

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

CRESCITA PIÙ DEBOLE?
CI SONO QUATTRO INDIZI

► I tassi a lungo termine segnalano che la crescita è destinata a indebolirsi. L'avvertimento arriva da Equita: nel corso del mese gli esperti della sim hanno fatto una serie di cambiamenti nel portafoglio raccomandato, portando le banche in sovrappeso e inserendo Atlantia, ma azzerando titoli come Generali, Mediobanca e StM. Il peso azionario complessivo è passato dall'88 all'85% contro un neutro di 95%: in questo modo la sim ha aumentato il sottopeso rispetto al benchmark alla luce di ben quattro motivi: 1) Trovare titoli con un rapporto rischio/rendimento interessante è sempre più complicato, a meno di ipotizzare che i margini continuino a migliorare e la crescita ad accelerare. Tuttavia i margini di profitto sono fortemente ciclici e sono già sui massimi storici, mentre la discesa dei rendimenti obbligazionari a lungo termine dice che la crescita resterà modesta. 2) Gli esperti di Equita vedono un grande rischio nella crescente popolarità delle strategie di incremento del rendimento basate sulla vendita sistematica di volatilità, popolarità dovuta alla compressione della volatilità generata da anni di Quantitative easing (Qe). Si tratta dell'evoluzione della portfolio insurance (riduzione progressiva del peso azionario al raggiungimento di stop loss prefissati) che fu alla base del crash del 1987, quando l'apertura in gap down dell'indice Dow Jones fece saltare tutti gli algoritmi. 3) I segnali che arrivano dagli Usa (deboli vendite retail, calo delle immatricolazioni di auto, rallentamento del credito bancario, appiattimento della curva dei tassi) puntano a un deciso indebolimento del ciclo economico. 4) Il bilancio delle banche centrali del G4 pari a 6 trilioni di dollari nel 2007 toccherà il picco di 16 trilioni di dollari a fine anno per poi iniziare una lenta discesa che gli analisti di Equita dubitano possa rivelarsi indolore, visto che il Qe ha spinto gli spread sui bond high yield ai minimi storici e incoraggiato le aziende, anche con mediocri free cash flow, a indebitarsi principalmente con l'obiettivo di finanziare buyback o m&a.

COSÌ ATLANTIA-ABERTIS
SCALDA ANCHE LE TORRI

► La carcica febbre per le torri di trasmissione sta vivendo una nuova fiammata. Cellnex Telecom, colosso spagnolo delle infrastrutture wireless, pare rientri negli interessi dei colossi americani Crown Castle e American Tower, secondo quanto rivelato da *Expansion*, nel caso si arrivi alla fusione tra Atlantia e Abertis, principale azionista di Cellnex con una quota del 34%. Il gruppo italiano ha già detto che, se l'accordo con Abertis avrà in porto, venderà almeno il 5% di Cellnex per evitare un'offerta di acquisto obbligatoria, ma secondo alcuni potrebbe arrivare a considerare la dismissione dell'intera partecipazione, che non è strategica, con l'obiettivo di sostenere il finanziamento della fusione. Cellnex ha una presenza di rilievo anche in Italia: è il suo secondo mercato con 239 milioni di ricavi (34% del totale), 8mila torri e il suo maggior cliente, Wind. A suo tempo il gruppo spagnolo aveva anche presentato un'offerta, in cordata con F2i, per Inwit, la società delle torri di Telecom, poi finita su un binario morto. E ora, con i nuovi spazi di mercato creati dalla fusione Wind-3 e dall'ingresso di un nuovo operatore come la francese Iliad, il gruppo guidato da Tobias Martinez Gimeno punta a fare dell'Italia il primo mercato. Intanto ieri Banca Imi ha confermato sul titolo Inwit il prezzo obiettivo a 5,1 euro apprezzando l'elevata visibilità delle prospettive di crescita organica, oltre che il potenziale consolidamento in Italia (possibile cessione delle torri Wind-Tre) e sullo sviluppo delle small cell.

Nel gestire i beni comuni il low profit è la terza via tra inefficienza statale e liberismo selvaggio

DI ANDREA RAPACCINI*

Pubblico o privato? Su welfare e beni comuni non sembra esistere una terza via. Seduti sull'eredità di un Novecento che non passa, continuiamo a guardare al modo di fare impresa con categorie d'altri tempi: statalismo o mercatismo. Come se l'acqua che beviamo o l'aria che respiriamo, ma anche salute, assistenza sociale, educazione, cultura fossero beni e servizi come mille altri, e obbligassero a scegliere tra una gestione pubblica che dovrebbe massimizzare l'utilità sociale (spesso a spese dell'efficienza) e una che, in nome degli *animal spirit* del libero mercato, dovrebbe massimizzare il profitto (spesso anche con l'aumento e la discriminazione dei prezzi). Eppure i beni comuni - in cui includiamo anche beni e servizi del tradizionale perimetro del welfare - vivono una sorta di squilibrio che li rende unici. Quello tra la natura del bene stesso - che si vorrebbe avesse carattere di gratuità - e le compatibilità finanziarie necessarie a garantirne la sostenibilità e la vera accessibilità a tutti. Questo trade-off richiede oggi un cambio di paradigma. Occorre guardare a questi beni come a una nuova asset class, con rapporti rischio/rendimento specifici, cui applicare strumenti giuridici e finanziari nuovi. Ed è necessario costruire forme inedite e innovative di gestione imprenditoriale. Come caso limite consideriamo l'acqua, bene comune per antonomasia. Ogni italiano ne consuma 245 litri (dati Istat al 2015), ma nelle nostre reti idriche va disperso il 38% di quanto viene immesso, che è quanto basterebbe per un anno a 10 milioni e mezzo di italiani. Non solo: il 9,4% delle famiglie italiane lamenta un'erogazione irregolare. Il business idrico - gestito da ben 2.253 imprese - è dunque tecnicamente inefficiente, e richiede importanti investimenti in

infrastrutture (si stima circa 25 miliardi nel prossimo lustro). Il punto è che la finanza pubblica non ha risorse per soddisfare tale esigenza e bisogna coinvolgere investitori privati, che ovviamente richiedono un ritorno in cambio del loro impegno.

Ecco il punto di squilibrio: per garantire il necessario miglioramento del servizio idrico occorrono fondi privati, per ottenere questi è necessario prospettare profitti, e a tale scopo è necessario aumentare i prezzi del bene applicando quindi modelli di gestione lontani dai concetti di gratuità insiti in un bene come l'acqua. Ma è proprio inevitabile questo circolo vizioso? Noi crediamo sia possibile trovare un nuovo equilibrio. In questo caso, i modelli di gestione non possono prescindere dal riconoscere il valore sociale dell'acqua ma devono integrare le logiche di mercato che garantiscono l'appetibilità per gli investitori privati, in particolare di coloro che investono a lungo termine. Un operatore che voglia interpretare questa doppia anima dovrebbe dotarsi di un modello di gestione ibrido, a metà tra il classico modello *for profit* e le tradizionali forme del terzo settore. Un simile modello - basato sull'impianto di una società di capitali - oltre a sancire per statuto un limite massimo alla distribuzione di utili, potrebbe prevedere sistemi di dividendo sociale sotto forma di riduzioni tariffarie a protezione delle fasce più deboli della popolazione e un sistema trasparente di governance, per esempio introducendo nello statuto una norma che regola la nomina di amministratori scelti tra i rappresentanti delle comunità di riferimento. Infine si potrebbero prevedere anche sistemi di raccolta finanziaria

con rendimenti del capitale correlati al ritorno sociale (una logica *pay for result* da parte dell'attore pubblico), sulla scorta di quanto sperimentato in Gran Bretagna e Francia con i Social Impact Bond. La riforma dell'impresa sociale *in itinere* in questi giorni delinea un modello per molti aspetti in sintonia con quanto abbiamo appena tratteggiato. Correggendo alcune criticità della legge 155/2016, il decreto attuativo approvato il 12 maggio dal Consiglio dei ministri (e ora al vaglio delle Commissioni Parlamentari) disegna la possibilità di una impresa sociale di capitale che garantisce un ritorno limitato per l'azionista (sia in termini di percentuale degli utili distribuiti e di rendimento degli investimenti di capitale), e dall'altro riconosce alcuni incentivi fiscali rispetto alla legge attuale. Tutto questo rende questa forma societaria competitiva rispetto a quelle già esistenti.

Ma al di là dell'abito societario, il punto vero è che il paradigma che abbiamo delineato - e che in qualche forma possiamo definire *low profit* - può essere applicato non solo all'acqua. L'intero ventaglio del welfare - oggi stretto nell'alternativa pubblico o privato - è in realtà un vero mercato su cui applicare assetti e logiche low profit che prevedono investitori «pazienti», in grado di conciliare profitto per l'azionista e utilità sociale. Viste in questa prospettiva i comparti Salute, Assistenza e Istruzione costituiscono da soli un asset class da 235 miliardi di euro l'anno (Fonte Istat 2015). Un mercato che richiede logiche di investimento innovative, vista da una parte la difficoltà del welfare pubblico a sostenere gli attuali livelli di spesa e dall'altro la necessità di non cedere alle sirene neo-liberiste della privatizzazione selvaggia. (riproduzione riservata)

*presidente, Mbs Consulting

Occhio anche alle fake financial forecasts

DI ALESSANDRA RITROVATO

Gli andamenti dei mercati sono le notizie su cui lavorano operatori e investitori. Ma ci sono anche notizie che a loro volta muovono i prezzi di azioni e commodities. Talvolta sono buone notizie, altre volte cattive. Da qualche tempo ci siamo abituati a vedere come serpeggino anche notizie false. Sono le fake financial news o forecasts, le bufale che condizionano gli atteggiamenti e gli umori del grande pubblico e della propensione dei risparmiatori a investire sui listini, nei fondi, nelle gestioni patrimoniali. Quante notizie girano che sono false o costruite per indurre scelte e comportamenti nelle sfere politiche, sociali e private, in grado di modificare il trend dei mercati? Inoltre: è possibile districarsi in questo mosaico dove convivono e si influenzano a vicenda notizie di qualità con altre di dubbio valore? A queste domande hanno cercato di rispondere un gestore di patrimoni e un giornalista al convegno «Economia reale e economia finanziaria» promosso dalla Facoltà di Giurisprudenza de La Sapienza di Roma. Paolo Gila, che per la Rai segue i mercati finanziari e che su questi temi ha

scritto diversi libri, tra cui *Capitale-simo* (Bollati Boringhieri), ha sollevato una questione: non ci sono solo false notizie, esistono anche le false previsioni. Accanto alle fake news esistono anche le fake forecasts, di fronte alle quali siamo spesso impreparati perché il mondo è entrato in una complessità senza precedenti. I giornali però hanno il vantaggio che nel tempo riescono a correggersi in autonomia, facendo ricorso alle opinioni di esperti qualificati che mettono progressivamente a fuoco i problemi. «Occorre monitorare notizie e andamenti», ha messo in rilievo Enrico Vaccari, fund manager delle gestioni di Consultinvest sgr, «perché i mercati si nutrono di aspettative, ma ci sono notizie che le condizionano e su queste notizie, vere o false, si scopre poi che i grandi investitori erano già posizionati da tempo». Vaccari ha illustrato diversi casi di panico indotto da organi di stampa, esempi che potrebbero diventare da manuale: il 25 agosto 2015 si diffuse la notizia che il Brasile avrebbe manifestato un crollo

delle esportazioni a causa di una crisi epocale, salvo poi vedere la borsa carioca crescere del 38% nei mesi successivi. Un'altra ondata di notizie sulla diminuzione della capacità produttiva cinese, apparse sulla stampa tra l'autunno del 2015 e i primi mesi del 2016, hanno fatto reclinare la borsa locale fino ai minimi, ma dalla primavera 2016 al maggio 2017 l'indice è avanzato di oltre il 30%. Un altro caso significativo riguarda la pubblicazione di un recente report di una grande banca d'affari Usa, secondo cui il petrolio avrebbe potuto scendere da 35 a 20 dollari il barile. La previsione fu diramata agli organi di stampa e diffusa al grande pubblico con l'effetto di mettere i prezzi in altalena, ma dopo un minimo sotto i 30 dollari toccato dopo poche sedute, il prezzo del greggio è risalito agli attuali 51 dollari. Previsioni sbagliate, certo. Ma in buona fede o per indurre un certo comportamento? «Difficile dirlo», conclude Vaccari, «ma l'economia reale ha i suoi numeri e a questi bisogna sempre guardare con realismo, senza farsi suggestionare di chi vuole condizionare i trend e gli umori». (riproduzione riservata)