

REBUS ITALIA



Nel primo trimestre dell'anno l'indice Ftse Mib è cresciuto del 18,45% contro il -16,15% dell'intero 2018. Da inizio anno i titoli di Stato italiani a 10 anni hanno subito un rialzo dei prezzi e una discesa conseguente del rendimento dell'8,13%. Ai prezzi attuali il rendimento a scadenza è del 2,51%, un punto in meno di pochi mesi fa. Insomma la borsa italiana, il cui capitale flottante (la parte di titoli quotati non legata a maggioranze di controllo o patti di sindacato, che viene comunemente scambiata) appartiene per la massima parte a investitori stranieri, sembra scommettere, alla conclusione del primo trimestre del 2019, sul buon andamento del nostro Paese, contrariamente a quanto succedeva nel 2018.



LE STATISTICHE SONO NEGATIVE

Nel frattempo i dati a fine marzo (cioè pochi giorni fa) sulla crescita dell'economia italiana non potrebbero essere più deludenti. Cito letteralmente un recente [articolo](#) a firma di Morya Longo sul Sole 24 Ore: "Che l'Italia cresca meno degli altri Paesi europei è noto a tutti... Un rapporto di The European House-Ambrosetti individua tre motivazioni strutturali: scarsa produttività, scarsa formazione, scarso livello di investimenti. La produttività italiana è cresciuta del 6,7% negli ultimi 23 anni, contro il 31,6% della Germania, il 27,8% della Francia, il 16,8% della Spagna e il 27,4% medio dell'Unione europea. Il motivo principale è dato dal fatto che in Italia è mancata la spinta della cosiddetta produttività «multifattoriale»: quella legata alla managerialità, alla digitalizzazione, alla meritocrazia, alla formazione e all'ambiente economico. Insomma: non cresce un Paese che mette le persone sbagliate nei posti sbagliati e che non ha cultura manageriale. Sul capitale umano l'Italia è ancora più indietro. Il nostro è infatti il Paese con la percentuale di laureati più bassa: solo il 17,7% della popolazione. L'Italia è anche il

Paese che investe meno in istruzione, dato che in percentuale al Pil si ferma a un misero 0,3% per le sole università. Molto meno di Spagna (0,6% del Pil), Francia (0,6%) e Germania (0,8%). Anche questo è un freno evidente alla crescita: minori competenze rispetto agli altri Paesi significano infatti minore capacità di innovare. Ma anche minori competenze nella forza lavoro. Infine l'altro grande problema dell'Italia è la scarsità degli investimenti."

MIGLIORI PROSPETTIVE

Numeri e fatti che lasciano poco spazio alle argomentazioni politiche e retoriche di entrambe le fazioni: maggioranza e opposizione, circa lo stato di salute dell'economia reale del nostro Paese. Ma com'è possibile che i mercati finanziari sottovalutino grandemente il pericolo che l'economia italiana possa avvatarsi ancor di più generando a sua volta una vera e propria crisi di fiducia nel debito pubblico nazionale? Evidentemente non basta guardare alle cifre storiche appena citate ma bisogna piuttosto interpretare i segnali prospettici per trovare una risposta all'altrimenti inspiegabile ottimismo degli investitori circa il destino economico della nostra Penisola.

In effetti il governo in questi giorni sta scaldando i motori su un certo numero di fronti caldi in fase di definizione del "DEF" (il documento di programmazione economico finanziaria): lo sblocco dei cantieri per gli investimenti infrastrutturali, la "Flat Tax" (che significa in definitiva un taglio delle tasse sul reddito), il rimborso ai risparmiatori coinvolti nei crack bancari, e un certo numero di semplificazioni burocratiche (ance se di esse è stato annunciato poco o niente). Lo spirito della manovra programmatica è quindi molto chiaro: fare tutto il possibile per far ripartire l'economia italiana nonostante i numerosi vincoli di bilancio e finanziari imposti da Bruxelles. D'altra parte il ritardo nella spesa infrastrutturale accumulato è comune a tutta l'Europa, (come si può vedere dal grafico qui sotto riportato) e dipende dall'impostazione fortemente ideologica della Commissione Europea a proposito del vincolo di bilancio. Un ritardo che lascia sperare nella possibilità che nuovi importanti investimenti saranno deliberati presto dall'intera Unione per recuperare il terreno perduto.



LA FINANZA INTERNAZIONALE SCOMMETTE SULL'ITALIA

E a crederci non sono soltanto gli elettori dell'attuale compagine governativa, bensì gli investitori finanziari stranieri, che notoriamente sono molto meno teneri nei loro giudizi di convenienza.

La maggioranza di governo peraltro si avvia a un mese dalla prossima consultazione

elettorale (quella per il rinnovo del Parlamento Europeo, a Maggio) con una prospettiva per lei decisamente positiva, sebbene i sondaggi prevedano una discesa delle preferenze del partito di attuale maggioranza relativa (i 5 Stelle) e una crescita delle preferenze per la Lega di Salvini, accreditato oramai stabilmente di oltre il 30% dei consensi. Il tutto con un pericolo di dissoluzione dell'attuale governo in carica che risulta nei fatti ancora piuttosto limitato, nonostante il bombardamento mediatico che indica un litigio crescente tra i due partiti al governo e le voci che circolano a proposito di Mario Draghi, governatore uscente della Banca Centrale Europea, che sarebbe stato individuato da Mattarella come candidato ideale per gestire la fase successiva all'eventuale crisi di governo e prima delle eventuali elezioni anticipate, che ragionevolmente non ci sarebbero prima dell'autunno inoltrato.

Forse è anche per questo pericolo (il Quirinale non è mai stato tenero con l'attuale governo) che la maggioranza giallo-verde risulta oggi più compatta di quello che la stampa vorrebbe farci credere. E i mercati finanziari ne prendono atto, lasciando lo spread tra i titoli di stato italiani e quelli tedeschi ai minimi dell'anno e premiando addirittura le quotazioni di Piazza Affari e dei BTP. 

MA IL “MAINSTREAM” È IMPIETOSO

Uno iato più forte tra il “mainstream” di stampa e televisioni e il “sentiment” dei pragmatici investitori stranieri non potrebbe nemmeno essere immaginato! Chi ha ragione? Purtroppo nessuno può prevedere il futuro e nè i commentatori nè gli investitori possono essere sicuri delle loro contrastanti indicazioni.

Quel di cui si può tuttavia prendere atto è che la congiuntura internazionale sembra essere indirizzata sulla via del miglioramento, e in particolare la fiducia degli operatori economici tedeschi (riportata dall'indice IFO) sembra essere ripartita a Marzo, mentre Francia e Spagna sembrano continuare la loro crescita sopra la media europea e persino l'andamento del Prodotto Interno Lordo italiano è già tornato sopra lo zero nel primo trimestre 2019. Dunque qualche elemento oggettivo di speranza rimane ancorato ai numeri tendenziali.

MEGLIO LA CINA CHE L'EUROPA?

Il Governo in carica ha oggettivamente le gambe azzoppate dall'eccessivo fardello di debito ereditato e dall'approccio impietoso degli altri membri dell'Unione Europea verso un Paese che le sta provando tutte per riprendere vigore.

Forse è per questo motivo che il Governo ha abbracciato con così grande entusiasmo le proposte giunte dalla Cina per il programma di investimenti della Belt & Road Initiative (la cosiddetta “nuova via della seta”) e i conseguenti capitali in arrivo dall'ex celeste impero. I

quali genereranno sicuramente un costo e una qualche dipendenza nei suoi confronti, ma gli italiani si chiedono altresì se la Cina potrà essere per il nostro Paese un partner peggiore che non la Francia, la Germania, l'Olanda e la Finlandia.

E la risposta non è poi così scontata, come afferma in un recente [articolo](#), tranquillamente e con distacco, l'autorevole rivista americana "Barron's" (che riflette il punto di vista degli Americani, cioè coloro che avrebbero dovuto indignarsi di più)!

Stefano di Tommaso

PROVE TECNICHE DI RECESSIONE



La vera novità della settimana è che un gran numero di indici statistici dell'economia reale hanno registrato un andamento debole, in particolare in Francia e ancor più in Germania (che sono al cuore dell'Unione Europea). In Germania l'indice PMI è crollato al livello di 44,7 (ben sotto la parità che è 50) ma anche in America la situazione è peggiore delle attese: l'indice Pmi di Markit sulle aspettative dei direttori degli acquisti delle aziende manifatturiere USA a marzo è sceso da 53 a 52,5 punti, deludendo le attese (53,5 punti) mentre quello Pmi dell'Eurozona a marzo è sceso ai minimi dal 2013. Le borse di tutto il mondo hanno ovviamente registrato con preoccupazione le vicende. Ma di qui a prevedere il peggio ce ne passa...

DATI MACROECONOMICI DELUDENTI

La produzione manifatturiera in Europa è inoltre calata del 3% negli ultimi tre mesi rilevati

(Novembre-Gennaio), lasciando immaginare perciò che il calo possa persistere ancora per qualche mese. Le cose sono andate meglio per il settore dei servizi (che in Europa conta per il 75% del valore aggiunto), dove l'indice è rimasto sostanzialmente invariato (vedi grafici).



Ma tanto per non farsi mancare niente sono arrivati nel frattempo il voto negativo del Parlamento britannico sull'accordo con l'Unione europea e poco dopo la decisione di quest'ultima di concedere due ulteriori settimane di tempo alla Gran Bretagna per la Brexit: una notizia apparentemente buona ma che in realtà ha rilanciato il corso della Sterlina (deprimendo anche la Borsa di Londra) e riaperto ogni possibile scenario, ivi compreso quello di un nuovo referendum.

Ora ciò che i giornali spesso non chiariscono è che da uno scenario di duro confronto tra Gran Bretagna e Unione Europea ci rimettono più gli esportatori continentali che non quelli d'oltremania, dal momento che il Regno Unito importa dall'Europa il doppio di ciò che esporta. Dunque la mancata soluzione "soffice" è in realtà una brutta notizia per l'economia reale comunque la si voglia interpretare e l'idea di ancora lunghi mesi di incertezza (in casi di nuovo referendum) non fa che complicarla.

Se si guarda altrove nel mondo si vedono problemi minori di quelli europei, ma pur sempre indicazioni poco rassicuranti (vedi grafico).



L'INVERSIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI

Alla pletora di cattive notizie macroeconomiche se n'è aggiunta una -diciamo- "segnaletica" che riguarda la definitiva inversione della curva dei rendimenti (vale a dire che i tassi a breve hanno superato quelli a lungo termine, contro l'ordine naturale delle cose che riconoscerebbe un premio di maggior rendimento ai titoli con scadenza più remota) sul mercato più liquido del mondo: quello americano. È storicamente dimostrato che l'America cade in recessione economica all'incirca un anno dopo che questo fenomeno si manifesta (vedi grafico).



TUTTAVIA L'ANDAMENTO SOSTENUTO DEL PETROLIO PONE QUALCHE DUBBIO ALLA PROGNOSI DI RECESSIONE

L'elenco può continuare, dal momento che l'accordo commerciale degli USA con la Cina ristagna, e nel frattempo quest'ultima ottiene successi diplomatici in Europa e consente

alla Corea del Nord di mostrare ancora una volta i suoi muscoli, mentre invece il prezzo del petrolio continua a esprimere stabilità e forza, cosa che fa pensare che -sebbene i produttori si sforzino di ridurre l'offerta- la domanda non ne sia stata compromessa dal rallentamento economico in corso.



Gli ostacoli alla continuazione della crescita economica insomma sembrano riguardare più le piccole e medie imprese (Europee in particolare) che non l'intera economia globale, cosa che lascia tutto sommato le borse in una situazione di incertezza (ma non di affanno) e che dovrebbe contribuire ad un maggior coraggio da parte delle banche centrali nel fornire liquidità al sistema bancario affinché incrementino l'erogazione di finanziamenti.

In questo contesto contrastato e con lo spettro della recessione in arrivo i mercati finanziari hanno proseguito con la rotazione dei portafogli acquistando titoli "difensivi", primi fra tutti quelli delle cosiddette "utilities" cioè le imprese che offrono servizi di pubblica utilità (luce, gas, acqua, trasporti urbani eccetera).

PERCHÉ LE UTILITY

La spiegazione è semplice: il settore industriale dei servizi di pubblica utilità risulta storicamente più performante quando l'economia abbandona lo stadio avanzato della crescita per entrare in stagnazione o in recessione.

Sia perché i tassi d'interesse in discesa producono il massimo beneficio per le utility (scende infatti il costo dell'indebitamento), un fattore importante per il bilancio di società che fisiologicamente ricorrono a un elevato indebitamento per finanziare ricorrenti investimenti fissi.



Ma anche perché diventano più appetibili i loro dividendi (tradizionalmente elevati) derivando da attività consolidate nei servizi di prima necessità il cui fatturato è poco volatile e perciò minore è l'impatto degli alti e bassi dell'economia. Comperare azioni di società operanti nella pubblica utilità non è dunque troppo diverso dal comperare titoli a reddito fisso ed è considerata la classica manovra difensiva di chi investe professionalmente. Dai grafici qui allegati si può notare l'andamento più che positivo (soprattutto in Italia) degli indici che rappresentano quei titoli:



Anche la marcata crescita delle quotazioni delle utilities è tuttavia a sua volta un segnale di relativa sfiducia nella prosecuzione della crescita economica o quantomeno è l'avvisaglia tipica di una temporanea stagnazione.

Ma se osserviamo l'andamento tipico dei fattori che contribuiscono all'avvitarsi della recessione (rappresentato dal grafico qui allegato) possiamo osservare di essere ancora relativamente lontani dalla cosiddetta "spirale del declino": i profitti industriali non sono in discesa la deflazione per il momento è lontana, la disoccupazione è addirittura in contrazione e i consumi evolvono in modalità differenti da quelle strettamente consumistiche del recente passato ma non crollano. Dunque lo scenario economico fino a qui visibile è sicuramente un quadro a tinte fosche ma il cui esito è quantomeno incerto e nient'affatto sicuramente negativo per l'anno in corso. In altri termini: non vi sono certezze.



NUOVI STIMOLI ALLA CRESCITA

Spingersi di conseguenza a prevedere cosa succederà oltre l'orizzonte naturale di fine 2019 non è tuttavia così facile: da un lato sono in molti a prevedere la recessione economica nel 2020 (anno tra l'altro bisestile e per questo considerato parecchio problematico per la scaramanzia dei mercati finanziari) e dall'altro c'è chi giura che le cose andranno assai diversamente, tanto per la propulsione asiatica e tecnologica alla crescita economica, quanto perché Donald Trump vorrà presentarsi all'appuntamento con gli elettori con un'America in ottima forma finanziaria e cercherà di spingere sugli incentivi fiscali (alle opere pubbliche, agli investimenti e alla piena occupazione) così come sta cercando di fare -nel suo piccolo- il governo giallo-verde italiano. Imprese non facili, dato il contesto generale riflessivo e quindi poco idoneo a recepire appieno misure espansive, ma pur sempre iniziative potenzialmente in grado di "tenere botta" alla fase di maturità del ciclo economico, in attesa che qualcos'altro lo rilanci più vigorosamente.

Le banche centrali sono già peraltro pronte a fare la loro parte con gli stimoli monetari e anche questo è un mezzo segnale positivo. Così come è successo già nei tre-quattro anni precedenti dunque non è escluso che le cose non vadano per il meglio. Possiamo almeno augurarcelo, dal momento che il modo migliore per evitare i danni di una recessione è quello di prepararsi il più possibile.

Stefano di Tommaso

PERCHÉ LE BORSE CORRONO



L'economia globale ha frenato abbastanza bruscamente alla fine del 2018, poi tra mille sussulti e distinguo sembra essere tornata a innestare la marcia in avanti (in quasi tutto il mondo salvo che in Europa), ma la ripresa delle quotazioni delle borse mondiali, dopo il calo registrato nel 2018 ha superato le più rosee aspettative. Perché? La risposta più breve è: perché le banche centrali hanno cambiato atteggiamento e oggi la liquidità sovrabbonda sui mercati. Ma in realtà lo scenario è più complesso.

I MOTIVI DI TIMORE A FINE 2018

Per cercare di interpretare correttamente la situazione corrente bisogna innanzitutto notare come alcuni tra i maggiori timori che erano comparsi al momento della picchiata delle borse di tutto il mondo (a fine dicembre 2018) stanno perdendo la loro ragion d'essere mano mano che i mesi passano:

- prima quelli sulle guerre commerciali internazionali (a partire dalla madre di tutte le battaglie: la Cina contro l'America),
- poi i timori derivanti dall'eccesso di rigore praticato dalla Federal Reserve nel perseguire la normalizzazione della politica monetaria (e dal conseguente scontro con il Presidente Trump),
- per seguire con quelli derivanti dalle conseguenze di una lite profonda tra la Gran Bretagna e il resto d'Europa (la prima è importatrice netta dalla seconda),
- e per finire con le possibili tensioni che sarebbero conseguite a una crisi dei debiti pubblici (a partire da quelli italiano e americano).

Con la conseguenza quasi scontata di una potenziale revisione al ribasso del

giudizio delle agenzie di rating internazionali, di materia per far tremare le borse ce n'era perciò proprio a bizzeffe.

LA MINI-RECESSIONE D'AUTUNNO

A tutto ciò si aggiungeva lo sconcerto provocato dalla mini-recessione d'autunno (che sembrava essere arrivata senza alcun preavviso e che pareva precludere ad una decisa anticipazione della conclusione dell'attuale ciclo economico positivo e all'arrivo di una nuova recessione globale). Recessione tecnica invece, rivelatasi poi per quello che in realtà è forse sempre stata: uno scossone di assestamento o poco più, persino in Italia, dove il primo trimestre 2019 sembra già puntare oltre la parità.

IL PANORAMA SEMBRA DECISAMENTE MIGLIORATO

Tutti coloro che si informano regolarmente sanno perciò che buona parte dei mal di testa che conseguivano all'accumulo di nuvoloni neri e che avevano scatenato un panico da nuova tempesta perfetta nella finanza mondiale oggi sembrano invece dileguarsi, quantomeno nelle aspettative: la Cina e l'America (ma soprattutto quest'ultima, che ha smesso di cannoneggiare anche nei confronti del resto del mondo) stanno mostrando fermamente che vogliono trovare un esito positivo ai negoziati. La FED ha detto chiaramente che non intende accollarsi la responsabilità di una nuova recessione e che dunque i prossimi aumenti dei tassi d'interesse sono rinviati a data da destinarsi. La Gran Bretagna ha abbandonato l'idea di sbattere la porta alla Commissione Europea rinviando a tempi migliori l'uscita dall'Unione (tra due mesi ci saranno le elezioni per il rinnovo dei vertici d'Europa) e infine le agenzie di rating si sono guardate bene dall'infierire sull'eccesso di debiti pubblici, astenendosi dal peggiorare i loro giudizi e, più di ogni altro fattore, il timore che il mondo stesse viaggiando verso una nuova recessione sembra quantomeno rintuzzato da una serie confortante di nuovi dati macroeconomici che paiono smentire i gufi che annunciavano un'imminente apocalisse.

MA NON BASTA PER GIUSTIFICARE LA CORSA DEI LISTINI

Tutto bene dunque? Più o meno sì, fatta salva l'ovvia considerazione che quelle sopra citate sono tutte delle "mezze buone notizie", non il grilletto che può aver scatenato la nuova corsa all'oro della finanza mondiale! In molti casi l'allarme è stato infatti soltanto rinviato.

Non per niente l'inflazione resta ai minimi storici, i tassi d'interesse a lungo termine sono andati in direzione opposta a quelli a breve termine (sono scesi) e tutti sanno che, tempo un anno o due, l'inversione della curva dei tassi (quelli a lungo termine dovrebbero normalmente restare ben al di sopra di quelli a breve, per remunerare la minor liquidità) prelude all'inversione del ciclo economico.

Se invece dal picco negativo di Dicembre scorso (meno di tre mesi fa) le principali borse sono cresciute circa del 20% qualche altro motivo ci deve pur essere e i più concordano che la risposta risieda nella politica monetaria delle banche centrali, le quali non hanno soltanto cambiato atteggiamento (come la FED) ma in molti altri casi hanno addirittura ripreso a pompare liquidità, a partire da quella cinese, fino a quella europea, passando dalla Bank of Japan che non ha letteralmente mai smesso di farlo.

LA LIQUIDITÀ INNANZITUTTO

Altro che normalizzazione monetaria dunque, siamo di fatto agli antipodi, anzi peggio  che agli antipodi, perché -anche a causa della maggior offerta di moneta da parte delle altre banche centrali che non trova riscontro in altrettanta fiducia nelle borse locali- **Wall Street** in questi mesi non solo è cresciuta parecchio (vedi grafico qui sopra), ma ha anche continuato a rosicchiare quote di mercato alle altre grandi borse, attirando capitali dal resto del mondo sia perché esprime grandi qualità (liquidità, trasparenza e controlli, eccetera) che per il fatto che il Dollaro è rimasto da tempo in tendenza ascendente contro praticamente tutte le altre valute.

 L'indice europeo paragonabile allo Standard&Poor 500 riportato qui accanto è infatti l'**Eurostoxx 600** qui sotto, che evidentemente si è mosso con più moderazione e in leggero ritardo.



Tra l'altro l'afflusso netto di capitali in zona **Dollaro** non fa che rinforzare quella divisa, che resta chiaramente in un canale ascendente, come mostra il grafico della sua quotazione **contro Euro** qui accanto riportato.

La liquidità dunque è ciò che fino ad oggi ha continuato a sostenere i listini di borsa, anche tenendo conto del fatto che i titoli a reddito fisso mancano oramai del primo dei due aggettivi: il reddito, e che per questo motivo molti investitori scelgono i titoli azionari per avere dai dividendi la cedola che non esiste più per quelli obbligazionari.

MA QUANTO PUÒ DURARE ?

Ma quanto può durare questa bonanza? La domanda è per definizione senza risposte certe ma possiamo provare a guardare qualche dettaglio interessante negl'indici che misurano la **produttività del lavoro**, dal momento che il rialzo del costo della manodopera già registrato in America può diffondersi nel resto del mondo anche se esso non sembra

incidere necessariamente sui consumi, la cui composizione è in forte cambiamento (ed è forse principalmente per questo motivo che l'inflazione non cresce).



La produttività non è soltanto stranamente rimasta al palo negli ultimi anni, un periodo in cui viceversa i profitti aziendali hanno corso più di quanto avessero mai fatto prima, ma ciò è anche successo nel Paese che più di tutti gli altri ha investito nella rivoluzione digitale (che ha da molti altri punti di vista portato a immensi efficientamenti economici): gli Stati Uniti d'America. Qualcuno ne ha attribuito le cause all'avanzamento delle tecnologie che hanno generato la cosiddetta "sharing economy" (economia della condivisione) grazie alla quale molti prodotti e servizi sono divenuti economici o addirittura gratuiti (a partire dalle notizie, fino al noleggio di bici e automobili), andando ad alterare gli indici che la tracciavano proprio laddove le nuove tecnologie si sono sviluppate maggiormente.

ALCUNI SEGNALI POSITIVI...

Ebbene dopo molti anni in cui addirittura sembrava volgere al ribasso, nell'ultimo trimestre 2018 ha fatto un balzo in avanti, facendo ben sperare che le tensioni salariali non finissero con il divorare il salto in avanti dell'efficienza aziendale che è derivata dall'andamento economico positivo in America.

Se andiamo poi a guardarne l'andamento dell'efficienza dell'ora lavorata nei paesi più sviluppati (OECD) troviamo in effetti che molte economie emergenti e in particolare quelle dell'Europa dell'Est come Polonia, ***Lettonia, Bulgaria e Romania***, negli ultimi tre lustri hanno mostrato dinamiche molto più pronunciate che non quelle degli U.S.A. o del Regno Unito.



Lo stesso non può peraltro dirsi per il nostro Paese che, rispetto ai più diretti concorrenti europei, ha accumulato un ritardo considerevole, come si può notare dal grafico qui riportato.



Ebbene quella timida ripresa della produttività americana fa pensare che la maggior efficienza per le imprese derivante dall'avanzamento delle tecnologie produttive sia arrivata a lambire anche l'industria manifatturiera americana, lasciando ben sperare che non resti effimera la timida ripresa dei prodotti economici lordi che sembra aver attecchito sul pianeta dopo la pausa della crescita registrata alla fine dello scorso anno.

Nulla di certo tuttavia, e soprattutto non si tratta ancora di una tendenza consolidata che

possa far sperare nella ripartenza di un nuovo ciclo economico globale di sviluppo senza essere passati (o quasi) dalla fase recessiva. Per ora è soltanto una pia speranza: quella che l'incedere inesorabile delle nuove tecnologie possa aprire nuovi scenari di sviluppo economico, sino ad oggi impensabili.

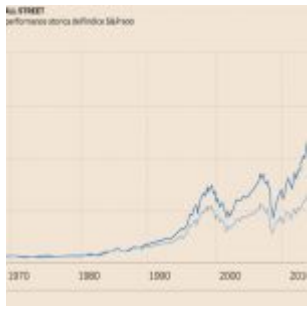
E ALTRI SEGNALE DI PRUDENZA

Per il momento dunque la prudenza è d'obbligo: le borse mondiali appaiono ancora una volta fortemente sopravvalutate rispetto alla redditività delle imprese che vi sono rappresentate, o quantomeno in forte anticipo rispetto alle performances che queste ultime dovranno mostrare per giustificare le elevatissime valutazioni implicite nei corsi azionari. E ***sempre che l'inflazione non faccia brutte sorprese***, dal momento che se arrivasse anche le aspettative -oggi stazionarie- relative ai bassissimi tassi di interesse che sottendono alla stima dei flussi di cassa prospettici che possono generare quelle imprese, sarebbero riviste al ribasso, trascinando con sé anche i listini di borsa.

Un'ipotesi al rialzo quindi e una al ribasso fanno la più assoluta parità nelle attese circa l'evoluzione delle borse di qui alla fine dell'anno in corso. Che peraltro è quello che si aspettano quasi tutti gli analisti finanziari per i prossimi 10 mesi, ma con l'unica avvertenza che la media del pollo appena ipotizzata ***non implica necessariamente un mare calmo come l'olio per la navigazione, soprattutto quando gli scenari appena pennellati tendono un po' troppo al colore rosa***, che sia esso quello di un'alba oppure di un tramonto. Nessuno può davvero dirlo...

Stefano di Tommaso

LA STAGIONE DEI DIVIDENDI NON È MAI STATA COSÌ ATTRAENTE



Il mese di Marzo è sempre stato il mese in cui saltano fuori le cifre che verranno poi pagate tra Aprile e Maggio dalle società quotate in Borsa come dividendo. Negli anni precedenti però nella logica degli investitori - da quelli professionali ai piccoli risparmiatori- era un evento quasi trascurabile rispetto all'attesa (speculativa) di guadagno in conto capitale che rappresentava una parte molto importante della decisione di acquistare o meno azioni quotate. Ma quest'anno le cose sono parecchio diverse...

I TASSI A ZERO SPINGONO LE AZIONI CON I MAGGIORI DIVIDENDI

Negli ultimi anni invece le cose sono cambiate non poco: innanzitutto perché i tassi di interesse sono scesi intorno allo zero trasformando il dividendo azionario nella superstar dei rendimenti, dal momento che i titoli di stato e quelli obbligazionari non rendono più quasi niente; ma poi anche perché i profitti delle aziende quotate sono cresciuti parecchio e dunque hanno lasciato più spazio che non in passato ai dividendi che sono divenuti una fonte di rendita finanziaria quasi senza alternativa.

Il 2019 è forse l'anno record da questo punto di vista perché i tassi di interesse offerti dai titoli a reddito fisso sono tornati a flettere e i dividendi deliberati (sulla base degli utili record del 2018) sono spesso davvero elevati. Siamo arrivati all'assurda situazione di un'emissione obbligazionaria irredimibile di recente proposta al pubblico da Unicredit propone un reddito fisso annuo inferiore al rendimento della cedola delle azioni della sua più diretta concorrente: Intesa San Paolo (che peraltro esprime una capitalizzazione di borsa al di sotto del valore del suo patrimonio netto rettificato) !

Certo, ci sono titoli azionari quotati nelle principali piazze finanziarie del pianeta che hanno sempre distribuito lauti dividendi e la cui politica di bilancio storicamente prudente fa sperare che possano proseguire ancora a lungo in tal senso (come illustrato nel grafico che segue):



Il fenomeno più recente invece, quello della caccia esasperata al dividendo cui stiamo assistendo è stato denominato già qualche tempo fa “bondification”, poiché nelle scelte di portafoglio un certo numero di titoli azionari oramai vengono trattati dagli investitori come fossero obbligazioni, e cioè vengono selezionati sulla base dei flussi di cassa attesi per la distribuzione degli utili.

OCCHIO AGLI SPECCHIETTI PER LE ALLODOLE



Ma come tutti gli eccessi potrebbe avere delle ripercussioni negative: tanto per cominciare il mancato rimborso del titolo azionario, mentre quasi tutti quelli obbligazionari (salvo appunto gli “irredimibili”) hanno una scadenza è una data di rimborso del capitale; in secondo luogo ci sono società operanti in settori maturi e con prospettive del business non esattamente rosee e sicure, che forzano la mano nel distribuire dividendi allo scopo di tenere alta la quota del titolo, anche quando la prudenza suggerirebbe di trattenere gli utili per le esigenze aziendali di rafforzamento patrimoniale. Di lato una tabella estremamente esplicativa ma che risale alla fine dello scorso anno e che quindi appare oggi relativamente imprecisa perché riporta le quotazioni di oltre 2 mesi fa.

✖ Quello della scarsa prudenza in occasione della distribuzione dei dividendi è spesso il caso degli istituti di credito, ancora oggi alle prese con la necessità di disfarsi di crediti di dubbia restituzione e con un certo scetticismo al riguardo della correttezza delle loro rappresentazioni contabili da parte di chi dovrebbe investirci, istituti che invece in molti casi deliberano generose distribuzioni di dividendi, anche perché la logica delle “stock-options” (la distribuzione al management di opzioni di acquisto di azioni quotate) spinge i loro dirigenti quasi a forzare la mano in tal senso.



MEGLIO LE COMPAGNIE ASSICURATIVE

Meno problematica da questo punto di vista è la situazione delle compagnie assicurative, dal momento che non devono quasi confrontarsi con la fiducia del mercato a proposito del livello di crediti non esigibili in portafoglio (se non marginalmente per il ramo cauzioni) e d'altra parte altrettanto liquide quanto le banche (dunque non soggette a trovarsi a corto di cassa in caso di laute distribuzioni di dividendi).



E C'È ANCHE IL CREDITO DI IMPOSTA

Ovviamente bisogna tenere conto del fatto che i dividendi distribuiti quest'anno non sono una garanzia di continuità nel futuro, ma stavolta i dividendi di parecchie azioni quotate in Borsa sono arrivati anche a tre-quattro volte il reddito percentuale annuo promesso dai Buoni Poliennali del Tesoro o dai principali emittenti di titoli obbligazionari (Enel, Telecom, Ferrovie, eccetera...). Una vera e propria manna se si tiene conto anche del credito di imposta che viaggia attaccato al dividendo distribuito.

Nell'ipotesi poi (non del tutto peregrina) di un veloce recupero di valore della quotazione azionaria al di sopra del livello che aveva prima dello stacco del dividendo, fare i "cassettisti" (come si diceva una volta) solo per pochi mesi può procurare un rendimento teorico su base d'anno ancora più interessante di quello che deriva dal rapporto tra il dividendo pagato e la quotazione del titolo, dal momento che la misura del dividendo è solitamente espressa in ragione d'anno, mentre si può sperare che ci siano ancora degli investitori privati che, per loro ragioni legate al rapporto complessivo con il fisco italiano, non ci tengono ad esprimere ufficialmente in dichiarazione dei redditi il dividendo dei titoli azionari detenuti e, per questo motivo, vendono le azioni che stanno per staccare i dividendi poco prima della loro distribuzione (per poi eventualmente riacquistarli).

Una vera pacchia perciò questa volta, che fa a sua volta ben sperare nella tenuta -nel corso del prosieguo dell'anno- delle quotazioni di Borsa.

Stefano di Tommaso