



SCENARI

FINANZA E CRESCITA/1. Le previsioni del 2016 da parte di tre esperti di finanza d'impresa

Imprese, è il vostro momento!

Se la recessione è stata superata, la ripresa sarà lenta e debole. La minaccia più grave è la carenza di investimenti produttivi, peraltro non favoriti né dal sistema finanziario né dalla politica industriale inesistente. Eppure è questa l'ora di agire

di **Giovanni Medioli**

Basterà la ripresina a superare le minacce che gravano sul 2016, dal terrorismo globale all'incognita della prossima amministrazione americana, dalla frenata della Cina al rischio di implosione dell'Unione europea con un petrolio che sta scivolando sotto i 30 dollari al barile (due anni fa si parlava di 200 dollari)?

Se lo chiedono tutti, qualcuno azzarda delle risposte.

Per esempio **Jean-Michel Six**, direttore generale e capo economista per Europa, Medio Oriente e Africa di Standard & Poor's (S&P), che ha inaugurato il 2016 a Milano venendo a raccontare quali sono

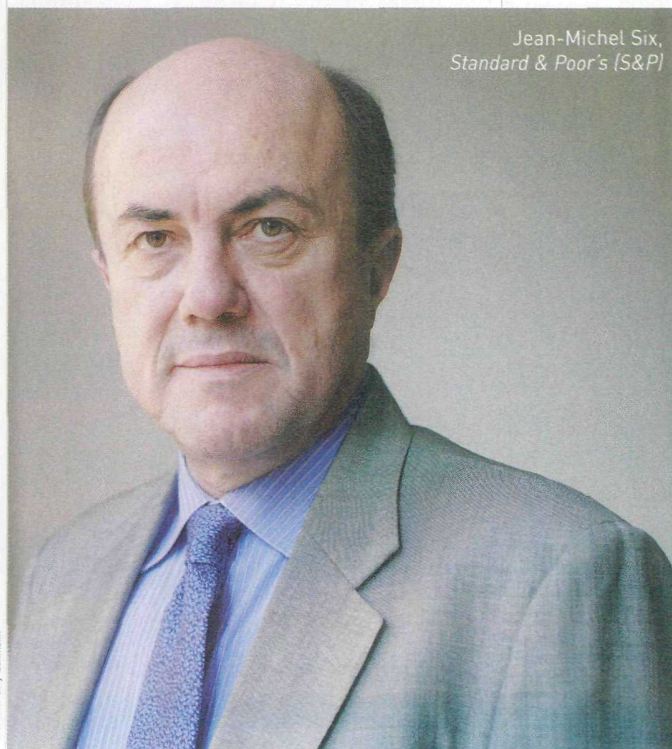
gli scenari macroeconomici che la società di rating americana vede per l'anno in corso. Secondo lui, il 2016 vedrà l'economia con segno ancora positivo per Stati Uniti e Regno Unito, con un ulteriore aumento dei tassi, continuerà la frenata della Cina (con una crescita probabilmente inferiore al 7% previsto), ma che ciò non dovrebbe avere impatti negativi ulteriori sui mercati finanziari che nel 2015 hanno "iperreatto" al rallentamento cinese.

La ripresa c'è...

Secondo Six non è altro che un'evoluzione prevedibile dopo una lunga fase di espansione, sostenuta soprattutto dall'ex-

port, verso un consolidamento guidato dai consumi interni come è già accaduto in passato alle economie di Giappone, Corea del Sud, Taiwan. Probabilmente avremo un aumento del dollaro sull'euro, perché una parte della liquidità riversata dalla Bce sulle banche europee finirà per essere investita in valute estere più che prestata alle imprese. Il che lascia pensare che difficilmente la Bce rinnoverà le sue operazioni di Quantitative Easing per il 2016. Se nell'Eurozona molti indicatori economici sono tornati positivi, però, la crescita sarà lenta e debole.

In Italia è finita la reces-



Jean-Michel Six,
Standard & Poor's (S&P)

© Isabelle Lévy-Lehmann

SCENARI



sione grazie a un insieme di fattori esterni (la politica della Bce, il calo dell'euro, il crollo dei prezzi energetici) e interni (le riforme strutturali, Jobs Act, Spending Review, calo delle tasse) e un timido riaffacciarsi della domanda interna.

... ma mancano gli investimenti

Nel 2016 qual è la minaccia più grave per la nostra economia? Six non ha dubbi: «L'incertezza negli investimenti produttivi, scoraggiati dalla volatilità della situazione internazionale. Il vero rischio è la paura, il timore, la voglia di rimandare al domani gli investimenti che vanno fatti ora che la recessione è finita e le aziende devono adeguarsi a nuove dinamiche internazionali e allo sviluppo delle tecnologie».

Insomma, il messaggio è: imprenditori, è il vostro momento. Per ricapitalizzare le aziende dopo le "secche" della lunghissima crisi, di tornare a crederci, di ricominciare a mettere i soldi di famiglia nell'azienda. Anche perché, al di là delle previsioni di S&P, di alternative non ce ne sono molte: con i tassi reali quasi a zero e le materie prime in caduta libera di rendite finanziarie a basso rischio non c'è traccia.

O i quattrini tornano a finanziare una crescita dell'economia reale o sono destinati lentamente, ma inevitabilmente, a evaporare. E se la crescita per linee interne non basta a sostenere la crescita dell'azienda, è anche il momento di pensare ad allargarsi per linee esterne: i prezzi per acquisire i concorrenti sono ancora da saldi di fine recessione. La prospettiva, per molti, è di mangiare o di essere mangiati.

Banche "distratte" dalle sofferenze

Peccato che i soldi non crescano sugli alberi. E che molte aziende, stremate da sette anni di vacche magre, le risorse per rilanciare gli investimenti non li abbiano. Le banche, malgrado il diluvio di liquidità dato dal Quantitative Easing, di mettere denaro per la crescita delle Pmi sembrano non averne proprio intenzione, schiacciate da un peso di incagli e sofferenze che rappresenta (sempre secondo S&P) circa il 20% dell'intero ammontare dei prestiti in essere.

I soldi vengono offerti, e a prezzi straordinariamente bassi, alle (poche) aziende con rating molto alto, quelle che le aggregazioni e gli investimenti in realtà li hanno già fatti e che, infatti, non ne hanno particolarmente bisogno. Ma alle Pmi in ristrutturazione o alle nuove iniziative arriva poco o nulla. Dunque, va così male?

Dove vanno gli investimenti

Emanuele Facile, amministratore delegato di Financial Innovations e di Advam Partners Sgr, esperto di finanza d'impresa, co-autore del libro *La Guida del Sole 24 Ore al Credito per le Pmi*, sostiene che nel parlare di investimenti produttivi bisogna fare attenzione alle illusioni ottiche: «Oggi l'investimento classico in macchinari e stabilimenti non c'è quasi più, non è quello che serve. Se investimenti di questo tipo ci sono ancora, spesso non si vedono perché sono demandati alla filiera: penso a casi come quello di Gucci che ha completamente rivoluzionato (e riqualificato) la galassia della subfornitura. Solo in qualche settore stiamo effettivamente vedendo qualche caso di un aumento di produzione industriale diretta qui in Italia. Parlo dei fenomeni di *reshoring* (il contrario della delocalizzazione, si veda "L'Impresa" di gennaio 2016).

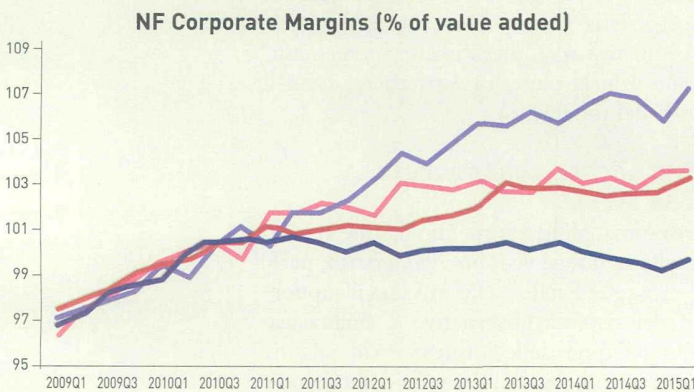
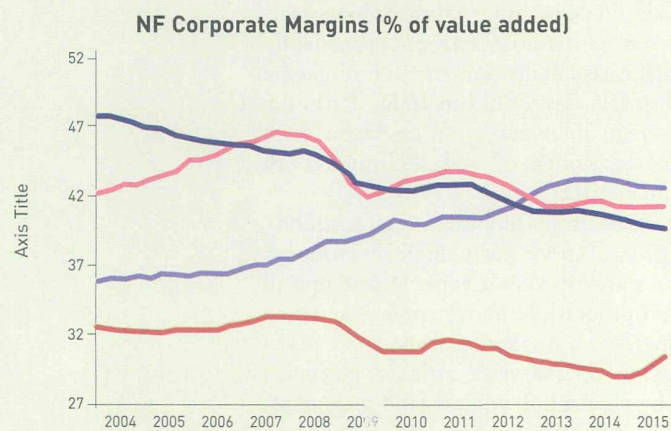
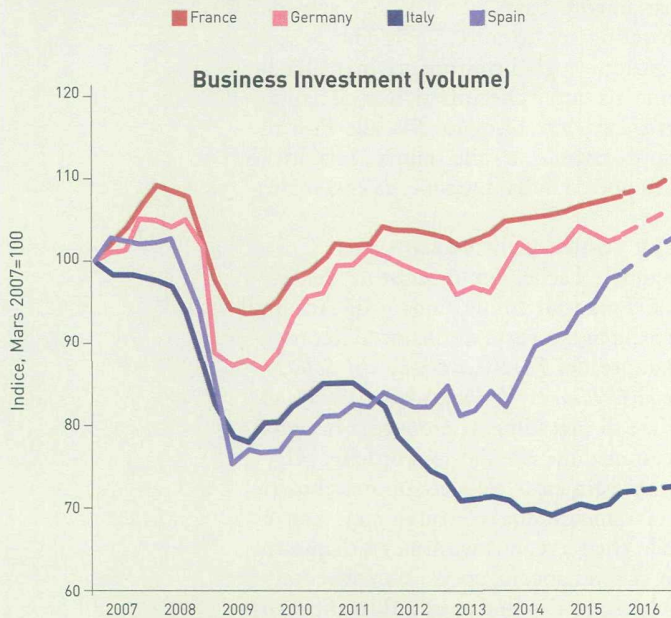
Per adesso sono fenomeni molto limitati. Oggi la maggior parte degli investimenti sono più soft, vanno verso lo sviluppo di nuovi prodotti, le nuove applicazioni tecnologiche, il marketing, l'accesso a nuovi mercati. Spesso si fa fatica a percepirli anche perché non comportano incrementi sensibili di occupazione, che – anche in questo caso – avvengono solo in casi limitati e in settori dove effettivamente il costo della manodopera si è alleggerito. A mio avviso gli investimenti "percepibili" sono solo la punta di un iceberg, forse il 10% del totale».

Pmi ancora abbandonate a se stesse

Insomma, gli investimenti alla fine ci sono anche se non si vedono... «Va detto, però, – prosegue Facile – che in Italia il supporto del sistema governativo e finanziario allo sviluppo delle imprese è ridicolo rispetto ad altri paesi. Per le aziende italiane l'investimento più rischioso continua a es-

SCENARI

La più grande incertezza è sugli investimenti



Fonte: Standard & Poor's Rating Services

sere quello in internazionalizzazione, che richiede soglie elevate di investimento, competenze specializzate, un approccio di sistema: in Germania e Francia le istituzioni pubbliche offrono un sostegno reale, percepibile. Da noi prevalgono le risposte burocratiche e troppo selettive, non siamo ancora riusciti ad aiutare le piccole e medie imprese, le aziende devono muoversi con le spalle scoperte».

Un mercato del credito inadeguato alla crescita

C'è poi certamente un problema di sostegno alla crescita per linee esterne. «Il Private Equity è insufficiente per diffusione e dimensione, le banche non finanziano le acquisizioni. Anzi, in molti casi l'azienda chi si espone per fare un'acquisizione o un'aggregazione di un concorrente o fornitore in difficoltà sconta negativamente l'espansione con un peggioramento del rating - dichiara l'ad -. Ci sono state esperienze positive, più negli obiettivi che nei risultati, come quella del Fondo Italiano di Investimenti, il cui impatto è stato limitato. Per quanto riguarda i canali di finanziamento alternativi a quelli bancari, i cosiddetti mercati *alternative* (obbligazioni, minibond, cambiali finanziarie, mezzanini...) fanno fatica a decollare nel momento in cui l'iniezione di liquidità fatta dalla Bce nelle banche ha portato a un totale *mispricing* del credito».

In sostanza, il costo del credito bancario per le imprese migliori è troppo basso per permettere agli altri mercati di svilupparsi, anche se l'accesso al credito rimane difficile per molti: di fatto le banche stanno regalando i soldi alle imprese con meno rischio, con effetti distortivi evidenti sul mercato. Secondo Facile: «Il fatto che ci sia un numero così elevato di banche in difficoltà è un segnale che questa situazione non potrà andare avanti per molto tempo. Già oggi le richieste di soldi alla Bce da parte delle banche sono diminuite, i fondi presi fino a ora sono stati erogati alle imprese migliori e non alle imprese a cui serviva credito». In prospettiva, le imprese italiane non possono fare altro che abbattere il peso del debito rispetto al patrimonio, dunque ricapitalizzarsi. E lo possono fare solo rivolgendosi al mercato dei capitali e a investitori non bancari.

SCENARI



Operazioni straordinarie a rilento

Andrea Moresco, responsabile del team di Transaction Services di Audirevi che si occupa di operazioni di finanza straordinaria per le imprese, spiega che – sebbene ci siano molte opportunità potenziali – il rapporto costo/rendimento di questi investimenti rimane problematico: «Le buone aziende (quelle che una volta si definivano *prime rate*) possono accedere al credito tradizionale a tassi inferiori al 2%. Negli ultimi mesi sono state realizzate operazioni di finanziamento in favore di aziende medio-grandi a tassi addirittura vicini all'1%. Le Pmi con alle spalle una buona storia creditizia e un patrimonio solido, invece, possono accedere al credito a un costo medio del 3-4%. Un'operazione di finanziamento *alternative*, come un'emissione di un *minibond*, ha un costo per il prestatore intorno al 5,5%. Hai voglia a spiegare all'imprenditore che si tratta di uno strumento complementare al credito bancario, che offre la possibilità di definire un piano di rimborso su misura, che non incide negativamente sul rating, che non viene segnalato alla Centrale Rischio!».

La stessa cosa si può dire delle cambiali finanziarie, che in altri paesi hanno in larga parte sostituito l'anticipo fatture, creando mercati liquidi con grandi volumi. «Malgrado gli interventi legislativi che hanno introdotto misure per il rilancio di questo strumento (come l'eliminazione delle imposte di bollo e diversi altri vantaggi) – spiega l'esperto – al livello attuale dei tassi di interesse non riescono, di fatto, a trovare un mercato.

Tant'è che le emissioni realizzate negli ultimi 2-3 anni non sono più di una ventina. Anche per questo le Pmi italiane rimangono ancora troppo legate al credito bancario tradizionale».

Il rating frena lo sviluppo

Insomma, i progetti interessanti ci sarebbero anche, ma manca la cultura dell'investimento... «Assolutamente sì – risponde Moresco –. Soprattutto da parte delle banche che dovrebbero aiutare le aziende a trovare le soluzioni per lo sviluppo e invece sono ingabbiate in procedure tanto rigide quanto irrealistiche. I sistemi di rating adottati dalla gran parte degli isti-



Andrea Moresco, Audirevi

tuti non prevedono un'analisi prospettica dell'andamento delle aziende, dunque non sono in grado di apprezzare adeguatamente un piano di sviluppo serio e credibile. Peggio, si basano solo sul passato. Di recente mi sono reso conto che gli effetti di un aumento di capitale realizzato da un'azienda in sede di approvazione del bilancio non sono stati recepiti dai sistemi di rating della banca se non al momento dell'approvazione del bilancio successivo. Ma non si può dire che nulla si muova: chi ha recentemente lanciato dei fondi ibridi, come alcune società di derivazione anglosassone, è in grado di offrire alle imprese del denaro ancora più flessibile basandone il rimborso su piani di investimento molto articolati. Ci sono aziende che ci stanno, anche se oggi sono i fondi che hanno maggiore necessità di trovare delle forme di impiego efficienti dei capitali a loro disposizione. Un altro fenomeno che testimonia il fatto che il mercato non sia fermo sono i numeri delle start-up: poco più di 1.200 quelle censite nel 2013, quasi 5mila nel 2015. Certo, stiamo parlando ancora di operazioni molto "leggere", con un capitale complessivo investito di meno di 150 milioni. Ma sotto la cenere un po' di brace c'è... ■

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato