# BORSE GIÙ:DOPO I BRIVIDI CHE FARE?



Proseguono per le borse i temporali estivi: la settimana che si è appena conclusa è stata una delle peggiori dell'anno in corso: in media le borse mondiali hanno perduto quasi il 2%, sebbene avessero guadagnato molto di più in precedenza. Cosa succede? Lo scenario è cambiato?

#### **► LA CONGIUNTURA È SFAVOREVOLE**

È relativamente facile rispondere stavolta: probabilmente no. Le ragioni sono altre: tutti sanno che a una congiuntura internazionale particolarmente sfavorevole (variante Delta del COVID-19, inflazione, rincaro dei trasporti, incendi, inondazioni, colpi di stato e nuove tensioni internazionali) si sarebbero sommate la perplessità delle banche centrali circa l'effettiva utilità di ulteriori importanti stimoli monetari, e soprattutto si sarebbe sommata l'elevatissimo

livello di quotazioni raggiunto dalle borse fino alla metà d'Agosto e la conseguente prudenza degli operatori del mercato nonché il desiderio di monetizzare i guadagni accumulati in precedenza!





#### LA CINA HA AFFOSSATO I TECNOLOGICI

A questi livelli di prezzo (soprattutto per ciò che riguarda i cosiddetti "titoli tecnologici", molti dei quali colpiti a loro volta dalla scure della nuova politica industriale cinese) è

chiaro che gli investitori professionali ed istituzionali non vedevano l'ora di alleggerire le loro posizioni. Ma le brutte notizie sono fioccate tutte insieme, e forse sarebbe bastato anche molto meno per scuotere un albero già troppo carico di frutti! L'instabilità del mercato azionario internazionale era ben chiara da almeno un paio di mesi in funzione principalmente degli eccessi raggiunti e, come si può vedere dal grafico sotto riportato, almeno già un paio di volte il mercato aveva subìto importanti correzioni.

#### F.O.M.O & T.I.N.O.

×

Sono due motti ben noti agli addetti ai lavori e hanno congiurato a favore dell'ennesimo rialzo messo a segno fino alla metà Agosto dalle borse: la paura di restare fuori dalle ennesime splendide occasioni di rialzo (FOMO: fear of missing out) e, al tempo stesso, la quasi impossibilità di reperire alternative di investimento alle azioni quotate, causa tassi bassi e dividendi elevati (TINO: there is no alternative). Ma la legge di gravità è difficile sconfiggerla, soprattutto quando pesanti nuvoloni si accumulano sullo scenario economico e geo-politico internazionale e il COVID morde ancora l'economia.

#### E ADESSO COSA SUCCEDE?

Si potrebbe chiosare con un "tanto tuonò che piovve". Ma la vera domanda -quella di sempre- è : cosa succede dopo? Lo scivolone è destinato a continuare indefinitamente oppure è soltanto l'ennesima conferma del fatto che la volatilità dei listini borsistici, a questi livelli da brivido, non può che accrescersi decisamente (si veda più sotto il grafico dell'indice di volatilità dei corsi azionari più noto al mondo: il "VIX").

#### LA VOLATILITÀ È DESTINATA A CRESCERE

Chi scrive è fortemente a favore di questa seconda tesi (è soltanto aumentata la volatilità), a prescindere dalle chances che ha l'economia globale di poter proseguire anche nella seconda parte dell'anno nella crescita vissuta nella prima metà del 2021. Sulle quali chances non può esservi alcuna certezza (soprattutto in funzione del propagarsi della pandemia che rischia di riportarci in autunno a nuove limitazioni sociali). Le borse dunque potrebbero continuare a galleggiare sui massimi di sempre anche in presenza di brutte notizie per l'economia reale.



E poi accanto alle preoccupazioni per la ripresa dei contagi ci sono anche dei dati positivi che provengono dalla stessa America dove la variante Delta sta colpendo maggiormente. Ad esempio occorre notare che negli USA la produzione industriale a Luglio è cresciuta di quasi l'1% rispetto al mese precedente, battendo le attese degli economisti.

Ma se la volatilità degli indici di borsa è aumentata e lo scenario congiunturale non è al tempo stesso significativamente cambiato, allora probabilmente ciò che scende è destinato a rimbalzare e ciò che sale è destinato a ricadere. Semplicemente c'è troppa energia nel sistema finanziario, drogato dall'eccessiva liquidità in circolazione, perché esso rimanga stabilmente in crescita.

#### L'INFLAZIONE PERSISTE

Ma lo scenario globale sta anche cambiando, in peggio. E se nessuno sa di quanto, nemmeno possiamo affermare che si tratti di mera apparenza: almeno per l'inflazione il mondo si incammina a grandi passi verso una relativa stabilizzazione dell'incremento registrato sino ad oggi nei prezzi delle materie prime, dell'energia, dei noli marittimi ed aerei, del costo del lavoro e fors'anche delle tasse, seguendo una tendenza inaugurato con il successo dei democratici negli Stati Uniti d'America. Nell'Unione Europea a Luglio è salita al 2,5%, dal 2,2% di Giugno.

#### ×

Sebbene l'ascesa dei prezzi estiva (soprattutto quella americana) dovrà anch'essa necessariamente sottostare alla citata forza di gravità, indubbiamente i nuovi livelli di costo di molti fattori produttivi non potranno che finire per scaricarsi a valle sui prezzi al consumo.

Al momento perciò non si può ancora presumere che lo scenario economico mondiale sia molto peggiorato, nè che i profitti aziendali (soprattutto quelli delle società quotate, le più grandi e le più tecnologiche del pianeta) saranno necessariamente devastati dall'aumento dei costi, nè infine che i consumatori per una lunga serie di ragioni interromperanno bruscamente la loro voglia (o necessità) di tornare a spendere.

#### ×

Questa è ovviamente soltanto un'opinione. Ma se anche le cose stessero così, i mercati finanziari non potrebbero non registrare l'esigenza di tenere conto del fatto che i rendimenti reali dei titoli a reddito fisso sono sotto il pavimento e che le cedole dei titoli obbligazionari vengono oramai spesso sostituite dai dividendi dei titoli azionari. Ma ovviamente anche questa è un'esagerazione indotta dalla politica monetaria delle banche centrali che non potrà durare per sempre.

#### **DUNQUE I TASSI SALIRANNO**

Anche eccessi di prezzo andati in scena per i titoli più fortemente legati alle tecnologie o alle aspettative cicliche di crescita dell'economia, dovranno prima o poi confrontarsi con la

realtà dei fatti. Che sono relativamente rassicuranti. Ma oggi l'incertezza per il futuro - tanto a livello geopolitico quanto sul piano delle previsioni relative all'economia reale- è sicuramente aumentata. Anche perché è possibile, se non addirittura probabile, che i tassi d'interesse (almeno quelli a breve termine) possano tornare a segnare qualche tacca in più, quantomeno per tenere conto dell'inflazione dei prezzi. Con la conseguenza che i moltiplicatori dei redditi futuri che segnano il prezzo delle azioni dovranno inevitabilmente tenerne conto, limitando le aspettative di rialzo generalizzato dei listini borsistici.

#### DOVE INVESTIRE ? I SETTORI PIÙ FAVORITI

Ma se questo è vero in generale è anche vero che non si può fare lo stesso discorso per ciascun settore industriale né per ciascun comparto borsistico: i titoli finanziari per esempio potrebbero addirittura beneficiare di questa situazione (sempre che non arrivi un'altra recessione), così come i titoli legati alla produzione di energie da fonti rinnovabili non potranno non tenere conto di un'incrementata necessità di accelerare il cambiamento per limitare i danni climatici.

Se inoltre c'è carenza di componentistica elettronica nel mondo, è altrettanto intuitivo che i grandi operatori di quel settore potranno incrementare i loro guadagni, così come l'industria farmaceutica non potrà non registrare una nuova scarsità di vaccini e cure mediche traendone profitti aggiuntivi.

Se non sembra il caso di comperare quote di fondi di investimento legati agli indici borsistici (perché potrebbero segnare scarsi guadagni) al di sotto della superficie sono probabilmente in corso ugualmente grandi sommovimenti sui comparti più favoriti dalla congiuntura. Come sempre in definitiva, il diavolo sta nei dettagli. Così come le opportunità di guadagno si annidano altrove, ma non sono scomparse. Basta soltanto non fare di ogni erba un fascio!

#### Stefano di Tommaso

# LA LIQUIDITÀ SOSPINGE AGGREGAZIONI, VALUTAZIONI E DIMENSIONI DELL'INDUSTRIA



Chi ricorda il motto degli anni '80: "piccolo è bello"? Più nessuno ormai, a giudicare dai fatti! La grande liquidità in circolazione fornisce munizioni alla grande finanza che a sua volta provoca un vero e proprio terremoto nell'industria dove -come si soleva dire con un sorriso- le dimensioni contano! Quest'anno le fusioni e acquisizioni prendono il volo, ma buona parte sono generate dall'intensa attività del "venture capital" (il capitale di rischio destinato dai fondi d'investimento a sostenere le "start-up" e le innovazioni tecnologiche) e del "private equity" (il capitale di rischio destinato dai fondi d'investimento all'investimento in società non quotate).

#### ×

La parte del leone quindi non la fanno le imprese, bensì la grande finanza, che seleziona e sostiene i fondi d'investimento privati destinati alle imprese piccole, medie o addirittura neonate. I listini azionari delle borse valori sono spesso una cosa completamente diversa perché i fondi d'investimento oltre a investire nel capitale delle imprese, nel giro di qualche anno devono anche disinvestire con un bel guadagno, cosa sempre più difficile quando si intensifica la concorrenza per acquisire le aziende migliori.

#### ×

La compravendita delle aziende dunque accelera con l'ampliamento dell'attività del Private Equity, per due grandi motivi:1) i fondi oltre che acquisire le partecipazioni devono anche cederle, e 2) per riuscire a creare valore che permetterà di accrescere quello delle imprese partecipate il private equity deve inventarsele tutte, e in particolare deve poter beneficiare

dell'efficienza che si genera nell'ambito delle aggregazioni industriali .

#### ×

Con la crescita delle dimensioni aziendali crescono di conseguenza anche le *valutazioni d'azienda*, tanto perché molti dei capitali investiti dai grandi operatori di Private Equity sono di fatto disponibili soltanto per le imprese di grandi dimensioni, quanto per il principio generale della maggiore efficienza che può generarsi dalle aggregazioni industriali. Ma le valutazioni d'azienda crescono anche per un altro semplice motivo : la domanda di quote di capitale delle migliori imprese supera ampiamente l'offerta, facendone innalzare i prezzi.

#### ×

A prima vista sarebbe difficile prendersela con questo processo: chi investe vede che il modello di business del Private Equity funziona e gli affida sempre più risorse. Chi opera nel Private Equity investe quei capitali e, dopo aver individuato business interessanti, inizia ad aggregare altre imprese intorno alla prima per fare efficienza e accrescere il valore delle società su cui ha investito. La concentrazione industriale provoca indubbi benefici ed è altrettanto indubbio che la grande finanza fornisca munizioni ai fondi d'investimento per guadagnare dalla creazione dei nuovi campioni industriali dell'efficienza e dei profitti. Il punto però è che gli investimenti nel capitale di rischio delle imprese lontane dai riflettori della borsa sono indubbiamente a rischio e che le scommesse industriali non sempre hanno successo. L'incremento delle disponibilità dei fondi d'investimento insomma accresce la propensione al rischio degli investitori e delle imprese, limitando la possibilità di riuscire ad acquisire soltanto i business migliori.

#### ×

E se ciò è vero per l'industria in generale, è ancor più vero per i comparti supertecnologici, dove non soltanto si sono già creati i maggiori giganti del mondo (le tre più grandi imprese del mondo sono tutte iper-tecnologiche: Apple, Microsoft e Google), ma anche le valutazioni delle imprese high-tech sono schizzate alle stelle. Il comparto delle tecnologie indubbiamente promette molto bene e quindi in parte le valutazioni riflettono prospettive migliori, ma c'è anche il rischio che si crei una bolla speculativa oltre le ragionevoli attese.

#### ×

E quali sono le ragionevoli attese? Oggi non lo sa più nessuno: le prospettive per molti settori industriali più tradizionali non sono buone ma ci sono ugualmente ottimi guadagni da andare a fare aggregandole fino a creare dei campioni di efficienza o per altre caratteristiche, per ciascun settore. Poi c'è la variabile distributiva che normalmente

avvantaggia le maggiori dimensioni aziendali: molte imprese soffocano perché stanno perdendo lo sbocco al mercato, a favore di quelle che cavalcano i nuovi canali distributivi. Infine ci sono le imprese che utilizzano nuove tecnologie: neanche per loro la vita è facile perché in mercati in grande fermento la velocità di accadimento delle cose è massima! Idem dicasi per le cessioni e fusioni tra imprese: il panorama competitivo evolve molto velocemente con il rischio di lasciare indietro le imprese che non si muovono alla stessa velocità.

Ecco perché si incrementano il numero ed volume delle Fusioni & Acquisizioni: il capitale di rischio non manca ma funge da forte stimolo alle trasformazioni del business, all'integrazione verticale, alla ricerca spasmodica dell'efficienza. Il valore si crea soprattutto smontando e rimontando filiere di business e accordi distributivi, oltre che sperimentando e applicando nuove tecnologie! Chi si ferma muore.

#### ×

Qual è il rischio di tutto ciò? Ovviamente è quello dell'eccessiva concentrazione settoriale, che tende a creare monopoli e oligopoli a sfavore dell'utente finale. Ma il rischio è anche quello dell'eccessiva concentrazione della ricchezza in poche mani: molto spesso il ritorno del capitale investito nelle operazioni di aggregazione industriale è altissimo anche laddove i redditi delle imprese non sono ancora cresciuti proporzionalmente. Il risultato è che qualche altra impresa è costretta a chiudere e licenziare mentre la parte del leone la fanno coloro che hanno investito.

#### ×

Il limite a questa giostra dovrebbero essere le autorità anti-trust, che devono vigilare affinché le concentrazioni di potere finanziario non uccidano l'economia reale e non conferiscano troppo potere in poche mani, ma sappiamo come è andata sino ad oggi: esse hanno sostanzialmente abdicato al loro ruolo! In molti si sono chiesti quale sia il limite ma la verità è che non lo conosce nessuno: un distretto industriale in cui esistano soltanto piccole e medie imprese è indubbiamente meno efficiente di quello in cui si provocano concentrazioni industriali e si attragga capitale di rischio per tentare nuove strade e fare efficienza su quelle vecchie.



#### ×

Dunque entro certi limiti le concentrazioni industriali giovano persino alla società civile. La lotta al "trust" cioè ai cartelli oligopolistici in passato era più che altro rivolta ad impedire situazioni di monopolio che permettevano ai produttori di accrescere artificialmente i

prezzi a danno del consumatore finale. Oggi il problema non è quasi più quello: il vero problema sono le filiere di produzione e distribuzione, che controllano indirettamente il mercato e spiazzano chi non ne è parte. Dunque bisognerebbe rivedere anche il concetto di "Anti-Trust".

Ma il mondo intanto va avanti, e se nel corso del processo evolutivo dell'economia si genera più polarizzazione tra povertà e ricchezza, qualcuno se ne rattrista (come il sottoscritto) ma per le mani forti che governano il mondo ciò appare come un prezzo da pagare in nome del progresso. Un progresso che indubbiamente ha generato tanta ricchezza sino ad oggi, ma che rischia tuttavia di sollevare immense tensioni sociali se non verrà "gestito" anche da altri punti di vista.

Stefano di Tommaso

### IL BAROMETRO DELL'ECONOMIA



La transizione post-pandemia (sempre che l'avremo davvero messa alle spalle) appare quantomai confusa e le previsioni economiche che accompagnano l'attuale congiuntura sembrano altrettanto vaghe e disparate. Si va dall'ottimismo più sfegatato propinato dagli organi di stampa "governativi" di tutto il mondo fino al deciso pessimismo (spesso ben motivato) di taluni economisti giunti agli onori della cronaca per aver previsto le precedenti crisi economiche e che prevedono una lunga stagnazione dopo il rimbalzo attuale. Non mancano numerose sfumature di grigio da parte di analisti finanziari e strateghi degli investimenti, che fanno notare che l'inflazione potrebbe persistere sinanco in caso di

mancata crescita. Chi ha ragione? Ovviamente non lo sa nessuno ma qualche suggerimento pratico potrebbe provenire dalla disamina dell'andamento di taluni settori industriali, particolarmente sensibili ai cicli economici.

#### **QUALI PREVISIONI?**

Cominciamo con il dire che la divergenza degli scenari economici che si prospettano non riguarda soltanto la positività o la negatività delle previsioni, bensì anche le relative motivazioni, le modalità di sviluppo degli eventi nonché la loro velocità e l'ampiezza delle loro ricadute. Non si può insomma bollare l'attuale ripresa economica con una semplice convalida o un sostanziale rifiuto (asserendo che si tratti di mero rimbalzo tecnico). La questione è molto più complessa e alla fine rischia di essere irrilevante il risultato cumulativo netto dei molteplici "trend" macroeconomici che si sono sviluppati nell'ultimo anno e mezzo, mentre ciascuno di essi comporta importanti conseguenze pratiche.

Vediamo perciò quali sono, a partire dall'ovvia e incontrovertibile ripresa dei consumi che ha accompagnato la fine della "serrata" (traduzione letterale dell'abusatissimo termine straniero "lockdown") indotta dalla necessità di contrastare la pandemia.

In molti casi i consumi non sono soltanto di natura voluttuaria, bensì derivano da importanti esigenze pratiche, o dal cambio delle abitudini e delle prospettive. Tale appare principalmente la decisa ripresa delle vendite di beni durevoli: più importante della ripresa dei consumi di accessori, abbigliamento e beni alimentari, ma soprattutto fortemente indotta dal cambio di prospettive.

#### I FATTORI DI TENDENZA

Il contenuto tecnologico dei beni di consumo durevoli è peraltro molto più elevato di quello relativo agli altri consumi e, se andiamo a scavare sulla forte ripresa delle vendite dei primi, è spesso proprio la *necessità di aggiornamento tecnologico* la principale motivazione di acquisto. Ciò vale per le automobili come per le abitazioni (entrambe le categorie molto toccate inoltre dalla necessità di rivedere *l'efficienza energetica* e la sostenibilità ambientale), ma vale anche per gli elettrodomestici, l'elettronica di consumo e i numerosissimi servizi online, tutti ampiamente al di sopra della media delle vendite di altri beni. Persino il settore delle costruzioni ha beneficiato della necessità di ridurre i consumi energetici (in Italia ad esempio con il famoso contributo del "110%" all'efficienza energetica degli edifici).

La diffusione delle più moderne tecnologie ha peraltro pervaso e modificato non soltanto la tipologia di consumi e di applicazioni residenziali, bensì anche e soprattutto gli *investimenti strutturali, infrastrutturali e produttivi* che la loro adozione comporta necessariamente. Tutto il comparto delle tecnologie ha quindi ricevuto dalle tendenze in corso un duplice impulso (dai consumi come dagli investimenti) che lo ha posto ai vertici della classifica dei settori industriali.

L'altro grande fattore di tendenza è stato la crescita a doppia cifra dell'attenzione ai contenuti salutistici dei consumi: la scarsa accessibilità ai servizi di medicina e chirurgia che la pandemia ha provocato ha fatto alzare le antenne alla popolazione, che ha iniziato a prendere in maggior considerazione la cura del corpo e la prevenzione dalle malattie, i comportamenti e i consumi di tipo salutistico, l'acquisto di integratori alimentari, di cibi sani, di oggetti caratterizzati da minore tossicità e da minori emissioni nocive.

Ultimo elemento che è necessario prendere in considerazione per analizzare l'andamento dell'economia globale quest'anno è stato il deciso *contributo pubblico, fiscale e normativo* all'adozione di determinati consumi, investimenti e ammodernamenti, fatto di elargizioni monetarie ma anche di sgravi, incentivi o obblighi di legge (a partire dall'acquisto di mascherine, farmaci e vaccini) che ha indubbiamente influito sugli sviluppi economici ed industriali dell'umanità. L'ampio interventismo di stato ha modificato decisamente la propensione alla spesa della gente

Se vogliamo perciò chiederci se l'economia andrà bene o male nel prossimo futuro e se i mercati finanziari e le principali variabili macroeconomiche ne risulteranno avvantaggiati o appesantiti, non possiamo prescindere dai tre fattori sopra indicati:

- 1) i contributi e gli orientamenti governativi (ivi compresa l'ampia adozione di musare rivolte all'aumento dell'efficienza energetica),
- 2) l'avanzata delle nuove tecnologie e delle nuove esigenze che da esse derivano (ad esempio le infrastrutture di telecomunicazioni),
- 3) l'incremento della spesa per la salute, ivi compresi i farmaci, i servizi sanitari, le cure mediche e quelle per prevenzione e diagnostica.

#### IL PUBLIC BIAS

La forte contribuzione governativa a supporto di queste tre macrotendenze fa peraltro intuire che l'economia globale difficilmente potrà fare nel prossimo anno dei passi indietro, poiché l'intera umanità sarà ancora per qualche tempo decisamente stimolata a spendere

ed investire di più per effetto delle **politiche monetarie e fiscali**. Difficile dunque pensare che l'impatto complessivo di tali maxi-stimoli sarà negativo per l'andamento economico globale.

Più probabile sarà invece la preoccupazione che complessivamente si svilupperà in relazione alle forme di copertura di tali interventi delle pubbliche amministrazioni: il maggior indebitamento e l'ampliamento della repressione monetaria (cioè della stampa di moneta di stato ben oltre la misura fisiologica dell'accompagnamento alla crescita dell'economia). Altri freni allo sviluppo economico provengono dalla disoccupazione (che deriva tanto dal distanziamento sociale quanto dallo "spiazzamento" dei settori tradizionali che viene operato dalle imprese che propongono nuove tecnologie), e dalla necessità di risparmiare di più e spendere meno, in funzione di aspettative di vita più lunga e dalla maggior incertezza per il futuro indotta dalla sostanziale disfatta del "public welfare".

#### IL BAROMETRO DELL'ECONOMIA

C'è tuttavia un settore industriale che meglio di altri può aiutare ad interpretare l'esito cumulativo delle attuali tendenze economiche: quello dell'*automobile*, innanzitutto perché le sue vendite avvengono nei confronti dei consumatori finali ma riguardano consumi durevoli e valutazioni ben meditate, dunque l'andamento delle vendite di auto risulta fortemente legato ai cicli economici. In secondo luogo nell'industria dell'automotive nessun produttore di veicoli è mai completamente autosufficiente nella componentistica: dunque se ci sono tensioni nelle filiere di fornitura (dalle materie prime a numerosi semilavorati) il settore ne risente immediatamente. In terzo luogo il settore ha appena conosciuto un importante risveglio legato all'introduzione massiccia delle più moderne tecnologie nella produzione, dall' "information and communication technology" sino all'uso dell'intelligenza artificiale per la navigazione, la guida autonoma e la prevenzione incidenti. Infine il settore è fortemente monitorato per via delle emissioni inquinanti dei veicoli ed è pertanto soggetto agli incentivi e ai vincoli imposti dalle pubbliche amministrazioni

Ebbene la ripresa del 2021, che è stata soprattutto segnata dal risveglio dei consumi e da tensioni nelle filiere di fornitura che non hanno potuto reagire al risveglio della domanda con medesima celerità nell'offerta, ha coinvolto in pieno -nel bene e nel male- il settore dell'auto fino a spingermi a considerarlo quale ideale indicatore delle possibili tendenze future di tutta l'economia!

×

Mentre non è possibile fare previsioni precise per l'andamento del prodotto globale lordo è invece possibile farlo per le vendite del settore auto (che sembrano poter procedere in

crescita ancora a lungo a motivo del sostanziale aggiornamento delle tecnologie), per i prezzi (che sono già saliti negli ultimi mesi e che si prevede possano ancora crescere per effetto del rincaro della componentistica) e anche per la necessità di rinnovare il parco auto esistente alla luce dell'esigenza di ridurre le emissioni di gas-serra. L'acquisto dovuto alla necessità di aggiornamento tecnologico probabilmente riguarderà anche molti altri investimenti e beni di consumo durevole costituirà altrettanto probabilmente una delle principali leve della domanda.

#### PROFITTI IN CRESCITA

Ma non sono soltanto costi e prezzi di vendita a crescere in questo scorcio d'anno per l'industria automobilistica, bensì anche i profitti delle imprese. È notizia di questi giorni il pre-consuntivo di metà anno del gruppo <u>Stellantis</u> (Fiat-Chrysler + PSA) che ha totalizzato 5 miliardi in più di profitti nella prima metà del 2021 soltanto a causa degli aumenti dei listini di vendita!

Dunque se il settore dell'auto può funzionare da barometro dell'economia globale ecco che le previsioni per il prossimo anno possono diventare più puntuali: i prezzi finali saranno probabilmente in crescita più di quanto cresca effettivamente la domanda (causa rincari dei costi di materie prime e semilavorati: dunque inflazione), profitti però decisamente in crescita e dunque anche le valutazioni d'azienda potrebbero essere destinate a crescere.

Ma chi ne trarrà più profitti saranno proprio i produttori di tecnologie, che saranno imprescindibili fornitori praticamente di tutte le altre industrie.

In effetti gli stimoli monetari e fiscali hanno influito non poco nelle decisioni d'acquisto del cittadino moderno, così come è aumentata la quota di credito al consumo. Nell'auto ciò si è visto prima ma probabilmente anche negli altri settori il contenuto intrinseco di nuove tecnologie sta crescendo, così come la sostenibilità ambientale è divenuta più importante. Il mondo insomma continua ad accelerare il nostro cambiamento di abitudini e comportamenti: prima a causa della pandemia e oggi a causa della ripresa dei consumi.

Se vale per l'auto, allora probabilmente lo scenario ottimistico può valere anche per il resto dell'economia: moderata crescita, necessità di finanziamenti per sostenere nuove forme di condivisione della proprietà dei beni (pay-per-drive, leasing, noleggio operativo e carsharing), inflazione dei prezzi, maggior attenzione all'ambiente e trionfo delle tecnologie. Grandi profitti per i produttori e grandi sussidi pubblici. Ma i consumi energetici dovrebbero crescere meno di quanto si possa oggi ritenere, ragion per cui il costo dell'energia non potrà mai andare alle stelle! Ecco il mix che potremo probabilmente osservare per l'economia globale nel corso del 2022.

## LA RIPRESA È GIÀ ALLE SPALLE?



Segnali di ripresa dell'economia nazionale e di tutta quella europea arrivano un po' da ogni dove in questi giorni e contribuiscono a migliorare le aspettative degli operatori economici, ancora fortemente provati dagli esiti del prolungato e ripetuto "lockdown". L'Italia in particolare sta riprendendo fiato non soltanto al sud per il turismo trainato dai connazionali che non vanno all'estero, ma anche al nord, dove a farla da padrona ci sono soprattutto le imprese esportatrici delle cosiddette "4emme e 4effe".

Anche l'indice PMI europeo lascia pensare che ce la stiamo mettendo tutta per riprenderci, ma le statistiche guardano soltanto il passato, rilevando una prima parte dell'anno in corso indubbiamente andata molto bene. Qualche considerazione di prudenza è invece d'obbligo per il prossimo futuro, in particolare per i mercati finanziari.

#### LA CLASSIFICA DELLA FONDAZIONE EDISON

La Fondazione Edison ha provveduto a stilare una sorta di classifica tra le principali economie mondiali, relativamente agli otto settori industriali qui citati:

Le quattro "F": Fashion, Furniture, Food&Wine, Ferrari (cioè auto e moto sportive).

Le quattro "M": Machinery, Metal products, Medicaments, Motor Yachts.

La classifica qui sotto riportata vede la Cina protagonista globale assoluta in questi settori (anche perché nel 2020 aveva ripreso a funzionare molto prima degli altri paesi e ha poco subìto la seconda ondata pandemica) ma al secondo posto c'è l'Italia, protagonista nelle produzioni più pregiate e a maggior valore aggiunto, e viene addirittura prima della Germania (che nel 2020 ha avuto meno morti e meno blocchi alla produzione delle merci).

La bilancia commerciale relativa ai settori industriali delle quattro effe e quattro emme *per il primo trimestre del 2021 segna poi un ulteriore progresso del nostro paese*, con 36,2 miliardi di attivo commerciale per il nostro Paese (se moltiplicato per 4 farebbero 145 miliardi di avanzo commerciale tendenziale nell'anno in corso) contro i 168,1 della Cina (che farebbero un avanzo tendenziale di 672 miliardi in totale nell'anno).

Occorre infine notare che le 4f+4m lasciano fuori dalla classifica molte altre attività economiche in cui l'Italia eccelle (e dove registra altri avanzi commerciali), a partire dalle attività di costruzioni generali fino alle specialità chimiche e alla cosmetica. Un bel risultato insomma rispetto alle drammatiche indicazioni degli economisti emesse negli anni precedenti, i quali davano per spacciata l'industria nazionale.

#### L'INDICE P.M.I.

L'industria insomma anche per quest'anno promette di portare buoni risultati alla bilancia commerciale dell'Europa (e auspicabilmente anche del nostro Paese) e ciò viene ulteriormente certificato dall'ultima rilevazione "flash" dell'indice P.M.I. (Purchasing Manager's Index) che lo conferma: a Luglio esso indica una crescita economica in corso su base mensile al ritmo più alto che si è registrato da oltre un ventennio a questa parte. L'indice ha segnato per Luglio il valore cumulato di 60,6 per l'intera Eurozona, in rialzo rispetto al valore di 59,5 di Giugno.

Gli indici PMI costituiscono un indicatore economico rilevato mensilmente molto significativo dell'andamento dell'economia poiché è basato su rapporti e sondaggi raccolti dall' "Institute for Supply Management" che per elaborarlo contatta ogni mese i responsabili degli acquisti, ovvero coloro che ordinano materiali e servizi destinati alla produzione aziendale, recapitando loro un questionario mensile ed elaborandone le risposte che riceve. La richiesta viene inviata ad alcune centinaia di imprese private di ogni settore dell'economia per ogni paese del mondo.

Per quanto riguarda l'Eurozona, gli indici PMI vengono rilasciati dall'istituto IHS Markit per ciascuna delle singole economie e relativamente al blocco complessivo dei Paesi dell'Unione. Come spesso accade anche per altri indici, sono talvolta rilasciati in versioni differenti (generalmente 2) in cui la prima, detta anche versione "flash", che rappresenta

una "stima" (e che generalmente tende ad essere la più impattante sui mercati finanziari) e la seconda volta in una versione "*rivista*" e più precisa.

A seconda della fiducia nell'andamento del mercato e dei relativi prezzi, i responsabili degli acquisti (talvolta sono gli imprenditori stessi) essi si orientano nei loro ordini e, rispondendo al questionario dell'ISM, forniscono un quadro molto aggiornato delle aspettative diffuse tra le imprese. Le domande poste includono il numero dei nuovi ordini, della produzione del settore, delle consegne dei fornitori, delle merci in magazzino e i dati relativi all'occupazione. Le risposte vengono ponderate e forniscono un punteggio medio sul PMI mensile. Un punteggio superiore a 50 indica una crescita del settore, inferiore a 50 indica una decrescita, mentre un punteggio pari a 50 indica che la situazione è rimasta identica al mese precedente. Il valore rilevato di quasi 61 punti non soltanto è tra i più alti registrati, ma è anche molto superiore a quello medio di 50, indicando con ciò una forte fiducia degli operatori per il prossimo futuro.

A livello settoriale il PMI dei servizi europei è salito parecchio a luglio toccando il livello (che non si vedeva da 15 anni) di 60,4 punti contro i 58,3 punti di Giugno, mentre quello manifatturiero ha rintracciato leggermente con 62,6 punti contro il record di 63,4 di giugno, anche a causa dei tempi e delle difficoltà registrate nelle filiere globali di fornitura di materiali e semilavorati. Record per la Germania, dove l'indice complessivo è arrivato a Luglio a 62,5 contro i 60,1 punti del mese precedente, mentre a sorpresa fa molta fatica la ricrescita economica delle imprese in Francia, con un 56,8 complessivo contro i 57,4 punti di Giugno.

In difficoltà anche l'economia britannica, probabilmente a causa delle nuove ondate di contagio, con una rilevazione di 57,7 punti, in discesa rispetto ai 62,2 di Giugno. Per l'Italia invece io non sono riuscito a trovare alcuna indicazione (ed è strano perché è necessariamente noto se è stata diffusa la media europea), ma il buon senso porta a pensare che evidentemente la rilevazione "flash" (come sopra definita) sarà probabilmente una via di mezzo tra quella tedesca e quella francese.

#### LE PROSPETTIVE DI CRESCITA

Secondo le fonti ufficiali la crescita economica per il nostro Paese sarà del 4,7% nel 2021 e del 4,6% nel 2022, con un più modesto 2,1% previsto per il 2023. Il ministro Franco invece proietta la crescita del Prodotto Interno Lordo (P.I.L.) Italia del 2021 "oltre il +5%" ma non cita né fonti ufficiali né il paragone con la ben più importante decrescita subìta l'anno precedente (-8,9%). Ma la variante Delta del Covid e le nuove misure restrittive che i vari Paesi dell'Unione stanno tornando a introdurre potrebbero guastare la festa per i successi relativi alla prima parte dell'anno in corso. Inutile dire perciò che, con i nuvoloni che si

addensano all'orizzonte, quel +5% del PIL resterà probabilmente solo una bella speranza.

C'è però da far notare che se il P.I.L. italiano non crescerà tanto quanto vogliono farci credere, invece l'industria nazionale può fare meglio. Anche perché storicamente mostra forte interdipendenza con quella tedesca di cui è spesso fornitrice o concorrente: se le prospettive della Germania non sono malvagie, allora probabilmente anche le imprese manifatturiere italiane se la caveranno. Anche per questo si prevede che la disoccupazione terminerà l'anno 2021 con una discesa all' 8,1% complessivo (ma ricordiamoci che è calcolata sul rapporto tra coloro che cercano lavoro e il totale della forza lavoro, non corrisponde dunque al totale complessivo degli inoccupati che è molto più alto), e dovrebbe flettere ancora al 7,8% nel 2022 e al 7,5% l'anno dopo.

L'inflazione stimata a fine 2021 è stata simbolicamente rivista all'1,9% (ma è una media ISTAT, cioè molto edulcorata) e poi di nuovo in lieve ribasso (all'1,5%) l'anno dopo. Questo è quindi un dato che probabilmente verrà presto corretto all'insù dalle future rilevazioni.

Al di là perciò di quello che scrivono i ministri dei governi, gli istituti di statistica, gli economisti e le banche centrali, la sensazione oggi è quella di una rapida accelerazione del susseguirsi dei cicli economici in questo periodo storico. Dopo la lunga ondata di ricrescita economica globale che abbiamo visto negli anni 2010-2019 è seguìto un crollo al fulmicotone dell'output produttivo nella prima parte del 2020, poi un rapido rimbalzo tra la fine dell'anno e l'inizio del 2021 ma questo rischia tuttavia di esaurirsi quasi altrettanto in fretta. È lecito chiamare "cicli economici" tali grandi oscillazioni ? Difficile dirlo oggi, soprattutto con i rischi espliciti di dover ricadere sotto il peso di ulteriori ondate pandemiche e conseguenti nuove restrizioni alla libera circolazione.

#### **COME POTRANNO REAGIRE I MERCATI?**

Inutile dire che i mercati finanziari tendono ad anticipare decisamente gli andamenti dell'economia reale, come si può ben leggere nel grafico didascalico qui sotto riportato:

Se dunque siamo oggi già nella fase in cui sono le materie prime a crescere di prezzo, probabilmente ci stiamo avvicinando rapidamente al picco di periodo (il "ciclo" in corso dunque è estremamente veloce, come si può dedurre dal fatto che la rapidissima decrescita del P.I.L. mondiale 2020 è stata seguìta da un mero rimbalzo nel 2021 il quale sembra oggi già in corso di esaurimento).

E se ci avviciniamo troppo in fretta al massimo di periodo della crescita dell'economia reale, allora altrettanto probabilmente ci stiamo avviando verso una fase di instabilità per i mercati finanziari per la seconda parte dell'anno, perché questi ultimi non potranno che anticipare la fine della fase espansiva in corso.

Instabilità però non vuol dire declino, anzi: è possibile che per una serie di motivi già indicati nei miei articoli precedenti (ma soprattutto perché continuerà l'immissione globale di liquidità sui mercati) i listini azionari possano ancora guadagnare fino a fine anno qualche punto in media, nonostante l'economia reale possa non proseguire la sua crescita e nonostante l'accresciuta volatilità.

Ancor peggio si può dire però delle quotazioni dei titoli a reddito fisso: più probabilmente che non i listini azionari esse dovranno ritracciare parte del loro recente percorso di crescita perché le prospettive d'inflazione globali porteranno quasi di necessità ad una crescita dei tassi d'interesse. Si potrà perciò vedere nei prossimi mesi molta volatilità (che in certi casi potrebbe significare tempesta, ma anch'essa al massimo di breve periodo) e qualche calo per il comparto obbligazionario.

L'orizzonte visibile però si ferma probabilmente a fine anno, perché quel che succederà poi dipenderà molto dall'andamento dell'economia reale: tornerà a stagnare (nonostante l'inflazione dei prezzi) oppure a crescere nuovamente? I profitti delle imprese saranno cospicui? E in quali settori saranno migliori? I listini azionari dipendono certamente dall'andamento dei tassi di interesse e della liquidità in circolazione, ma anche e soprattutto dalle attese generali sui rendimenti delle società quotate e, ultimamente, sempre più anche dai loro dividendi. Che sino ad oggi non hanno deluso nessuno.

#### Stefano di Tommaso