

Scenari mondiali, il RITORNO dello spread

Il 2017 si prospetta piuttosto impegnativo per il nostro Paese. A livello globale le tensioni geo-politiche non sembrano trovare soluzione, quali saranno le possibili conseguenze sui mercati?

Tra le tante buone notizie del 2017 ce n'è una che è meno buona delle altre e riguarda le difficoltà in termini di credibilità, affidabilità e prospettive future del sistema-Paese nostrano. Un riaprirsi dello spread tra i tassi di interesse impliciti nelle quotazioni dei nostri titoli di stato decennali e quelli della Germania, significa purtroppo quanto appena scritto e tanto altro. Significa il timore che l'eccesso di debito pubblico italiano possa frenare la crescita del Paese e ridurre la sostenibilità del suo debito, non tanto in termini di capacità di pagarne gli interessi, oggi risibili, quanto in termini di capacità di rimborso del medesimo.



20 MINUTI



INTERMEDIO

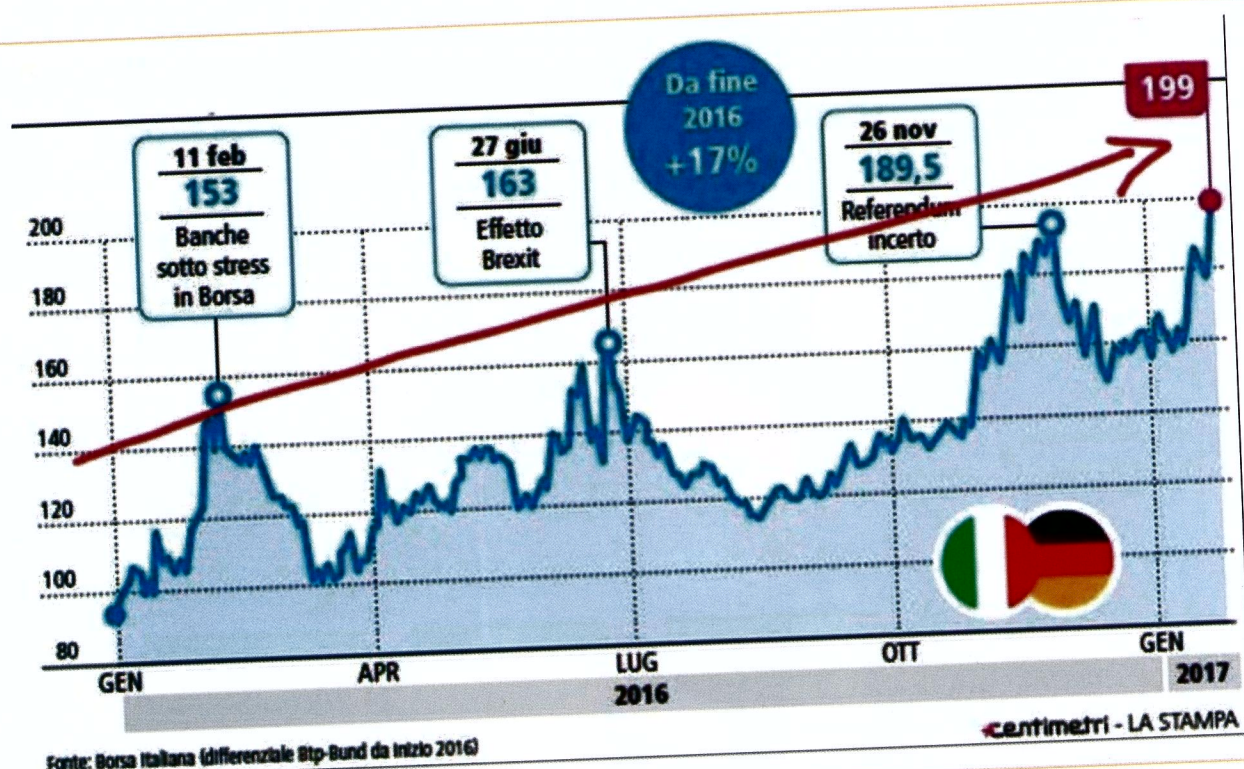


A cura di Stefano Di Tommaso

Significa poi il timore che possa presto essere rimosso l'ombrello europeo che la Banca centrale di Francoforte ha posto a riparo dalla speculazione internazionale contro i titoli di stato italiani. O anche solo ridotto, come da tempo auspica la Germania, il nostro più importante partner politico, ma anche il nostro peggior concorrente sui mercati di sbocco di tutto il mon-

do dei nostri prodotti e servizi. Significa, infine, il timore di un nuovo acuirsi delle tensioni internazionali, di cui quelle europee non sono che una minima parte (si pensi per esempio alla polveriera iraniana, israeliana e nel golfo arabico o ai possibili sussulti che potrebbero derivare dall'eccesso di iniziativa del presidente turco Erdogan), sebbene a noi forse interessino maggiormente dal punto di vista economico e finanziario. L'anno appena iniziato sembra,





infatti tradire una certa possibilità che, nonostante il mondo possa tornare a sperare in una miglior crescita economica e in una più stabile base per i mercati finanziari, le tensioni internazionali non si riducano, o almeno non immediatamente, in Medio Oriente come nel continente asiatico, come pure in Europa dove i prossimi 23 aprile e 7 maggio si terranno le elezioni presidenziali francesi (che potrebbero cambiare i connotati all'Unione in caso di vittoria di Marine LePen) e dove, subito dopo l'estate, il 24 settembre, si terranno le elezioni parlamentari tedesche, altrettanto importanti per comprendere le sorti della casa comune e della divisa unica.

Difficile dire se le tensioni geopolitiche e comunitarie porteranno i mercati finanziari a ritirarsi, gli investimenti produttivi ad essere rinviati, i consumi a restringersi.

Difficile è però che ciò avvenga, dal momento che i "fondamentali" dell'economia globale sembrano poggiati sulla roccia dello sviluppo demografico, delle nuove tecnologie e del progressivo consolidamento dei settori economici più tradizionali.

Attenzione e circospezione perciò, ma non pessimismo, è il qua-

dro che emerge dalla sfera di cristallo di piazzetta Belgioioso.

Cosa riserva il 2017 al mercato delle fusioni e acquisizioni?

Dopo le grandi incertezze geopolitiche e finanziarie del 2016, l'anno in corso sembra correre su binari molto più tranquilli per la crescita economica e questo non può che riflettersi sulla dinami-

L'anno appena iniziato sembra tradire una certa possibilità che, nonostante il mondo possa tornare a sperare in una miglior crescita economica e in una più stabile base per i mercati finanziari, le tensioni internazionali non si riducano



ca delle fusioni e acquisizioni tra aziende, nonché sull'orientamento complessivo degli investitori, siano essi di "private equity", di "venture capital", o anche solo attivi in bond e minibond.

Maggior liquidità disponibile

Questo orientamento complessivo per il nuovo anno sembra altrettanto corroborato dall'incremento della liquidità disponibile per banche e imprese e non può che favorire la crescita, ancora

possibili acquisizioni e combinazioni industriali.

Questa tendenza si può riscontrare non soltanto nelle acquisizioni di imprese-target di più piccole dimensioni, ma più orientate al futuro, bensì anche nelle grandi aggregazioni industriali che possono ridisegnare i confini competitivi di ciascun settore economico, come ad esempio la mega-fusione tra l'italoamericana Luxottica e la francese Essilor, potenzialmen-

iniziative destinate a proteggere il mondo nei campi dell'ambiente, dell'ecologia e del controllo delle emissioni nocive che potrebbe stimolare nuove iniziative legislative e più importanti investimenti strutturali, con conseguenze potenzialmente positive anche, a sorpresa, nel settore delle energie derivanti da fonti rinnovabili, che era sembrato un po' sonnecchiare nel corso del 2016.

La tecnologia alla base delle nuove strategie

Una delle determinanti probabilmente più forti nelle future decisioni aziendali è con poche eccezioni quella della ricerca delle nuove tecnologie, tanto per reperire al di fuori delle imprese esistenti quelle iniziative di innovazione e sviluppo prodotti che possono generare efficienze e competitività (dato un basso tasso di miglioramento "interno" della produttività del lavoro in tutto l'occidente), quanto per poter meglio cavalcare in termini di nuovi orientamenti dei consumatori le conseguenze della crescita dei servizi "mobile" e dell'avanzamento di commercio elettronico e vendita online di servizi e soluzioni professionali.

Non esiste settore economico che non sia stato investito -nel bene e nel male- dall'impatto dirompente delle nuove tecnologie negli ultimi mesi, a partire dai servizi bancari più tradizionali fino ai controlli sanitari e alla cura della persona (corpo, salute e alimentazione).

Le conseguenze, potenzialmente infinite, dell'impatto dirompente delle nuove tecnologie digitali (dalle applicazioni per i terminali mobili fino a nuove applicazioni dell'intelligenza artificiale) po-

Un settore che sembra destinato a notevoli sorprese e a un attivismo al di sopra della media nelle possibili aggregazioni strategiche è quello dell'energia, in particolare nella sua parte tradizionale (petrolio e gas)

una volta, dell'attività in fusioni e acquisizioni, in molti settori dell'economia.

La liquidità a sua volta libera la fantasia delle imprese di maggiori dimensioni nell'andare alla ricerca del miglior valore possibile in cambio del proprio denaro investito, sia esso reperibile nel dominare nuove tecnologie che possono essere inserite in contesti aziendali più tradizionali, come pure individuabile nelle imprese capaci di generare il miglior tasso possibile di crescita complessiva.

La ricerca di nuovo valore

In una parola le imprese più grandi cercano, oggi più di ieri, le opportunità più strategiche per la crescita del valore aziendale nelle

te destinate a ridefinire il settore dell'ottica soprattutto sui mercati asiatici, considerati quelli con il maggior potenziale di crescita.

L'industria dell'energia in prima linea

Un settore che sembra destinato a notevoli sorprese e ad un attivismo al di sopra della media nelle possibili aggregazioni strategiche è quello dell'energia, in particolare nella sua parte tradizionale (petrolio e gas) dove tra l'altro è partito il cantiere per la più grande quotazione in borsa di tutti i tempi: quella della Saudi Aramco.

L'anno 2016 è risultato inoltre uno degli anni più caldi della storia climatica recente del globo terraqueo, provocando una serie di

tranno proseguire anche negli anni successivi e comunque costituiscono uno dei fattori di stimolo più importanti alla ricerca di nuove combinazioni aziendali e delle conseguenti fusioni e acquisizioni.

Le determinanti geo-politiche

Un ultimo, ma non meno importante, possibile fattore di stimolo all'attività di ricerca di partnership e joint-ventures nel 2017 sarà la nuova tendenza generale alla riduzione dei flussi di commercio internazionale, al generale possibile rialzo delle barriere doganali e alla ri-localizzazione delle sedi produttive all'interno di ciascun mercato regionale di consumo (anche grazie alle nuove soluzioni di automazione industriale che lo permettono, riducendone i costi). Si prevede che possano essere varate al riguardo iniziative regolamentari e legislative, come pure che la tendenza generale ai nuovi nazionalismi possa spingere verso una maggior caratterizzazione geo-locale in termini di design e caratteristiche tecniche di prodotti che, sino a ieri, si presumeva marciassero verso una sempre maggiore standardizzazione internazionale.

Il "nuovo" real estate

Anche nel settore più tradizione tutti, quello delle costruzioni residenziali e aziendali, l'anno in corso potrebbe farci constatare un nuovo dinamismo, tanto per il desiderio - ravvivato dal miglioramento delle prospettive economiche - di dotarsi di nuove soluzioni abitative e architetture, quanto per la possibilità di godere di avanzamenti decisi nel risparmio energetico, nella sicurezza e nel confort degli ambienti lavorativi (illuminazione e riscaldamento, ad esem-

pio) che a loro volta possono stimolare nuovi investimenti e l'indotto di attività economiche che complessivamente ne può derivare. In conclusione l'anno appena iniziato sembra carico di contenuti e di conseguenze positive delle nuove ondate tecnologiche cui stiamo assistendo, sebbene queste ultime siano fruibili sempre più in forma diversificata e localizza-

ese non è riuscito a ridurre il suo debito pubblico, anzi: persino in rapporto al Prodotto interno lordo esso non ha fatto altro che peggiorare costantemente.

La realtà dei fatti dice inoltre che la situazione non è quasi migliorata nemmeno nei due anni circa di vita dell'ultimo governo, che sono invece risultati particolarmente positivi rispetto a quelli precedenti.

Non esiste settore economico che non sia stato investito - nel bene e nel male - dall'impatto dirompente delle nuove tecnologie negli ultimi mesi, a partire dai servizi bancari più tradizionali fino ai controlli sanitari e alla cura della persona

ta, senza quindi che, in parallelo, debbano necessariamente svilupparsi maggiori flussi di trasporto, logistica e commercio internazionale, grazie alla progressiva digitalizzazione che pervade ogni settore economico.

Prevedere dunque che, nonostante l'apparente ondata di nuovi nazionalismi, possa covare nuovo fuoco di ricerca di nuove e diverse soluzioni aziendali di internazionalizzazione, sotto la cenere di una stasi apparente dei flussi di merci e servizi, significa in parallelo prevedere che anche nelle operazioni di fusioni e acquisizioni "cross-border" l'attività delle banche d'affari possa proseguire la sua crescita.

Gli sviluppi per l'Italia

Negli ultimi venti anni il nostro Pa-

ti dal punto di vista delle condizioni generali dell'economia mondiale (petrolio basso, euro in discesa, facilitazioni monetarie della Banca centrale europea...).

La domanda che ne discende è dunque cosa ci aspetta nel prossimo futuro? E cosa è possibile fare?

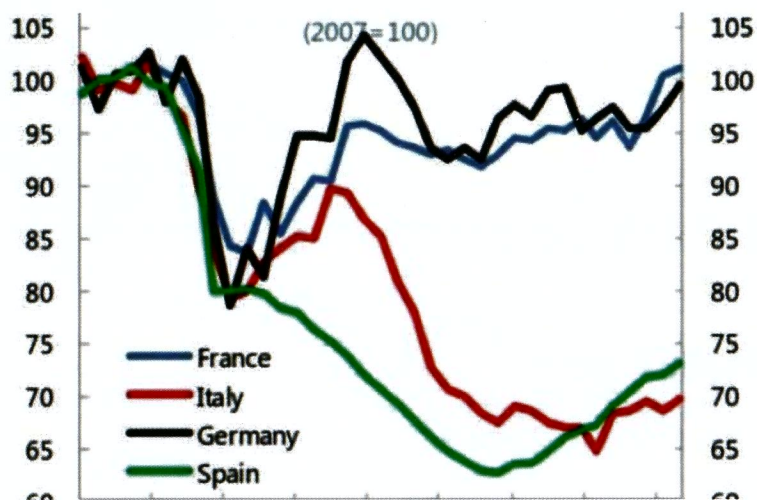
Il dilemma del debito pubblico e della tenuta dell'unione

Con il 2017 si apre probabilmente per l'Europa un periodo storico molto diverso da quello appena concluso, che lascia supporre un risveglio dell'inflazione, un rialzo dei tassi e forse anche qualche progressivo irrigidimento nelle facilitazioni monetarie concesse dalla Bce.

Quest'ultima ha già acquistato la bellezza di 210 miliardi di euro di



GLI SVILUPPI PER L'ITALIA



debito pubblico italiano (cioè un decimo circa del debito totale), guadagnandosi gli strali di molti paesi del Nord Europa che hanno iniziato ad aver qualcosa da obiettare.

Dunque, nonostante si possa ragionevolmente ritenere che la Bce andrà avanti a sostenere il debito pubblico italiano più o meno a qualsiasi costo sintantoché agli altri paesi europei interesserà ancora mantenere un'Europa unita e una moneta comune, è altresì facile immaginare che le condizioni generali di emissione dei titoli in rinnovo potranno ugualmente peggiorare, a partire dallo spread con i titoli tedeschi fino a toccare il livello dei tassi di interesse in generale.

In un Paese sovraindebitato come il nostro lo scenario non è dei migliori, sebbene il rialzo dei tassi possa indirettamente (e limitatamente) aiutare il sistema bancario a risollevarsi e le prospettive di debolezza dell'Euro aiutare la competitività delle nostre esportazioni.

Cosa può succedere dopo la fine

degli aiuti comunitari? C'è chi è fiducioso nella possibilità che alla fine di tutti i giochi l'Unione europea si cementifichi condividendo i debiti pubblici complessivi, oppure favorendone una progressiva monetizzazione, che avvenga con un eccesso di inflazione, o con un rigonfiamento ulteriore dei bilanci della Bce poco importa.

Ovviamente il prezzo da pagare di un tale scenario sarà la perdita dell'autonomia fiscale e legislativa di ciascuno dei suoi membri, ma - data la politica anziché ci ritroviamo - potrebbe anche risultare il male minore.

Il rischio concreto di finire in "serie B"

L'alternativa allo scenario di unificazione politica, bancaria e fiscale del continente europeo non è probabilmente quello di un ritorno della Lira e dell'isolamento, bensì quello, ancora peggiore, di appartenere ad una mediterranea fascia-cuscinetto di "second tier", dove si sentirà ancora la cospicua influenza dell'Unione centrale europea ma che potrebbe istituire una seconda moneta unica, destinata a fronteggiare maggiore inflazione e una certa svalutazione, limitata in funzione degli aiuti che potrebbe ricevere dal centro dell'Europa.

Il dramma di un tale scenario è che esso non salverebbe la penisola da ulteriori dolorose fughe di capitali all'estero, che non possono certo favorire la ripresa economica e gli investimenti, anzi allargando la disoccupazione e il precariato nonché favorendo un'ulteriore pressione al ribasso dei salari che nessuna rivolta sindacale sarà mai capace di combattere.

Non si vede alcun vantaggio in una tale proiezione, salvo il fatto che l'appartenenza a una fascia "di contenimento" dell'Europa centrale potrebbe consentire ai paesi membri di secondo livello co-

Con il 2017 si apre per l'Europa un periodo storico molto diverso da quello appena concluso, che lascia supporre un risveglio dell'inflazione, un rialzo dei tassi e forse anche qualche progressivo irrigidimento nelle facilitazioni monetarie concesse dalla Bce

unque un pacchetto corposo di finanziamenti e contemporaneamente forse anche una qualche oscillazione del cambio che possa ovviare alla limitata competitività delle aziende.

L'alternativa autonomista a un'Unione a due velocità sarebbe sì migliore, ma comporterebbe la capacità di fronteggiare giganteschi problemi immediati di tenuta dei conti pubblici e la necessità di orgoglio e compattezza nazionali che oggi non sembrano così probabili.

I possibili scenari del nuovo ciclo della politica europea

Dopo quello che si è visto con l'esito del referendum britannico, la vittoria di Trump oltreoceano e l'elevata probabilità di vittoria di Marine LePen a Parigi, sembra inutile illudersi troppo circa la permanenza al potere dell'attuale classe politica continentale.

Anche in Italia entro un anno si andrà al voto ed è difficile ipotizzare la fotocopia del governo attuale: la gente - soprattutto al di qua delle Alpi - è stufa del continuo impoverimento sostanziale, dell'eccessiva immigrazione e dell'illegalità diffusa e preme per un ricambio che sarà però tutt'altro che indolore.

Definire tale voglia di cambiamento che proviene dalle classi più disaggiate "populismo" è commettere una grave ipocrisia: dopo oltre mezzo secolo di propaganda in tal senso, il germe della voglia di democrazia si è insinuato nella cultura popolare e, sebbene essa non sia stata mai davvero praticata nei fatti, si traduce nel desiderio di ribaltare l'attuale "intelligenza" al potere.

Le conseguenze del cambiamento politico che rischia seriamente di

prender piede consisteranno tuttavia, probabilmente, nel disordine finanziario e nella mancanza di coordinamento a livello comunitario che non potranno che tradursi in grigie prospettive per gli investitori e gli operatori economici. L'alternativa, fortemente auspicabile, è quella di una federazione di Stati europei con divise monetarie autonome e forte integrazione commerciale e legislativa, che viceversa fornirebbe agli investimenti industriali prospettive di stabilità e al tempo stesso di adattamento alle diverse condizioni di partenza, per procedere nel tempo a una concreta unificazione continentale, una volta risolti al meglio i problemi strutturali.

Sotto tale scenario mediano le istituzioni sovranazionali potrebbero dedicarsi ad alleviare i problemi derivanti dal ritorno alle valute nazionali e agli investimenti infra-

Nonostante terremoti, scandali e proteste di piazza, il governo Gentiloni rischia di rimanere in sella abbastanza a lungo da riuscire a tranquillizzare tutti i partner europei del fatto che, gattopardesca-mente: "tutto cambi affinché nulla cambi".

Al tempo stesso il suo basso profilo mediatico potrebbe fargli riuscire a portare avanti ulteriori riforme legislative da far sì che tanto le borse quanto il sistema bancario possano godere di un anno di relativa tranquillità.

Il momento appare proficuo anche per quella parte di Paese che esporta pesantemente e che potrà beneficiare di un ulteriore bonanza derivante dalla relativa stabilità commerciale che sembra delinearsi nel mondo, al punto che persino il turismo dall'estero potrebbe migliorare e dare una boccata d'ossigeno al meridione italiano. Nel

Dopo quello che si è visto con l'esito del referendum britannico, la vittoria di Trump oltreoceano e l'elevata probabilità di vittoria di Marine LePen a Parigi, sembra inutile illudersi troppo circa la permanenza al potere dell'attuale classe politica continentale

strutturali comunitari, che potrebbero gettare le basi di una futura maggiore integrazione fra i popoli.

Un 2017 ancora proficuo

Nonostante molte nuvole di adensino all'orizzonte, l'anno in corso non si preannuncia invece così malvagio da un punto di vista economico per l'Italia.

complesso il Prodotto interno lordo potrebbe perciò crescere di oltre l'1%.

La permanenza dell'"ombrello europeo" farà il resto, facendo guadagnare al Bel Paese del tempo prezioso per ritrovare parte della competitività perduta alleviando le tensioni emotive sulla tenuta del debito pubblico, anche se

Nonostante terremoti, scandali e proteste di piazza, il governo Gentiloni rischia di rimanere in sella abbastanza a lungo da riuscire a tranquillizzare tutti i partner europei del fatto che, gattopardescamente, "tutto cambi affinché nulla cambi"

è chiaro che i problemi sopra evidenziati restano e, qualora lo scenario politico continentale dovesse peggiorare decisamente, le conseguenze negative (derivanti dall'eccesso burocratico, dalla scarsità di credito disponibile, dall'elevata pressione fiscale e dal deficit di infrastrutture) finirebbero per farsi sentire trascinando verso altri anni di sventura l'intera economia nazionale.

L'unica soluzione possibile

Paradossalmente la complicità dei problemi politici, economici e finanziari italiani potrebbe essere controbilanciata da una semplice ed efficace medicina, costituita dalla progressiva trasformazione di un contesto che scoraggia gli investimenti ad uno che riesce ad incoraggiarli, a partire dalla spesa pubblica che potrebbe piuttosto velocemente riconvertire i suoi endemici eccessi dalla direzione della spesa corrente a quella per investimenti infrastrutturali e di valorizzazione dell'immenso demanio pubblico (tanto quello con valenze culturali quanto quello con valenze turistiche).

Tutto qui? Sì, tutto qui. Trasformare il Paese da cicala a formica si può senza nemmeno troppo sforzo, orientando decisamente gli attuali eccessi verso la costru-

zione di una prospettiva migliore e con lo spauracchio concreto di un abisso dal quale esso potrebbe non riprendersi più.

Da questo punto di vista anche lo stimolo fiscale nella direzione di nuovi investimenti e iniziative

Paradossalmente la complicità dei problemi politici, economici e finanziari italiani potrebbe essere controbilanciata da una semplice ed efficace medicina, costituita dalla progressiva trasformazione di un contesto che scoraggia gli investimenti a uno che riesce a incoraggiarli

scientifiche e culturali di ogni genere potrebbe trovare la sua giustificazione nell'indotto di crescita che esso potrebbe provocare, in tal modo rendendosi tollerabile anche alla Commissione europea, che potrà permettersi sempre meno di imporre un'austerità tout-court: un'austerità della spesa corrente sì, ma controbilanciata da una forte accelerazione di investimenti privati e pubblici!

Perché la Cina continua la sua corsa

La tumultuosa crescita economica della Cina provoca da tempo molte discussioni sulla sua sostenibilità, soprattutto finanziaria.

Il principale motivo di preoccupazione riguarda infatti la composizione della crescita del prodotto interno lordo cinese, dove la componente investimenti ha sempre contato per una larga parte, sebbene sia in riduzione negli ultimi anni, sostituita progressivamente da incrementi nella spesa per consumi (spesso di importazione).

La Cina non sarebbe oggi quel che è diventata se non ci fossero state tutte le principali imprese occidentali ad investire in joint-ventures industriali di ogni genere

apportando capitali e competenze. È chiaro che man mano che quel fenomeno si ritrae altri capitali di diversa provenienza devono prenderne il posto, oppure devono ridursi gli investimenti lordi e con essi il Pil.

Il secondo motivo storico di preoccupazione per la sostenibilità dello sviluppo economico dell'ex celeste impero riguarda invece la natura della sua industrializza-



La Cina non sarebbe oggi quel che è diventata se non ci fossero state tutte le principali imprese occidentali a investire in joint-venture industriali di ogni genere apportando capitali e competenze.

zione, principalmente orientata a produzioni "low-cost" e pertanto a rischio di incorporare una sempre minor componente di valore aggiunto, man mano che altri paesi si affacciano alla prima industrializzazione.

Questo anche a causa dell'aumento progressivo del reddito medio della popolazione, che mal si conciliava con le attività più "povere", che si potevano realizzare con un più basso costo della manodopera.

La risposta cinese alle minacce di cui sopra però è stata particolarmente vivace e ha tratto spunto soprattutto dalla crescita dei consumi interni. Dallo sviluppo delle tecnologie elettroniche ed informatiche al passaggio verso produzioni a maggior valore aggiunto, l'intero sistema economico nazionale si è mobilitato per mi-

gliorare la qualità dei propri prodotti e subito dopo incrementare la penetrazione commerciale dei medesimi nel resto del mondo.

Giganti produttivi come Huawei, Lenovo, Hisense, Skyworth o Tlc hanno sfondato anche grazie ad acquisizioni strategiche nei mercati di largo consumo occidentali (i più ricchi) precedentemente dominati da giapponesi e coreani, colossi della distribuzione online come Alibaba e Tencent hanno raggiunto anch'essi i mercati occidentali più ricchi e grandi innovatori come Xiaomi (telefonia mobile e elettronica di consumo) hanno raggiunto grandi traguardi anche perché il mercato interno cinese, povero ma pur sempre popolato da oltre un miliardo di consumatori, ha permesso loro di raggiungere grandi dimensioni prima ancora di esportare un solo pezzo.

Due grandi limiti a questa corsa verso gli standard occidentali sono tuttavia consistiti nella capacità di supportare lo sviluppo con adeguate risorse finanziarie e nella fuga dei capitali verso l'estero che in parte è maturata man mano che gli investitori cinesi si rendevano conto della necessità di iniziare a diversificare i loro portafogli e in parte è una conseguenza delle infinite svalutazioni competitive pianificate dal governo centrale cinese per mantenere la necessaria competitività fino a quando una larga parte delle proprie produzioni non potrà dichiararsi arrivata ad eguagliare gli standard occidentali.

Questo spiega in parte la dura risposta del nuovo corso politico americano nei confronti di quella che viene percepita come una concorrenza commerciale quasi sleale, ma soprattutto illumina



**Stefano
DI TOMMASO**



Senior partner de La Compagnia Finanziaria, svolge anche attività di corporate finance, dottore commercialista, consulenza aziendale, mergers & acquisitions, consulenza di investimenti, intermediazione. È inoltre specializzato in analisi fondamentale, organizzazione consorzi creditizi, consulenza di investimenti ed intermediazione.



sul perché il credito in Cina, tanto quello "ufficiale" quanto quello riferibile al cosiddetto "sistema bancario-ombra" sia stato lasciato a briglia semisciolta dai pianificatori centrali, con il rischio evidente di un possibile collasso, ma con il vantaggio di moltiplicare la moneta a disposizione di imprenditori e consumatori.

Un'ultima, amara considerazione, riguarda il fatto che ciò è l'esatto opposto di quanto è avvenuto in Europa, anch'essa alle prese con la necessità di convertire buona parte del proprio sistema industriale indirizzandolo a maggiori valori aggiunti, ma dove sono ad oggi le tensioni interne all'Unione e le crescenti regolamentazioni del settore bancario e finanziario hanno viceversa ridotto il moltiplicatore del credito, limitando lo sviluppo.