

# SINDROME CINESE? NON CI CREDO



***Nelle ultime settimane i mercati finanziari appaiono sempre più difficili da decifrare, anche a causa del fatto che il comportamento dei loro operatori, a sua volta, deve cercare di confrontarsi con l'economia reale e quindi con le aspettative circa i profitti aziendali, gli investimenti, i prodotti interni lordi delle nazioni e la sostenibilità dei loro debiti. Ovviamente nessuno è in grado di fornire certezze riguardo a questi andamenti e, di conseguenza, nemmeno a proposito dei mercati finanziari, ma per molte ragioni in questo momento gli analisti guardano a oriente, da dove temono possa scoccare la scintilla di un possibile crollo delle quotazioni.***

Il primo fattore di difficoltà nel valutare le prospettive dei mercati finanziari sta nel loro sempre maggiore disallineamento con l'andamento del reddito e della capacità di spesa dell'uomo della strada, in leggera evoluzione sì, soprattutto nei paesi più ricchi, ma lontano anni luce dalle dinamiche super-evolutive dei mercati finanziari negli ultimi dieci anni.

In secondo luogo la crescente digitalizzazione dell'economia ha avuto il suo forte impatto anche sui mercati finanziari, mostrando quotazioni completamente diverse per i titoli azionari che riflettono l'avvento delle nuove tecnologie e, talvolta, sinanco eccessive. Sono proprio quelle valutazioni strabilianti che hanno spesso ingannato gli operatori facendoli ripetutamente gridare allarmi, negli ultimi due o tre anni, per il timore di crolli rovinosi delle loro quotazioni e, per estensione, anche degli interi listini borsistici.

Un terzo interessante fattore di difficoltà nel delineare le prospettive dei mercati finanziari, è il crescente peso delle economie asiatiche nei confronti del totale globale, anche perché queste ultime hanno mostrato negli ultimi anni segni di forte vivacità (non solo demografica ma anche tecnologica e industriale), ma anche di elevatissimo rischio dato l'estremo loro indebitamento e le fragili democrazie che caratterizzano le loro principali autorità istituzionali.



Per questi motivi oggi sono diffusi timori che la scintilla che potrebbe far implodere la gigantesca bolla speculativa sulla quale galleggiano i mercati finanziari (drogati da molti anni di creazione artificiale di liquidità) possa provenire proprio da oriente dove, se escludiamo il Giappone (molto più vicino ai parametri occidentali), le altre principali nazioni sono al tempo stesso paesi emergenti e superpotenze economiche. Tuttavia, sebbene gli argomenti a favore dell'estrema instabilità dei mercati finanziari orientali sia ben fondata, la narrativa al riguardo non è poi così a senso unico. Ci sono infatti molte altre considerazioni che posson indurre a pensare il contrario: vediamo le une e le altre.

### ***LE BORSE ASIATICHE POTREBBERO ESSERE UN PROBLEMA***

La prima considerazione da mettere sul tavolo è che buona parte dei debiti contratti da stati e privati in Asia è denominata in dollari: una divisa che mostra fin eccessivi segni di forza e i cui tassi di interesse sono visti in crescita costante. Pertanto i detentori di crediti in dollari fronteggiano la spiacevole alternativa di vedere ridotto il valore del credito se l'interesse percepito è a tasso fisso oppure vedere ridotto il merito di credito di chi deve pagare più interessi di prima (se i tassi adottati erano variabili) e perdipiù con un dollaro in costante rivalutazione (cosa che riduce comunque il merito di credito delle nazioni).



La principale nazione asiatica infatti, la Cina, sta adottando -peraltro con apparente successo- una politica di costante svalutazione della propria divisa di conto (il Renminbi) per contrastare la perdita di competitività indotta dalle tariffe doganali imposte dall'America alle importazioni. Ovviamente sua la svalutazione non può andare avanti in eterno perché l'inflazione dei prezzi che in tal modo viene importata in Cina dall'estero porterebbe al collasso il mercato cinese del credito e dei titoli a reddito fisso nel lungo termine. Non solo, ma di fatto la costante svalutazione può indurre ulteriori fughe di capitali dalla Cina, e dunque la possibilità di una crisi di liquidità del sistema finanziario che, pur duro a morire e fortemente autocratico, non può vantare l'immortalità. Qui sotto il vistoso ribasso dell'indice della borsa di Shenzhen, la capitale manifatturiera della Cina:



Anche lo sviluppo del prodotto interno lordo è in decisa restrizione in Cina, anno dopo anno e, sebbene i tassi di crescita vantati siano probabilmente drogati dal sistema statistico interno che è controllato dallo stato autoritario, sono pur sempre a livelli che noi occidentali possiamo soltanto sognare (si veda il grafico qui sotto):



## ***LE BUONE NOTIZIE SONO PARECCHIE***

L'Economia cinese tuttavia non cresce soltanto a causa dei forti investimenti pubblici e degli stimoli monetari interni, ma nemmeno solo a causa della positiva dinamica demografica: persino a livello di consumi pro-capita interni c'è infatti un deciso incremento, che oggi viene quasi tutto destinato alla casa, ai servizi tecnologici, all'istruzione, alla formazione professionale, e alle cure sanitarie. Ai ritmi di crescita che si vedono resta dunque ancora da sviluppare un grande potenziale riguardo ai consumi in spese voluttuarie, viaggi, articoli di lusso e accessori.



Dunque esiste non soltanto una spinta complessiva alla crescita degli investimenti e della produttività complessiva, ma anche una decisa dinamica dei consumi e dell'istruzione che non può non favorire nel tempo lo sviluppo tecnologico e far sperare in un ulteriore miglioramento anche della qualità della vita.

Anche a proposito delle esportazioni, la Cina continua a correre nonostante tutto:

- a partire dal fatto che persino in America, nonostante dazi e restrizioni, ancora nel mese di Agosto l'export cinese è aumentato, a testimonianza del fatto che la competitività dei prodotti cinesi, anche per effetto delle svalutazioni del Reminbi, resta elevata,
- per proseguire poi con l'iniziativa infrastrutturale "one belt one road" che aiuterà a trasportare il traffico merci cinese in tutta l'Asia fino alle porte dell'Europa,
- cui fanno seguito i fantastici risultati dei nuovi colossi del commercio, delle telecomunicazioni e dei pagamenti elettronici, come Alibaba, Tencent e Baidu che hanno appena cominciato a muovere i primi passi e promettono di espandersi in Occidente,
- per concludere con l'infinita serie di investimenti nello sviluppo tecnologico che sono in corso: dall'inseguimento della leadership americana nell'intelligenza artificiale alle energie rinnovabili, passando per l'adozione precoce delle telecomunicazioni di quinta generazione (in Cina siamo arrivati al miliardo di smartphones) e per la più grande rete al mondo di treni superveloci.



Esiste dunque più di una ragione oltre quella demografica per cui l'economia cinese continuerà a correre ancora per molti anni a venire (forse anche più di quanto prospettato sino ad oggi).

***ALLORA PERCHÉ I MERCATI SI SPAVENTANO?***

C'è un vivace contrasto tra numerosi fattori fondamentali dell'economia cinese come quelli citati (tutti di tendenza positiva poliennale) e la dinamica decisamente negativa dei mercati finanziari (di più breve periodo) che si controbilanciano tra loro, ma la differenza di orizzonti temporali fa pensare che alla lunga la Cina supererà le attuali difficoltà finanziarie.

Non soltanto in Asia poi le banche centrali stanno mettendo a fuoco i loro programmi di stimolo monetario non appena la prossima recessione farà capolino e tutte stanno pensando al finanziamento diretto degli investimenti infrastrutturali e tecnologici, allo scopo di orientare le risorse più direttamente nell'economia reale.

Ma questo è esattamente ciò che in Cina sta già avvenendo da un pezzo, a causa della maggior semplicità di collaborazione tra le diverse istituzioni di uno stato decisamente monocratico. Ed è soltanto uno dei motivi per cui gli investimenti in Venture Capital si sono così tanto sviluppati in Cina negli ultimi anni, al punto da equiparare già nel 2016 quelli degli Stati Uniti d'America (si veda il grafico qui sotto):



Dunque i mercati finanziari vedono fantasmi quando temono che il sistema cinese possa implodere? No: come si è già notato in precedenza, la borsa di Shenzhen ha davvero perduto il 30% nell'ultimo anno, mentre quella di Shanghai soltanto il 18%. Esattamente la misura di cui è viceversa cresciuta quella di New York il 18% (dunque il divario tra le due nell'ultimo anno è ammontato al 36%):



Le ragioni della cautela perciò sono reali e sono anche numerose, compreso il fatto che la Cina sta volutamente marciando a passi forzati verso il cosiddetto "deleveraging" (riduzione del livello di indebitamento) che non è mai un'operazione indolore, poiché esso riduce il moltiplicatore monetario del credito e dunque -a parità di tutto il resto- la liquidità disponibile.

***INTERESSI POLITICI DIETRO ALLA DEBOLEZZA DELLA FINANZA CINESE, MA IN PROSPETTIVA C'È UN'ULTERIORE ESPANSIONE DELLE ESPORTAZIONI***

Ma il governo cinese ha fino ad oggi avuto il suo interesse politico a vedere svalutato (o addirittura ha pilotato al ribasso) il cambio con il dollaro, perché questo ha permesso alle

imprese cinesi di restare competitive con i prezzi praticati in dollari e dunque di mantenere elevati i volumi delle esportazioni nonostante la politica di dazi applicata dall'amministrazione Trump per tentare di riequilibrare la bilancia commerciale.

## ***IL "PACIFIC RIM"***

Ma la Cina ha il colpo in canna per ciò che forse più conterà nei prossimi anni, soprattutto qualora l'Occidente fosse colpito da una nuova recessione: la leadership dei mercati asiatici. Il bacino asiatico del pacifico, un tempo teatro della vittoria delle esportazioni giapponesi ed americane, oggi è infatti diventato una delle aree geografiche più ricche del pianeta e quindi, insieme all'India e alla Cina stessa, può rappresentare per quest'ultima un mercato potenziale di sbocco molto più importante della stessa America, soprattutto per ciò che riguarda il potenziale di crescita.

Sino ad oggi gli investimenti cinesi nella regione sono stati piuttosto limitati, tanto per questioni politiche che per problemi di priorità, come si può vedere dal grafico che segue:



Ma tutto fa pensare che il prossimo futuro vedrà un ribaltamento delle posizioni, con l'Unione Europea in decisa ritirata e gli Stati Uniti impegnati a rimpatriare i propri capitali, dunque con un deciso avanzamento della Cina che rimane inevitabilmente alla ricerca di ulteriori valvole di sfogo per la propria produzione.

Queste e molte altre considerazioni fanno ritenere a molti escono che la parabola dell'industria cinese non ha perciò ancora raggiunto il suo apogeo, né rischia di affogare in un mare di debiti come altri vorrebbero far credere. La sindrome cinese insomma è tutt'al più un raffreddore di stagione, non un rischio per l'umanità.

***Stefano di Tommaso***

---

# **SETTEMBRE, TEMPO DI MIGRARE**



***“Settembre, andiamo. È tempo di migrare. Ora in terra d’Abruzzi i miei pastori lascian gli stazzi e vanno verso il mare: scendono all’Adriatico selvaggio che verde è come i pascoli dei monti. Han bevuto profondamente ai fonti alpestri, che sapor d’acqua natia rimanga né cuori esuli a conforto, che lungo illuda la lor sete in via. Rinnovato hanno verga d’avellano. E vanno pel tratturo antico al piano, quasi per un erbal fiume silente, su le vestigia degli antichi padri. O voce di colui che primamente conosce il tremolar della marina! Ora lung’hesso il litoral cammina La greggia. Senza mutamento è l’aria. Il sole imbionda sì la viva lana che quasi dalla sabbia non divaria. Isciacquio, calpestio, dolci romori. Ah perché non son io co’ miei pastori?”***

***(Gabriele D’Annunzio)***

Il mese di settembre per i mercati finanziari non è mai stato facile o tranquillo, né ricco. E chiunque abbia già vissuto qualche decina di altre stagioni osservando i listini può scommetterci forte: nemmeno questo Settembre promette bene, come peraltro si è già abbondantemente visto tanto sulle piazze principali, come a Wall Street e al Nasdaq, ma anche in quelle secondarie come la nostra Milano.

Soprattutto sono le emozioni dell’ottovolante quelle che oggi spaventano più gli investitori, perché se da un lato i mercati hanno mostrato chiaramente ***di non essere ancora arrivati a toccare i massimi***, dall’altro lato sempre più professionisti dei mercati finanziari ora hanno la pancia piena, le idee confuse e poca voglia di mettere a rischio le performance già realizzate fino a questo momento (vedi grafico):

 Continuando con l’analogia dei pastori che si apprestano alla transumanza, essi *“hanno bevuto profondamente”* alle fonti della ricchezza e ora più che mai sentono essere arrivati vicini al momento della svolta, del “Sell-off”, sebbene neanche questa volta c’è qualcuno in grado di affermare che le borse abbiano toccato il massimo, tanto per la

clamorosa crescita dei profitti (che rilancia in alto la sfida dei multipli di borsa), quanto per la sempre maggiore polarizzazione dei listini intorno ai titoli che promettono clamorose crescite per il futuro, lasciando invece a bocca asciutta le altre Blue Chips dei bei tempi che furono.

Dunque i mercati non sono stupidi, nè sembrano arrivati al capolinea. Operano importanti “distinguo” e cercano ulteriori spazi operativi, e impongono ai gestori una cospicua rotazione dei portafogli. Ma è altrettanto vero che il trenino degli alti e bassi di un giorno o di una settimana al massimo, dopo la pausa ferragostana è oramai già ripartito da un pezzo e promette per l’autunno molte evoluzioni e altrettanti brividi, a partire dalla **clamorosa svendita settembrina dei titoli tecnologici**, per poi passare ai rischi che comportano i mercati emergenti fino alle sorprese che possono riservarci il comparto energetico e quello obbligazionario anche a causa del crescente indebitamento globale (vedi grafico qui sopra).

Di motivazioni per **temere importanti svarioni** ce ne sono infatti a bizzeffe: dalla statistica che vede l’impennata settembrina dell’indice VIX (quello della volatilità di Wall Street) al possibile rilancio autunnale dell’inflazione e comunque al quasi scontato aumento dei tassi d’interesse, fino ai dubbi sulla tenuta dei bond italiani. Al momento hanno preso respiro, ma in qualche mese di tempo le tensioni potrebbero riemergere con rinnovato vigore, e questo non incentiva capitali e investimenti. Il treno della ripresa insomma da noi farà un minor numero di fermate, e probabilmente senza molto preavviso.

Ma la vera questione è un’altra, molto più banale di argute considerazioni geo-politiche e macro-economiche alla base della psicologia dei mercati: D’Annunzio concludeva il suo “Settembre”: *“ora lung’esso il litoral cammina La greggia. Senza mutamento è l’aria. Il sole imbionda sì la viva lana che quasi dalla sabbia non divaria. Isciacquo, calpestio, dolci romori. Ah perché non son io co’ miei pastori?”*

Traduzione: i pastori (gli investitori) abbandonano le montagne e tornano alle terre natie (le maggiori piazze finanziarie), per godere ancora un po’ il calore di Settembre (i grassi profitti realizzati), ebbri di ricordi e felici della calma apparente dell’ultimo sole d’estate. Perché poi è in arrivo l’ennesimo autunno caldo, con le solite questioni inflazionistiche, politiche, sociali e istituzionali che non ci faranno dormire sonni tranquilli...

Si spiega forse così la discesa in corso delle quotazioni dei titoli tecnologici (quelli che sino a ieri si erano rivalutati maggiormente) e anche il deciso **trapasso dalle obbligazioni ad alto reddito e lunga scadenza a quelle di più breve durata e più sicure**, fino al potente risucchio dei capitali dai paesi emergenti verso Wall Street e Londra, con conseguente rivalutazione di Dollari e Sterline, tendenza che a occhio e croce continuerà.

E se qualcuno lo mette in dubbio bisogna solo fargli presente che è un percorso appena iniziato: i possibili venti di guerra possono solo rafforzarla...

**Stefano di Tommaso**

---

## QUANTO VALE ATLANTIA?



***Che la concessione delle Autostrade ai pochi gestori privati che se le sono aggiudicate più o meno in assenza di un Processo di gara pubblica sia sempre stato un affare quantomeno „misterioso“ è fatto noto. Più volte i giornali hanno gridato allo scandalo (o hanno finto di farlo) a proposito dei noti rincari delle tariffe autostradali, cresciute nell'ultimo decennio di una percentuale variabile dal 20% sino al 200%, ben al di sopra dunque tanto dell'inflazione quanto della crescita (più o meno negativa) del P.I.L. del Paese. Ma fino a ieri la nazione si era sopita nell'abitudine di tali angherie sino a non farci più caso. I quaranta morti di Genova e il nuovo clima politico invece ne hanno risvegliato la coscienza collettiva e nel mirino della speculazione è finito il maggior gruppo concessionario d'Italia in fatto di autostrade.***

### **CHI È ATLANTIA**

Atlantia è una società quotata alla Borsa di Milano che controlla un importante pacchetto di concessioni, per buona parte stradali (non solo in Italia ma anche in Brasile, Cile, India e Polonia), ma anche aeroportuali (i tre aeroporti di Roma, e i tre della Costa Azzurra francese) oltre che diversificate nei servizi di ingegneria, informatica e sistemi di pagamento e infine nelle costruzioni e pavimentazioni stradali.

Nell'immagine qui accanto riportata si indica che i Benetton controllano la società con  il solo 30% dell'88% (cioè con il 26,4%) e che la società fa utili netti dopo le tasse di 1,4 miliardi di euro (superiori agli investimenti di 1 miliardo) su ricavi di 6 miliardi (cioè

circa il 23,3% del fatturato) con un margine operativo del 62% circa (del fatturato). Interessante notare che la società appartiene a privati italiani soltanto per il 19,9% del flottante che è pari solo al 45,5% del capitale azionario: dunque soltanto il 9% del capitale di Atlantia è in mano a privati Italiani, se si escludono i Benetton e la fondazione CRT. Ma anche contandoli, il totale in mano nazionale non supera il 25% del capitale e stava per divenire la metà se fosse andata in porto la fusione con ACS (autostrade spagnole) controllato dal gruppo di società di costruzione Abertis, operazione al momento in stand-by.

Ma ancora più interessante è il grafico che segue, da cui si evince che le nostre autostrade sono di gran lunga le più care d'Europa, una parte della quale le mette gratuitamente a disposizione di chiunque:



Il gruppo era già noto per la sua "vicinanza" alla politica ma quello che non era noto ai più era il fatto che i famigerati investimenti infrastrutturali che sarebbero stati a fronte degli astrusi calcoli che stavano alla base dei rincari esagerati in realtà non venivano effettuati!

☒ Dalla polemica che infuria dopo i fatti di Genova questo è il dato che emerge più evidente e certifica la poca dirittura morale degli organismi che avrebbero dovuto controllarne l'attuazione (e delle forze politiche che vi stavano dietro), come pure di quelli di gestione della società.

Se questo fatto verrà accertato dalla Magistratura allora non sarà stata del tutto fuori ☒ luogo la "boutade" del Governo che intende revocare la concessione delle Autostrade per l'Italia (in sigla ASPI) ad Atlantia innanzitutto, la maggiore concessionaria delle Autostrade italiane con circa 3000 chilometri gestiti su quasi 6000 affidati a soggetti diversi dall'ANAS.. Ovviamente di fronte anche solo a tale rischio ipotetico tutti hanno iniziato a chiedersi quanto vale questa società (e di conseguenza quanto dovrebbe quotare il titolo in Borsa) ?

La polemica è ancor più infuocata se si tiene conto del fatto che la rete autostradale nazionale è al collasso in molti giorni dell'anno anche a causa dei ritardi nell'ampliamento delle carreggiate!

### **LA POSSIBILITÀ DELLA REVOCA DELLA CONCESSIONE**

In teoria il Governo può avviare (come sembra aver fatto) la procedura per la revoca secondo l'articolo 9 della concessione in caso di "grave inadempienza" (tra gli obblighi assunti da Autostrade c'è infatti il "mantenimento della funzionalità delle infrastrutture concesse attraverso la manutenzione e la riparazione tempestiva delle stesse") con una contestazione formale, dopo la quale al concessionario è concesso un primo "congruo termine" non inferiore a 90 giorni, e un "ulteriore termine non inferiore a 60 giorni per adempiere a quanto intimato".

In pratica dunque Atlantia avrebbe però davanti a sé almeno 5 mesi per rimettersi in regola, per poi agire in sede giudiziaria e bloccare tale possibilità. Questo spiega anche perché la stessa si è detta pronta a ricostruire il viadotto in cinque mesi (e non sei o quattro).

Ma l'articolo 9 bis della concessione prevede che "Il Concessionario avrà diritto (...) ad un indennizzo/risarcimento a carico del Concedente in ogni caso di recesso, revoca, risoluzione anche per inadempimento del Concedente". In sostanza, lo Stato sarebbe comunque costretto a risarcire i mancati utili anche in caso di inadempienza accertata (circa € 1 miliardo di utili netti moltiplicato per i vent'anni di durata residua). Niente male per una società che capitalizza in borsa 16 miliardi ! Ovviamente si tratta di una stima della parte di utili che riguardano le concessioni autostradali italiane è sempre nel caso che la revoca le riguardi tutte.

E poi però cosa succederebbe? Assisteremmo al ritorno delle nazionalizzazioni o all'attribuzione all'ANAS (che oggi gestisce tra l'altro 1000 chilometri di autostrada) degli altri 5870 chilometri appaltati ai privati (di cui 3000 ad Atlantia e 1200 a Gavio)? Oppure si riuscirebbe a cogliere l'occasione della revisione del pasticcio per rilanciare gli investimenti infrastrutturali di-appaltando le autostrade a coloro che sono più disposti a investire in sicurezza e ampliamenti?

Il Governo dovrebbe brigare parecchio per offrire una sponda valida agli oltranzisti della coalizione che vorrebbero agire d'imperio nei confronti della società concessionaria. Più probabile è che venga erogata la multa più alta possibile (€150 milioni) e che il ponte venga rimpiazzato dalla medesima con una spesa di circa 1 miliardo di euro (circa 1,4 euro per azione) oltre a maggiori costi della manutenzione che potrebbero costare meno di altri 3 miliardi per un totale di circa 4-5 euro per azione. Molto meno del calo di 10 euro per azione registrato in questi giorni. Non potendo spingerci oltre nelle ipotesi, cerchiamo allora di capire meglio come il mercato valuta questa società.

### **LA VALUTAZIONE DI BORSA DI ATLANTIA**

Atlantia al prezzo di 19 euro capitalizza all'incirca 16 miliardi, cioè 13 volte gli utili (P/E ratio), quasi 3 volte il fatturato e 1,8 volte il valore contabile del suo patrimonio netto, dopo copiosi debiti per 28 miliardi di euro residui al 30/6 scorso è un totale dell'attivo di circa €40 miliardi.



Dunque con 3,7 miliardi di euro di EBITDA l'azienda deve sostenere un debito pari a 7,5 volte tale margine: non poco persino per un'azienda così redditizia, soprattutto se dovessero traballare le prospettive di ancora vent'anni di alto reddito e limitati investimenti (720 milioni l'anno scorso).

☒ Se infatti la società dovesse mettere in cantiere investimenti aggiuntivi di circa 2 miliardi di euro il suo cash flow (flusso di cassa netto) diverrebbe pesantemente negativo e la società necessiterebbe di un importante incremento nei mezzi propri, più o meno di pari valore, annacquando l'attuale capitalizzazione di circa il 13%, cioè pari a quei 4-5 euro per azione di cui si scriveva più sopra.

Questo non significa tuttavia che il titolo scenderà ancora, né che si apprezzerà per tornare alla differenza tra i 28 euro toccati in precedenza (o i 26 prima del crollo) e i 4-5 di riduzione dovuti al crollo del ponte Morandi (dunque da 21 a 23 euro per azione, ben più di quanto quota oggi il titolo), perché a completare il giudizio di valutazione intervengono

molti altri fattori, a partire dalle ulteriori prospettive fino al calcolo della redditività prospettica dovuta alla pipeline di ulteriori concessioni, con in più l'incognita della possibile cancellazione "d'ufficio" (e senza rimborso) della concessione API.

Ma se anche lo Stato Italiano dovesse rimborsarle 20 miliardi questa non sarebbe necessariamente una buona notizia per Atlantia, che con quell'importo non completerebbe il rimborso dei 28 miliardi di debito. Persino questa possibilità comporterebbe la necessità di un inevitabile aumento di capitale per sostenere le altre iniziative in corso e ne deturperebbe la valutazione.

### ***COSA PUÒ SUCCEDERE AL TITOLO IN BORSA***

Inoltre la volatilità del prezzo del titolo, che sino ad oggi era stata limitata, c'è da attendersi che essa possa crescere significativamente nel prossimo futuro, a meno di una tempestiva fusione della società con qualche altro grande operatore viario internazionale, magari meglio capitalizzato (come la stessa ACS spagnola sopra citata). E senza tale prospettiva questo significherebbe inevitabilmente che la sua valutazione scenderebbe ancora un po', a parità di tutto il resto.

Difficile perciò tracciare una previsione netta circa la valutazione del titolo, soprattutto dopo i violenti alti e bassi degli ultimi giorni e l'importante ridimensionamento già attuato dal mercato. Quello che si può dire con una certa tranquillità è che la società e anche i suoi azionisti potrebbero trovare dunque un forte giovamento nell'ipotesi suddetta di aggregazione con qualche altro grande operatore internazionale che fornirebbe serenità e sostegno al mercato finanziario. Senza la quale è invece possibile (se non probabile) che il suo Rating venga rivisto al ribasso, spingendo inevitabilmente i grandi investitori oggi presenti nella compagine azionaria di Atlantia a dover abbandonare il titolo.

In assenza di grandi e pesanti iniziative da parte del management (che però è tutto indagato per le probabili omissioni di controlli e misure precauzionali) la spirale discendente della valutazione di Atlantia potrebbe dunque proseguire a causa tanto della possibile discesa del rating del suo debito (soprattutto in caso di completa revoca delle concessioni italiane) quanto del possibile abbandono di parte della compagine sociale per motivi "statutari".

(nell'immagine qui sotto un dettaglio della struttura del ponte assai deteriorata dagli agenti atmosferici)



Ma diradate le nebbie dell'incertezza giuridica e gestionale (i suoi amministratori saranno sostituiti?) e gli ulteriori ribassi che ne potranno derivare, i parametri fondamentali del titolo che poi emergerebbero sarebbero probabilmente migliori di oggi, alimentando qualche ricopertura.

Per tutti questi motivi la volatilità attesa nel prossimo futuro di Atlantia è quindi ben più elevata di quella storica, ma per i fegati più forti anche l'opportunità di acquisire a buon mercato un titolo di ampio foottante e con degli ottimi fondamentali può restare valida, soprattutto se si guarda al lungo periodo, fattore essenziale per valutare correttamente la società e che lascia qualche speranza per il futuro.

# BORSE: IL “VOLO VERSO LA QUALITÀ” E IL GIOCO DELLE ASPETTATIVE



***L’America di Trump non smette di stupire tutti: nonostante gli aumenti dei tassi di interesse della Federal Reserve vadano avanti da un anno e mezzo (più o meno da quando è stato eletto Trump) la sua borsa continua a galoppare, la sua economia si trova tecnicamente ancora in fase espansiva dopo ben nove anni da una delle crisi più terribili della storia recente, le sue aziende continuano a crescere (il fatturato delle quotate nella prima metà del 2018 è cresciuto su base annua mediamente del 10% ) e a fare grassi profitti (cresciuti nella prima metà del 2018 di circa il 24,5% su base annua). Qui sopra è riportato un confronto dell’indice principale di Wall Street con quello delle borse europee e quello dei paesi emergenti: il contrasto, a partire dallo scorso Giugno in poi, non poteva essere più evidente!***

Gli analisti finanziari hanno denominato questo fenomeno “volo verso la qualità”, spiegando così la razionalità della propensione di chi investe a spostare i capitali dove gli affari vanno meglio e le disgrazie di chi ne resta a bocca asciutta.

## ***I CAPITALI FUGGONO E LA BORSA ITALIANA TREMA***

Sull’altra faccia della medaglia c’è infatti l’andamento della borsa italiana, le cui

oscillazioni nel medesimo periodo sono state più ampie anche della media europea e la cui discesa persino più accentuata, come si vede dal grafico qui riportato:

L'Italia sconta il timore che la nuova coalizione governativa possa accelerare la deriva ✖ centrifuga dell'Unione Europea ma soprattutto paga lo scotto di un debito nazionale che non accenna a smettere di crescere, mentre l'ombrellone europeo che ne ha puntellato fino ad oggi la sostenibilità (e non ci viene fornito gratis) è stato annunciato che presto verrà chiuso, sospingendo dunque capitali e imprese italiane a varcare i confini per trovare minor tassazione, meno rischi-paese e migliori infrastrutture.

### **IL CASO DELLA TURCHIA**

C'è poi il caso-Turchia, con il solito copione della svalutazione-inflazione-recessione che sta andando in onda in questi giorni a causa del fatto che il suo leader-tiranno Erdogan, ha fortemente deluso gli investitori stranieri e non ha voluto in alcun modo piegarsi di fronte alla richiesta americana di riequilibrare le proprie esportazioni (di acciaio innanzitutto, di cui l'America era il primo cliente) con altrettante importazioni. Colpita e affondata dalle sanzioni americane e dalla sfiducia degli operatori economici (anche interni), la Turchia deve confrontarsi con una **fuga di capitali senza precedenti** come si vede dall'evoluzione del tasso di cambio nei mesi estivi.

### **✖ MA LA LIQUIDITÀ FUGGE DALLE PERIFERIE ANCHE PER ALTRI MOTIVI**

Il punto però è che il medesimo andamento lo troviamo un po' dappertutto tra i Paesi Emergenti: da Giugno in poi anche le borse asiatiche puntano al ribasso e il motivo è sempre lo stesso : l'America si sta riprendendo le risorse finanziarie che prima aveva disseminato in giro per il mondo esprimendo dati "fondamentali" economici migliori. La più attenta selezione (da parte di chi alloca le risorse finanziarie) alla qualità degli investimenti, degli ambienti macroeconomici e delle prospettive di sviluppo premia dunque le economie più virtuose.

Questo significa che invece in molti paesi del mondo la liquidità si riduce e ciò amplifica la crisi dei mercati finanziari di nazioni come la Turchia ma anche dell'Italia e di altri paesi mediterranei, per non parlare degli altri paesi emergenti, a partire da quello che è ancora classificato come tale ma di fatto è divenuta la seconda potenza economica globale: la Cina.

Il problema della Cina non è troppo diverso da quello della Turchia: dall'inizio di Giugno i dazi americani stanno danneggiando l'industria e le esportazioni cinesi ma soprattutto stanno danneggiando le prospettive dell'economia cinese, così i capitali fuggono da quel paese e la sua moneta si svaluta, riducendo il potere di acquisto (di beni importati) della popolazione:

### ***DAZI E SANZIONI PER ORA HANNO FUNZIONATO (PER L'AMERICA)***



Non c'è dubbio quindi che le politiche di Donald Trump per riportare capitali e investimenti in America stiano funzionando alla grande, checchè ne scrivano gli oppositori.

E poi dazi e sanzioni significano forti incassi per le casse federali americane, con i quali si può addirittura arrivare a finanziare gli sgravi fiscali!

Ovviamente alla lunga il sistema rischia di incepparsi, poiché buona parte dei lauti profitti delle aziende americane sono stati sino ad oggi realizzati all'estero, dove i consumi potrebbero cominciare a contrarsi seriamente a causa della forza del Dollaro.

Ma per il momento non è così: i consumi interni agli USA crescono e gli investimenti in tecnologia creano posti di lavoro e tengono alte le aspettative, che sono fondamentali perché le aziende distribuiscano a valle denaro e l'economia cresca. Non è un caso se la crescita del prodotto interno lordo americano è più alta del solito. D'ora in avanti la partita si sposta invece sulla capacità dell'America nel risultare convincente a riequilibrare le bilance commerciali con il resto del mondo e, riuscendovi, azzerare le tariffe doganali. Il grafico qui sotto illustra l'aggravamento del deficit commerciale con la Cina (e dunque il motivo dell'innalzamento dei dazi):

### ***È IL MOMENTO DEI TITOLI "TECNOLOGICI"***

E poi se c'è un comparto industriale che -non solo a Wall Street, ma sicuramente lì innanzitutto- sta andando alla grande il borsa è proprio quello delle aziende "tecnologiche", sia perché in molti casi ha mantenuto le promesse di redditività agli investitori, che per il fatto che i loro fatturati andranno progressivamente a soppiantare quelli delle altre imprese, destinate inevitabilmente anche a svalutare nel tempo i loro valori di capitalizzazione di borsa.

D'altra parte gli investitori globali si stanno posizionando tutti su un atteggiamento più

cauto per il futuro, aumentando la quota di liquidità detenuta, il reddito fisso e i benefici, sottraendo dunque risorse agli investimenti azionari che infatti stanno in molti casi arretrando.

## ***LA LIQUIDITÀ DEI MERCATI GIOCA UN RUOLO IMPORTANTE***

Qualche eccezione (per ora) è data dall'immissione ancora di nuovi mezzi freschi da parte di alcune banche centrali (tra le principali quella europea, quella cinese e a tratti quella del Giappone) e, soprattutto, l'eccezione è data dai forti programmi di buy-back (riacquisto di azioni proprie) delle grandi Corporation americane che dispongono di fortissima liquidità e la distribuiscono in questo modo indirettamente ai loro azionisti. Il fenomeno vale molti miliardi di dollari ed è una delle principali ragioni per le quali Wall Street "tiene" più di altre piazze, come si vede dal grafico riportato:

La morale dello scenario appena tratteggiato però è molto chiara: l'America corre perché taglia la tassazione e incoraggia gli investimenti. Le borse che avanzano sono quelle che hanno in listino le aziende più redditizie, mentre quelle che arrancano di più sono le piazze che esprimono le maggiori incertezze riguardo al futuro. ✖

## ***IL GIOCO DELLE ASPETTATIVE***

È in questa prospettiva che si deve leggere l'incremento dello spread italiano, nonché la presa di beneficio dei maggiori investitori stranieri: se il nuovo governo riuscirà anche a favorire la ripresa economica e gli investimenti produttivi allora le migliori prospettive torneranno ad attrarre capitali e questi faranno ri-crescere il listino nostrano, caratterizzato tra l'altro dall'esibire oltre un centinaio di belle ma piccolissime imprese quotate all'Alternative Investment Market (AIM) e in attesa di passare al listino principale una volta raggiunte le dimensioni per farlo. Se lo facessero tutte, allora il numero delle imprese quotate al listino principale di Milano crescerebbe notevolmente, e così la sua liquidità complessiva.

Se viceversa il governo non riuscirà a fare nulla di tangibile allora l'attenzione del mercato dei capitali si sposterà ancora una volta sulla sostenibilità del debito pubblico e lo spread con i tassi tedeschi volerà inevitabilmente alle stelle, aprendo la strada a un copione già osservato prima in Grecia e poi in Turchia. Entrambe guarda caso bagnate dal

Mediterraneo e devastate da fenomeni di immigrazione di massa, come del resto il nostro Paese!

***Stefano di Tommaso***