandi imprese che oggi risultano leader nei settori B2B (business to business) ci sono seri dubbi circa la sostenibilità di elevate valutazioni di mercato perché ogni minima novità di mercato potrebbe propagarsi, negli ambiti professionali, alla velocità della luce.

6. Ciò può valere per le compagnie aeree, per colossi informatici come la IBM, per i giganti dell'industria di base come Thyssen o General Electric, o sinanco per i grandi (e innovativi) produttori di sistemi informatici come SAP o Oracle e persino come i grandi produttori di beni di largo consumo come Hewlett-Packard o Samsung la cui offerta commerciale non risulti tuttavia "iconica", a prescindere da quanto capaci siano di cavalcare le innovazioni. In molti di quei settori la concorrenza dei nuovi astri nascenti provenienti dal sud est asiatico o la possibilità che nuove proposte a valore aggiunto provengano da soggetti completamente nuovi rischia di porre dei limiti alla corsa nel tempo dei loro profitti.

## **I CRITERI DI SELEZIONE DEI SETTORI INDUSTRIALI**

La vera discriminante nell'analisi delle effettive capacità di moltiplicazione dei profitti

prospettici non sembra perciò l'eccesso di valutazioni ai prezzi attuali delle maggiori imprese quotate, quanto la loro capacità di mantenere la testa della competizione nel loro settore industriale con i margini economici che ne conseguono (vedi Apple), la loro capacità di esprimere un'effettiva brand awareness globale, e soprattutto la possibilità che la loro capacità di fare business in maniera del tutto nuova possa riuscire ad estendersi a sempre nuove categorie di prodotto (vedi Amazon) mentre al contempo su quelle meglio presidiate vengono lentamente alzate barriere all'entrata dei nuovi competitors.

Al contrario in buona parte dei settori industriali rivolti al B2B e in quelli meno protetti da nicchie di mercato e situazioni fortemente localizzate nemmeno le imprese maggiori potranno mantenere il passo con le attuali valutazioni e la possibile avanzata della deregolamentazione globale potrebbe mettere in discussione molte aziende leader industriali dei nostri giorni. Le stesse argomentazioni non lasciano purtroppo molto spazio alle supervalutazioni che le borse praticano di molte imprese troppo localizzate o troppo piccole, che dovranno affrontare difficoltà ulteriori nel reperire le risorse per la crescita dei propri profitti. Temo anzi che i fattori di sconto nei prezzi di tali imprese dovranno accrescersi.

I veri rischi degli investitori perciò non risiedono nell'ampiezza dei moltiplicatori di prezzo pagati oggi in borsa, bensì nella rispondenza di tali valutazioni alla loro capacità propulsiva a livello globale e nel cavalcare le grandi ondate di modificazione delle abitudini della gente.

Se queste considerazioni significano che in media i valori azionari sino ad oggi espressi dalle borse potranno proseguire la loro corsa o dovranno necessariamente ridursi in futuro, è materia che qui lasciamo alle personali valutazioni di ciascun lettore. È mia personale convinzione che in assenza di forti scossoni geopolitici o relativi a grandi catastrofi invece i mercati finanziari possano proseguire la loro navigazione relativamente indisturbati, ma che saranno necessariamente costretti a proseguire nel processo di selezione dei migliori asset, così come potranno beneficiare ancora a lungo della relativa calma che regna sui titoli a reddito fisso.

I fattori fondamentali all'opera oggi per tenere bassi i tassi di interesse è possibile che non verranno rimossi nel prossimo futuro. Per prevedere quello più remoto invece ci stiamo ancora attrezzando...

**Stefano di Tommaso**