# QUOTARSI IN BORSA, O NO?



***A Piazza Affari il 2018 è stato un anno di vacche magre per le "initial public offers" (IPOs: collocamenti di azioni destinate ad essere quotate in Borsa) dal momento che fino a ottobre sono state solo due le Ipo che la Borsa di Milano ha visto completate e riguardano Carel Industries e il Gruppo Piovan.***

***DUE SOLE MATRICOLE SUL LISTINO PRINCIPALE***

Carel è un'azienda padovana che si occupa di sistemi di condizionamento dell'aria. È stata quotata lo scorso 11 giugno e la sua capitalizzazione di Borsa, nonostante il periodo terribile che sta attraversando Piazza Affari, ha guadagnato il 34,5%. L'IPO di Carel si è tradotta in una quotazione in borsa con una capitalizzazione di mercato pari a 720 milioni ossia circa 3 volte il fatturato.

Piovan invece si è quotata in Borsa la settimana scorsa (ne scriviamo più diffusamente più avanti). Si occupa di progettazione, installazione e manutenzione di impianti per linee di produzione per le materie plastiche e nasce a Padova nel 1934 come officina specializzata nella meccanica di precisione.

***PIOVAN, UNA SCELTA IN CONTROTENDENZA***

Considerando che l'Ebitda margin di Carel è simile a quello di Piovan, sarebbe stato possibile dedurre che la capitalizzazione di Piovan potesse arrivare a circa 600 milioni di euro. Invece, dato il momento particolarmente negativo, il prezzo di offerta delle azioni Piovan è stato fissato in 8,3 euro per azione, al livello minimo della forchetta di prezzo indicata all'inizio e compresa nel range tra gli 8,3 euro e i 10,1 euro. Al prezzo di quotazione iniziale delle azioni Piovan, la capitalizzazione della società alla data di avvio delle negoziazioni è stata pari a 423 milioni di euro: circa il 50% in meno.

Una scelta, quella del gruppo Piovan, in controtendenza con quello che sta avvenendo in

Europa, dove negli ultimi mesi sembra diffondersi una certa allergia alla quotazione in Borsa. Il fondatore, Nicola Piovan si è limitato a ricordare: “Il nostro è un progetto di lungo periodo, siamo un’azienda internazionale con l’85% delle vendite all’estero, non abbiamo debito, andiamo in Borsa per crescere”.

### *TUTTE LE QUOTAZIONI DEL 2018*

Secondo uno studio della società di revisione Price Waterhouse Cooper la raccolta di capitali per mezzo della quotazione in Borsa si è dimezzata nel terzo trimestre 2018, fermandosi a 3,9 miliardi di euro rispetto agli 8,3 dello stesso periodo del 2017. In Italia, nel terzo trimestre sono stati raccolti 144 milioni. Per 12 Ipo nel 2018. È andato bene l’Aim, dedicato alle piccole e medie imprese e alle Special Purpose Acquisition Vehicles (SPAC: società-veicolo che vengono costituite da investitori professionali e quotate in Borsa prima di “contenere” un’impresa candidata alla quotazione. Una volta che ne hanno individuata una si fondono con la medesima e si trasferiscono al listino principale). Mentre quest’ultimo, il Mercato Telematico Azionario (MTA), a causa dei mercati incerti, rischia di eguagliare il record negativo del 2009: anche allora ci furono due sole quotazioni.

### *DILAGA LA MODA DELLE SPAC*

Il fenomeno delle SPAC è dilagato sul mercato: ad oggi ne risultano quotate ben 27, delle quali tuttavia soltanto 12 (meno della metà) ha già definito la “business combination” (la fusione con un’impresa operativa). Dei 3,7 miliardi raccolti sul mercato tuttavia ne è stato investito soltanto 1,2 miliardi. La motivazione sta innanzitutto nelle valutazioni che possono soddisfare i requisiti delle prime: se non sono sufficientemente basse i promotori non guadagneranno abbastanza dell’investimento. Parliamo dunque di multipli decisamente ridotti rispetto a quelli di una IPO!

Per fare un esempio, per la Piovan, quotata “a sconto” a 8,3 euro per azione, il multiplo Ev/Ebitda (valore d’azienda al lordo dei debiti diviso margine operativo lordo) è pari a 13,2 volte, il rapporto prezzo /utili (p/e) a 21,6 volte. Nell’esaminare a quali valori medi d’azienda hanno realizzato la business combination le SPAC, forse arriviamo alla metà di questi multipli. Eppure numerose aziende hanno scelto la strada delle SPAC, tanto per la celerità e la non aleatorietà dell’operazione, quanto per l’assenza di costi iniziali.

### *QUALI VALUTAZIONI*

Peraltro la valutazione di Piovan, se rapportata a un panel di titoli comparabili, è assolutamente nella media: al 18 settembre scorso l’Ev/Ebitda 2017 medio infatti per il

comparto dei comparabili di automazione industriale era di 14,1, il p/e di 24,2. In questo basket sono compresi i seguenti titoli: Ag Growth (quotato a Toronto), Alfa Laval (Stoccolma), Ats (Toronto), Bobst (Zurigo), Gea Group (Francoforte), Hillenbrand (New York), John Bean (New York), Krones (Francoforte). La media dei titoli di società di engineering italiane esprimeva invece, sempre al 18 settembre scorso, un multiplo Ev/Ebitda di 14,1 e un p/e di 26,3 volte. Di questo secondo basket fanno parte tutte società quotate a Piazza Affari: Biesse, Carel, Datalogic. ElEn, G.I.M.A.TT, Ima, Interpump, Prima industrie. Ovviamente nell'ultimo mese quasi tutte le borse hanno visto ridurre le loro quotazioni, e in particolare quella di Milano.

***HANNO RINVIATO LA QUOTAZIONE***

Ad aver rallentano sulla decisione di quotarsi in Borsa nel 2018 sono state numerose aziende, anche di grandi dimensioni: da Sigaro Toscano, parte dell'ex monopolista di Stato del tabacco, controllata dalla famiglia Montezemolo, che ha rinviato la quotazione proprio la scorsa settimana.

Per la stessa ragione (baraonda sui mercati) lo scorso 29 maggio aveva rinunciato alla quotazione la Public Utility della Regione Toscana Estra.

Grande dietrofront anche quello del colosso della ristorazione e distribuzione delle specialità alimentari italiane Eataly, che ha posticipato al 2019 la decisione in merito all'Ipo.

Per non parlare della controllata di Fiat Chrysler nelle tecnologie elettroniche: Magneti Marelli. Valutata 5-6 miliardi di Euro, sta prendendo in considerazione una alternativa alla Borsa con il fondo americano Kkr. In stand-by anche Alpitour (dove ha di recente investito Tamburi e Associati e Nexi (la risultante dell'unione tra Cartasì e ICBP).

Per le cliniche della famiglia Garofalo (GHC), l'IPO sull'Mta invece sembra che ci sarà a breve e il collocamento di azioni sarà tutto in aumento di capitale (riservato agli istituzionali), puntando a un flottante del 25% da momento che il programma prevede a crescita basata su acquisizioni. I vertici della società hanno infatti dichiarato: "nonostante la turbolenza dei mercati, considerando la valenza strategica del programma di acquisizioni e di crescita del Gruppo, GHC continua il suo percorso verso la quotazione e non ci sarà vendita di azioni da parte dei soci di controllo" ( la stessa famiglia Garofalo ).

Il mercato oggi è divenuto estremamente selettivo nel recepire nuove azioni da quotare al listino talchè sono avvantaggiate le aziende dotate di chiaro vantaggio competitivo, elevata e credibile crescita e forte attività di export. Aggiungeremmo poi che vogliano accettare -in tale congiuntura- anche di vedere ridotta significativamente la

valutazione attribuita loro dal mercato, come dimostra il caso Piovan.

***IL MERCATO È ANCORA RICETTIVO PER LE IMPRESE MIGLIORI***

Sul fronte delle valutazioni di coloro che investono, sono dunque ancora potenzialmente ricettivi a chi offre opportunità interessanti. Perciò riteniamo che gli imprenditori con simili caratteristiche non dovrebbero farsi spaventare dall'incertezza e avviare ugualmente percorsi di quotazione, tenendo conto del fatto che non si approda alla Borsa per qualche settimana, ma guadando al futuro e tenendo conto anche di tutti gli altri vantaggi di chi non è interessato a cedere la propria azienda.

Questo tanto più se i timori di una nuova crisi del credito nel nostro Paese sono fondati. Molte banche infatti, a fronte del calo del loro rating e delle prospettive di deterioramento di quello delle aziende clienti, potrebbero essere costrette a chiedere al mercato nuovi aumenti di capitale, riducendo, sino a quando non li avranno effettuati, l'erogazione di prestiti alla clientela. La crescita e l'internazionalizzazione invece -si sa- vanno finanziati. E l'ottenimento di capitali freschi da chi non li chiederà indietro dopo 4-5 anni è il modo migliore per fare programmi in tal senso.

***Stefano di Tommaso***

---

# RICONOSCERE UN SELL-OFF




***Dove vanno i mercati finanziari? Continuerà il caos che stiamo sperimentando nelle ultime settimane oppure si fermerà? Tutti gli operatori se lo chiedono e tutti gli investitori si chiedono cosa fare per limitarne i rischi, ma la risposta giusta è quella che a nessuno piace***

***ascoltare: nel breve termine giù a picco! I motivi sono numerosi e le probabilità contrarie sono poche. Nel medio termine invece tutto può succedere.***

Mi sono chiesto molte volte se la situazione di deterioramento dei valori finanziari italiani non potesse deviare uno sguardo oggettivo sui mercati e colorare di nero ogni mia possibile valutazione e, per questo motivo, preferirei partire dall'analisi della situazione nazionale, tanto per non avere dubbi.

***UNA TEMPESTA PERFETTA ?***

L'Italia ha molto probabilmente davanti a sè la "tempesta perfetta" dei mercati finanziari, dal momento che lo scontro del nostro governo è frontale con la Commissione Europea (e, tra pochissimo, anche con l'intera "troika" che ha asfaltato la Grecia: cioè anche la Banca Centrale Europea -BCE- e il Fondo Monetario Internazionale -FMI-) e stanno per arrivare quasi certamente i downgrade delle agenzie di rating, che daranno la mazzata finale sulla testa del debito pubblico italiano. La congiuntura si fa perciò assai nera tanto per il sistema bancario italiano quanto, di conseguenza, per la Borsa di Milano.

Inutile dire che di fronte a un tale spiegamento di forze qualsiasi altro governo avrebbe vacillato e il Paese avrebbe probabilmente preso in seria considerazione un cambio di rotta della volontà di generare incremento del prodotto interno lordo attraverso una manovra che inizialmente prevede un deficit di bilancio "non ammissibile" per l'Unione Europea. Perché non ammissibile? Chiaramente e inequivocabilmente per motivi politici: questa coalizione politica al governo promette battaglia anche alle prossime elezioni europee e l'attuale classe dirigente europea sta facendo l'impossibile per combatterla !

***IN DIREZIONE OSTINATA E CONTRARIA***

Ma questo governo no, per i medesimi motivi politici (è nato sull'onda della prolungata crisi economica e del disprezzo dell'italiano medio nei confronti della politica deviata fatta a livello comunitario sulla sua pelle) non solo non vuole ma non è neppure in grado di fare qualcosa di diverso dal proseguire "in direzione ostinata e contraria", arrivando a portare alle estreme conseguenze lo scontro in atto, con tutto quello che può significare a livello finanziario una tale scelta. Per non girarci intorno quello che può significare è l'intervento d'urgenza del FMI a imporre un prestito forzoso in nome del solito fantomatico piano di salvataggio per il debito pubblico italiano che, come si è visto in Grecia, consentirà esclusivamente agli stranieri di vederselo rimborsato.

Ovviamente la cosa non avrà un' impatto limitato sui mercati perché tra l'altro, se la coalizione al governo del Paese riuscirà ad essere coerente con i suoi intenti, a quel punto dovrebbe chiedere l'immediata congelamento del debito pubblico e l'uscita dall'Unione Monetaria (cosa che potrebbe arrivare a fare e che potrebbe anche avere un profondo senso storico, ma che comporta un fegato d'acciaio da parte di chi promuoverà un tal passo). Possiamo però immaginare cosa può significare una manovra così forte nel breve periodo! L'intero sistema dei valori finanziari italiani (immobili compresi) subirebbe uno shock planetario e nel frattempo assisteremmo al medesimo copione greco a meno che non venisse deciso in un baleno il ritorno alla Lira. Ciò peraltro comporterebbe un incremento stellare dei prezzi di qualsiasi bene ci si voglia acquistare perché al cambio risulterebbe fortemente svalutata rispetto all'Euro e a tutte le altre valute.

***L'ASIMMETRIA DEGLI OPPOSTI***

Alla base del braccio di ferro che sta giungendo alle estreme conseguenze c'è una forte asimmetria tra due ragionamenti, entrambi assai fondati, tra la coalizione governativa italiana e la maggioranza politica che ispira le scelte della Commissione Europea (il governo dell'Unione): i politici a capo della prima hanno sempre pensato che all'Europa non conviene affatto un braccio di ferro risoluto e continuato con l'Italia perché può determinare l'affossamento definitivo della moneta unica e comunque danneggerebbe gravemente gli interessi degli altri stati membri, quelli a capo della seconda sanno invece che per i politici italiani è cosa assai complessa tenere testa a un simile scontro frontale e che tutti i loro predecessori (Berlusconi compreso) molto presto hanno capitolato. Dunque i secondi puntano sullo sfiancamento dell'attuale maggioranza nazionale anche grazie a tutti gli innumerevoli addentellati del potere finanziario internazionale, a partire dai "media" che getterebbero veleno a volontà e che farebbero di tutto per disorientare gli elettori che hanno votato la maggioranza gialloverde, fino alla "troika" passando anche dalle agenzie di rating e magari dalle accuse di qualche tribunale internazionale. In una parola l' "assedio" ci sarebbe di sicuro!

Dicevamo che nel medio termine entrambi i contendenti potrebbero avere ragione e che però nel frattempo nessuno aveva previsto che sarebbero entrambi stati pronti a portare lo scontro fino alle estreme conseguenze. Conseguenze che non potranno non generare disordine e sconforto innanzitutto sulle quotazioni dell'Euro, poi sulle borse (non solo quella italiana) e infine anche sui titoli di stato di tutta Europa. Lo scontro di cui scrivevo qui sopra pertanto degli effetti devastanti a catena li produrrà molto presto, a meno che non rientri alla velocità della luce.

### *LE CONDIZIONI DISASTROSE DEI MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI*

Ma c'è un'ulteriore circostanza che forse hanno tutti sottovalutato: le condizioni del mercato finanziario internazionale, già oggi fortemente deteriorate ben al di là delle attese di prossima recessione economica che tendono ad attestarsi intorno al 2020. Innanzitutto a causa delle pessime condizioni dei mercati asiatici, che pesano sempre più sulla bilancia internazionale. E poi perché se alla crisi asiatica e a quella dei mercati emergenti anche di tutto il resto del mondo (principalmente vittime del caro-Dollaro) si sommerà quella dei mercati europei, la frittata sarà servita, provocando serissime reazioni su Wall Street e su Londra, i cui listini sono oggi forse troppo dipendenti dalle supervalutazioni dei titoli "tecnologici". La probabilità di deflagrazione di una nuova crisi finanziaria globale inizia dunque a crescere e può risultare fatale nel determinare la prosecuzione vino alle estreme conseguenze dello scontro tra l'Italia e il resto dell'Unione Europea.

Indipendentemente però da quello che potrebbe succedere in futuro lo scenario di breve termine è già di per sè decisamente preoccupante: la svalutazione dell'Euro è già in atto, il rialzo dei tassi di interesse rischia di proseguire a causa della reazione a catena che la crisi italiana può provocare in tutto il mondo, mentre le borse, che già stavano scendendo in tutto il mondo, rischiano soltanto di accelerare nella medesima direzione. La questione italiana insomma può risultare come la classica ultima goccia che fa traboccare l'intero vaso.

### *I POSSIBILI "MANDANTI"*

Quali possibilità ci sono che ciò non accada? Non molte in realtà, complice la Federal Reserve Bank of America che non sta facendo nulla per correggere il suo attuale orientamento ad ulteriore rialzo dei tassi (il differenziale con quelli tedeschi è giunto a superare il 3%) schiacciando di conseguenza tanto i cambi contro il Dollaro quanto le prospettive di esportazioni americane nel resto del mondo. Qualcuno ci vede anche lì lo zampino della politica: l'attuale presidente americano "deve" subire una pesante sconfitta elettorale a Novembre e l'economia americana va troppo bene perché le probabilità che ciò accada restino alte. Un bel crollo di Wall Street aiuterebbe pertanto e l'abitazione che ne conseguirebbe magari farebbe gli interessi dei grandissimi gruppi internazionali che controllano il mercato dell'energia (il cui prezzo schizzerebbe alle stelle).

Sul fronte opposto non possiamo non menzionare la decisa opportunità di un accordo rappacificatore tra la Commissione Europea e il Governo Italiano, che indubbiamente risolleverebbe le sorti della Borsa e aiuterebbe a contenere lo spread, aggiungendo un motivo in più alle Agenzie di Rating per non abbassare quello italiano. Ci guadagnerebbe

più l'Europa che l'Italia viste le prossime elezioni e visto il rischio di "contagio" di una disfatta della finanza del Bel Paese. Ma la razionalità della "ragione di stato" a volte si scontra con "lo particolare" interesse di questo o quel politico, che al proprio livello può preferire uno scontro a un confronto per mille e una motivazione personale (absit injuria verbis)…

***Stefano di Tommaso***

---

# SE I TASSI AMERICANI MINACCIANO I MERCATI FINANZIARI



***Con i rendimenti dei titoli di Stato americani a 10 anni che hanno toccato il livello record del 3,25% molti investitori istituzionali stanno iniziando la rotazione dei portafogli dall'investimento azionario a quello obbligazionario. La tendenza è incentivata dal fatto che la borsa americana negli ultimi 10 anni non ha fatto che salire e la quota di investimenti "passivi" (cioè legati all'indice di borsa) altrettanto. La Federal Reserve sembra agli occhi degli operatori finanziari avere proprio esagerato nell'esprimere, attraverso il suo Governatore, un eccesso di zelo nel dichiarare che proseguirà nell'incremento dei tassi di interesse quasi "a prescindere". La tendenza potrebbe danneggiare anche il tentativo dell'Italia di dare nuovo fiato alla propria asfittica crescita economica…***

### *NEL GRAFICO: LA ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI IN ATTO DA UN SETTORE ECONOMICO ALL'ALTRO*

I tassi di interesse, di conseguenza, stanno crescendo un po' in tutto il mondo. E poiché i tassi di interesse che vengono fissati dalla FED sono quelli a breve termine sul dollaro, stiamo assistendo anche ad un altro fenomeno "poco ortodosso" che è quello dell'appiattimento dei rendimenti dei titoli obbligazionari americani, a prescindere dalle scadenze. Un bond con scadenza trentennale rende oggi sostanzialmente gli stessi interessi di quello a un anno, senza concedere alcun premio per la liquidità a quello più breve.

### *PROBLEMI PER I PAESI EMERGENTI E PER LA CRESCITA ECONOMICA GLOBALE*

Non soltanto questo fatto rispecchia attese del mercato non troppo ottimistiche per il futuro (dal momento che se prevedesse una prolungata crescita economica sarebbe parte del "pacchetto" anche l'attesa per una ripresa dell'inflazione e dunque una crescita dei rendimenti a lungo termine), ma evidentemente innalza artificialmente il prezzo del denaro per gli investimenti e il finanziamento dell'acquisto di beni durevoli e infine conferisce eccessivo slancio al dollaro che, rivalutandosi, crea indubbi problemi alle divise dei paesi emergenti, molti dei quali hanno denominati in dollari la maggior parte dei debiti nazionali.

Se aggiungiamo all'ospedale scenario appena delineato qualche tensione geo-politica di troppo (le "guerre commerciali" con la Cina hanno oramai mostrato a tutti il loro vero volto: la volontà dell'America di evitare che le imprese cinesi continuino a "soffiare" impunemente tecnologia a quelle americane che vengono a produrre in Asia), e il rigonfiamento non pienamente previsto del prezzo del petrolio che si avvia a toccare i dintorni dei 100 dollari al barile (sebbene nessuno possa prevedere quanto durerà la limitazione dell'offerta di petrolio che ne rigonfia il prezzo), ecco che sembra materializzarsi lo spettro della tempesta perfetta per i mercati finanziari:
– Il dollaro attrae capitali in America risucchiandoli dalle periferie finanziarie del globo e impoverendole di conseguenza,
– I tassi di interesse "spiazzano" l'investimento azionario che si svaluta corrispondentemente (a fine settembre le Borse valevano 80mila miliardi di dollari mentre ora questo valore è sceso a 77mila. Altri 1.000 miliardi di dollari si sono volatilizzati per la discesa di valore delle obbligazioni che a fine settembre capitalizzavano 50mila miliardi e adesso sono scese a quota 49mila per effetto dei maggiori tassi di interesse),
– Gli investitori iniziano di conseguenza l'ennesima rotazione di portafogli verso investimenti più prudenti ma la giostra non è mai a somma zero: nel processo di disinvestimento si incrementa la quota di liquidità detenuta dagli investitori e si riducono i

capitali disponibili per l'investimento sui mercati finanziari.
– I titoli "tecnologici" che sono in molti casi anche quelli a maggiore capitalizzazione (almeno a Wall Street) rischiano di essere quelli che ne fanno le maggiori spese,
– La riduzione dei valori delle borse e la riduzione dei capitali investiti nei paesi emergenti induce a sua volta un fattore correttivo per la crescita economica globale che in tal modo ne risulta danneggiata.

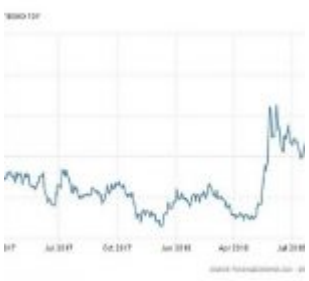
***IL RISCHIO CHE LA CONGIUNTURA IMPATTI NEGATIVAMENTE SULLA MANOVRA DI GOVERNO***

Possibile che, se avverrà tutto ciò, sia "colpa" della Federal Reserve? Certo che no, almeno: non solo. Ma è chiaro che se il circolo vizioso indotto dall'eccesso di incremento dei tassi di interesse non viene fermato in tempo i danni che possono derivarne sono notevoli, ivi inclusi quelli relativi al nostro piccolo Paese, la cui tanto discussa manovra economica con risvolti "espansivi" rischia di confrontarsi con un contesto internazionale che invece può risultare recessivo, con il contestuale rischio che le esportazioni italiane ne risentano negativamente e che aumenti il divario tra i tassi americani e quelli europei che può favorire anche per l'Europa una riduzione della liquidità disponibile.
Sarebbe una bella iattura, che tuttavia è per fortuna tutt'altro che scontata.

***Stefano di Tommaso***

---

# IL FATTORE DI DISTURBO DELLA MANOVRA ECONOMICA



***La tesi della maggioranza politica eletta pochi mesi fa in Parlamento è chiarissima: se le molti anni (dalla nomina di Monti) e fino a ieri l'aver aderito in toto alle indicazioni della Commissione Europea ha fatto dell'Italia il fanalino di coda dell'Unione, allora è evidente che bisogna andar in direzione ostinata e contraria: se con le tasse e l'austerità non siamo riusciti a ridurre il nominatore del rapporto "debito pubblico/prodotto interno lordo" (anzi il debito è solo aumentato) allora proviamo fare largo a misure espansive (sebbene le risorse per le medesime siano scarsissime) per riuscire ad incrementare il denominatore (il prodotto interno lordo). Ma c'è un elemento che il governo non aveva previsto…***

Il saldo di bilancio primario dei conti pubblici italiani, con l'eccezione del 2009 (l'arrivo della crisi globale), è stato in attivo per oltre 20 anni. Ciò significa che i governi hanno tassato gli italiani più di quanto hanno speso per consumi e investimenti. Ciò nonostante la spesa per interessi ha fatto crescere il debito.

### *LA FORMULA DELL'EQUILIBRIO*

È formula nota agli studiosi di economia quella che esprime l'avanzo primario dei conti pubblici italiani come il rapporto (B come "balance") tra il debito e il prodotto interno lordo (PIL) ragguagliato alla crescita marginale dell'economia al lordo dell'inflazione:

Nella nota di aggiornamento al DEF il rapporto Debito/Pil (D) nel 2018 è 130.9%. Il tasso di crescita nominale del PIL nel 2019 è previsto al 3,1% (di cui 1,5% dovuta all'inflazione e 1,6% alla crescita del prodotto). Quindi B=130,9*0,031/(1+0,031)=3,93%. Il 3,93% è molto maggiore del deficit fissato al 2,4%. Se anche la crescita reale del PIL dovesse scendere fino all'1% (considerata troppo bassa anche dalla "troika" delle istituzioni internazionali BCE, FMI e Commissione UE) e l'inflazione andasse all'1,6%, B sarebbe uguale a 2,7%, comunque ancora superiore al 2,4% e sufficiente a far scendere il Debito.

### *COSTI CERTI E RITORNI INCERTI, COLPA DELL'INESPERIENZA*

Ovviamente, come è già successo con Donald Trump in America, la manovra espansiva può

lasciare molti dubbi a causa del suo costo certo e del suo ritorno incerto. Il dibattito su dove agire per stimolare la crescita inoltre è causa di infinite discussioni e critiche. Ma -di massima- l'alternativa a tale scelta sembra pura fantasia.

Ci sono a dire il vero due importanti questioni che animano -correttamente- le critiche alla manovra: la prima è che non è stata annunciata e illustrata in modo intelligente, ma piuttosto è stata recepita da tutti i commentatori come uno schiaffo all'attuale classe dirigente della Commissione Europea. Il ministro Giovanni Tria in questo si è visto sorpassato in curva dai due vicepresidenti del consiglio, che ne hanno fatto una bandiera politica, probabilmente sbagliando. La seconda è la stima dell'inflazione prospettica, nonché quella della crescita attesa. Se le stime degli effetti della manovra risulteranno pesantemente errate, allora indubbiamente il debito pubblico italiano crescerà. Come peraltro è sempre successo fino ad oggi all'Italia dei governi precedenti e a quasi tutti gli altri stati membri dell'Unione.  Ma a differenza di molti altri stati europei gli italiani sono grandi risparmiatori:

***IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA***

Possiamo perciò concludere che questi dubbi giustificano da soli gli allarmi circa l'insostenibilità del nostro debito pubblico? Probabilmente no. Per fare un esempio pratico, il Giappone convive da decenni con un debito pubblico pari a e volte e mezzo il prodotto interno lordo e, dopo anni di stagnazione, è arrivato Shinzo Abe con le sue politiche fiscali fortemente espansive riuscendo a far invertire rotta all'economia. Se vogliamo giocare a cercare le differenze, quella unica vera e sostanziale è l'autonomia monetaria del Giappone, che a noi manca. Se la Banca Centrale Europea adotterà una politica monetaria restrittiva indubbiamente avremo un problema in più nel rifinanziamento dei bond pubblici in scadenza e la mancanza di liquidità disponibile per gli operatori economici potrebbe compromettere seriamente le prospettive di crescita del Bel Paese.

La vera questione delle questioni sembra dunque risiedere nelle prospettive di permanenza dell'Italia nell'Unione (politica e monetaria) Europea. Secondo la JP MORGAN il verso rischio dell'Italexit è nullo e pertanto gli allarmi delle Agenzie di Rating sono fasulli e la salita dei rendimenti dei titoli italiani è un buon affare per chi ci investe adesso. Sarei pronto anch'io a scommetterci, anche perché sono in arrivo le elezioni europee e il clima politico può cambiare parecchio, ma c'è un altro fattore che scompiglia le possibili previsioni: il profondo cambiamento delle prospettive dei mercati finanziari a livello

internazionale.

***IL FATTORE ESOGENO: I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI***

I mercati sono indubbiamente divenuti più nervosi negli ultimi giorni, e gli effetti di sono visti platealmente: Le borse valori sono scese parecchio e i titoli a reddito fisso incorporano rendimenti superiori, per la prima volta anche a quelli tipici dell'investimento azionario (che si situano storicamente sotto al 3%). La curva dei rendimenti americana si è del tutto appiattita e sono per questo motivo partite le speculazioni sul momento in cui la Federal Reserve americana riuscirà a innescare l'ennesima recessione a causa dell'atteggiamento troppo duro nei confronti dei tassi di interesse (oggetto del mio articolo: "*SE I TASSI AMERICANI MINACCIANO I MERCATI FINANZIARI*)

È chiaro che se la tendenza attuale dovesse proseguire la manovra economica italiana rimarrebbe spiazzata dal deflusso di capitali verso l'area dollaro e verso una minore propensione al rischio da parte degli investitori. Ci vuole dunque un po' di "fattore C" nella ricetta della coalizione giallo-verde. E per adesso non se ne è visto…

***Stefano di Tommaso***