NELL’OCCHIO DEL CICLONE



Ci sono segnali di ottimismo per i prezzi dell’energia, per l’inflazione e forse anche per i mercati finanziari. Cosa succede? Le tensioni internazionali sono destinate a scemare? Purtroppo l’analisi qui condotta porta in direzione opposta: il miglioramento della situazione sembra del tutto transitorio, come quando ci si trova “nell’occhio del ciclone”!

Con la pandemia prima, poi con l’inflazione dei prezzi e infine con lo scoppio della guerra in Ucraina, un vero e proprio ciclone sembra aver colpito l’Occidente e i suoi mercati finanziari, che sembravano inizialmente essersi mirabilmente ripresi fino alla fine del 2021 per poi ripiombare in discesa e, soprattutto, veder innalzare clamorosamente tassi di interesse e costi dei debiti pubblici.

In particolare la zona economica che ha subìto le peggiori conseguenze è senza dubbio l’Eurozona, l’area dei paesi che hanno adottato la moneta unica e la banca centrale europee, rinunciando a quelle nazionali. Non soltanto l’inflazione infatti sta erodendo i consumi privati e l’efficienza delle imprese industriali, ma anche le conseguenze della guerra in Ucraina si sono fatte sentire forte, in termini di scarsità e costo dell’energia, e di conseguenza nell’ondata di rincari che ne conseguiranno ulteriormente. La scarsità di gas naturale ha poi influito non poco sul costo dell’energia e peraltro rischia di limitare la capacità produttiva delle imprese situate nei territori più colpiti: quelli dell’Unione Europea.

QUALCOSA SEMBRA ESSERE CAMBIATO

Da metà estate però qualcosa sembrava essere cambiato: le borse erano tornate a salire e il costo del petrolio è man mano ridisceso, mentre le tensioni sul gas naturale sembrano in parte rientrate, nonostante il suo flusso di provenienza russa si sia quasi del tutto interrotto. (di seguito il prezzo del petrolio e il surplus di capacità produttiva)

Da cosa dipende? E' una conseguenza della recessione che sta colpendo l'Unione? In parte forse, ma essa non basta a spiegare il fenomeno complessivo, che si è accompagnato a stime di minor crescita dell'inflazione. Una moderazione complessiva di quegli elementi dirompenti che avevano fatto gridare all'allarme generale per l'autunno in arrivo, ha preso corpo. Ma quanto a ragione? Quanto ci possiamo contare per i prossimi mesi? (nel grafico qui riportato il prezzo della benzina in America)

Assai poco, a quanto sembra, e non soltanto per via del fatto che in America la crescita economica sembra proseguire e, con essa, la spirale dell'inflazione e degli incrementi dei tassi non può certo dirsi giunta al capolinea. Le banche centrali del resto del mondo infatti non possono non seguire la Federal Reserve Bank of America nell'incremento dei tassi d'interesse, pur rimanendo sostanzialmente impotenti alla prima delle conseguenze di questa situazione : il cambio del Dollaro contro quasi tutte le monete degli scambi internazionali continua a salire.

ALTRI NUVOLONI NERI ALL'ORIZZONTE

All'orizzonte poi si stagliano altri nuvoloni neri. Il rincaro di petrolio e gas infatti è stato senza dubbio una precisa conseguenza delle tensioni geopolitiche e del deciso schieramento pro-americano dell'Unione europea. Purtroppo tuttavia quelle tensioni geopolitiche non si sono mai ridotte negli ultimi tempi, anzi! Negli ultimi giorni il contrattacco dell'Ucraina fa pensare che il conflitto sia destinato a durare assai a lungo.

Non devono trarre in inganno il ribasso (relativo, peraltro) del costo del petrolio e di quello del gas, dal momento che per ottenere il primo ha sicuramente giovato quel milione di barili al giorno in più sul mercato derivanti dall'alleggerimento delle riserve strategiche americane (che però è destinato ad esaurirsi nel giro di un mese e mezzo al massimo, in coincidenza con le elezioni americane). Per il secondo più che altro i governi europei hanno cercato di ridurre gli effetti della speculazione e di controbilanciare la scarsità di gas con l'accumulo di importanti riserve per l'inverno, insieme ad una serie di misure destinate a limitarne i consumi. Ma se le tensioni di guerra risalgono come sembra, sono destinate ad apparire dei meri "pannicelli caldi".

LE TENSIONI SUI PREZZI INDUCONO LA RECESSIONE

Morale: la tensione sui prezzi delle materie prime non è detto che non riprenda nei prossimi mesi, dal momento che la loro domanda scende piuttosto poco (più che altro scende in Europa, ma non in Oriente né in America) mentre i rischi di una nuova guerra

mondiale tra Oriente ed Occidente restano elevati. L'unico vero fattore di moderazione risulta dal fatto che, nel complesso, complice anche la riduzione di scambi tra l'Occidente e la Cina, la crescita economica globale sta continuando a ridursi, (in Europa poi è già al di sotto dello zero).

Ecco perché riteniamo sia possibile parlare di "occhio del ciclone", cioè di quel momento di relativa calma che arriva quando ci si trova al centro di una grande perturbazione metereologica in movimento, prima che la violenza della medesima riprenda altrettanto fortemente mentre passa avanti. Anche lo shock energetico che sta subendo l'Europa sembra destinato a non finire tanto presto, e contribuisce a innalzare il costo dell'energia globale e, conseguentemente, anche quello dei prodotti di moltissime industrie che ne consumano abbastanza.

Questo, insieme al fatto che, a un certo punto della storia, l'inflazione inizia ad auto-alimentarsi, spinge a far pensare che le tensioni, sui prezzi e dunque sui mercati, non possano che tornare a crescere perché la spesa pubblica crescerà, tanto a causa dei maggiori interessi sui debiti governativi, quanto (soprattutto) per i sussidi che dovranno essere dispensati e per gli armamenti.

GLI ERRORI DELLE BANCHE CENTRALI E DEI GOVERNI

La politica monetaria è passata dall'essere estremamente espansiva a progressivamente restrittiva, costringendo le imprese a trasferire sui prezzi al dettaglio gli aumenti dei costi subìti e limitando la loro possibilità di investire per efficientare la produzione. Una politica monetaria restrittiva poi incide alla lunga anche sulla riduzione del valore degli investimenti finanziari, e contribuisce a ridurre la fiducia degli imprenditori avvicinando il momento in cui la recessione può allargarsi al resto del mondo.

La politica fiscale dei paesi occidentali viceversa è passata dall'essere prudente e orientata alla generazione di migliori incentivi per la transizione energetica a fortemente espansiva. Ma con la consapevolezza che le forti elargizioni alla popolazione non solo non riescono a lasciare invariati i consumi della popolazione (che continuano a scendere perché scende il reddito medio reale disponibile)ma in più alimentano inevitabilmente la domanda di beni e dunque l'inflazione (soprattutto in America) e spingono anche all'instabilità dei mercati finanziari, perché per molte nazioni occidentali sarà sempre più difficile incrementare l'offerta di titoli pubblici a reddito fisso.

In una parola, l'inflazione sta divenendo strutturale, (nel grafico sopra riportato il CPI

l’indice europeo dei prezzi al consumo per abitazioni e servizi di pubblica utilità) così come era successo a metà degli anni ‘70, solo molto più velocemente che allora. La progressiva monetizzazione del debito pubblico peraltro aggiunge instabilità al mercato dei cambi valuta e alimenta, indirettamente, l’inflazione, generando una corsa verso i beni-rifugio quali gli immobili innanzitutto, che però saranno evidentemente più tartassati che in precedenza. (di seguito un confronto dei tassi d’inflazione al consumo rilevata dagli istituti di statistica, dei principali paesi d’Europa).

NEL BREVE TERMINE PREVALE L’OTTIMISMO

Come la mettiamo quindi con le previsioni di ripresa dei listini azionari e, addirittura, con le speranze di retromarcia sui tassi d’interesse da parte delle banche centrali? Nel breve termine è possibile che esse siano relativamente fondate anche a causa del fatto che la liquidità in circolazione resta abbondante e l’investimento azionario resta senza dubbio preferibile a quello del reddito fisso. Le borse sono spesso totalmente scollegate dall’economia reale e, oltretutto, l’autunno vede importanti appuntamenti elettorali in occidente che spingono a pensare che il “mainstream” diffonderà soprattutto buone e rassicuranti notizie.

Ma oltre l’orizzonte massimo di due-tre o quattro mesi al massimo lo scenario non appare affatto rassicurante. Deve davvero succedere qualcosa di eclatante perché il mondo non cada di nuovo in recessione nel 2023 e i mercati finanziari non ne risentano. I venti di guerra dovrebbero placarsi davvero e il commercio internazionale tornare a crescere. Prima o poi sicuramente succederà ma, al momento, è difficile vedere uno spiraglio di sereno sopra le nubi che si addensano.

Stefano di Tommaso

CHE FINE HANNO FATTO GLI ”UNICORNI” IN BORSA ?



Gli unicorni, in gergo cioè le nuove società tecnologiche che possono sperare di raggiungere il miliardo di dollari di capitalizzazione andando a quotarsi in borsa, appaiono animali quasi in via di estinzione tra gli operatori del mercato. Le società tecnologiche iper-valutate per le loro fantastiche prospettive che rientrano nella definizione sopra indicata sembrano essere letteralmente sparite in questa seconda metà dell'anno, soprattutto a Wall Street, che resta non soltanto la piazza finanziaria più liquida del pianeta, ma anche quella che dà il tono a tutte le altre.

Se il numero di aziende che hanno chiesto di quotarsi a New York è sceso del 70-80% nel periodo gennaio-agosto 2022 non è soltanto perché le quotazioni espresse dalla borsa delle borse appaiono riflessive rispetto all'anno precedente (l'indice SP500 è sceso dell'18,2% dall'inizio dell'anno, il Nasdaq composite del 26,5%). Sono anche le aspettative degli operatori per il resto dell'anno in corso e per il prossimo che gettano una luce sinistra sulle prospettive per le aziende che hanno il coraggio di affrontare il listino di borsa in questo periodo, per raccogliere capitali e vedere i propri titoli pubblicamente quotati. Sottoscrivere i titoli in fase di quotazione (invece di attendere che siano già quotati) significa infatti indubbiamente scommettere sul futuro.

I timori di estensione dei conflitti armati già in corso, quelli di eventuale prosecuzione dell'inflazione dei prezzi e quelli di ulteriori rialzi di tassi di interesse oltre le attuali attese vanno a dipingere scenari piuttosto foschi per gli investitori i quali invece, attraverso la sottoscrizione di titoli di nuova emissione, fanno un atto di fede sulla capacità di generare future performances. Sono infatti giù di tono soprattutto le quotazioni dei titoli cosiddetti "tecnologici" di minori dimensioni, per due grandi motivi: da un lato rappresentano scommesse per il futuro in un momento di cui quest'ultimo non appare particolarmente roseo, ma dall'altro subiscono più di altri il cosiddetto "volo verso la qualità" che gli investitori spiccano regolarmente quando le acque del mercato si increspano, soffrendo non poco delle aspettative di scarsa liquidità del mercato azionario, derivanti dalle politiche restrittive delle banche centrali e dalla maggior prudenza degli investitori

istituzionali in questo momento.



Il risultato dei fattori citati sono valutazioni sicuramente non esaltanti per le “matricole” di borsa mentre fino a tutto il 2021 -soprattutto per i titoli più innovativi- i multipli di valore dei redditi attesi erano stati decisamente più generosi, contribuendo a trasformare in ”Unicorni” un certo numero di start-up che andavano a quotarsi. E per molte matricole di borsa che possono vantare ottime prospettive di mercato, quel che risulta essenziale è l’ottimismo degli investitori circa la possibilità di convertire queste ultime in un cospicuo valore di capitalizzazione di borsa. Senza il quale forse conviene rimandare l’avventura a tempi migliori.

La popolazione delle società candidate alla quotazione tra l’altro non vede soltanto illustri start-up che vogliono raccogliere denaro per mettere in pratica i propri programmi, anzi! La maggioranza delle società che decidono di affrontare il percorso del primo collocamento agli investitori di titoli di nuova emissione (il cosiddetto “initial public offering” o “IPO”) sono società che vantano sì delle ottime prospettive, ma che molto spesso sono già arrivate a suggellare il proprio successo nel business e hanno già varcato la soglia dell’ internazionalizzazione. Di seguito l’elenco delle IPOs al segmento Euronext Growth della Borsa Italiana dall’inizio del 2022 ad oggi (cui si aggiunge soltanto il “direct listing” di Iveco):



La raccolta di capitali dalla borsa per queste ultime spesso rappresenta l’alternativa all’ingresso nel capitale dei fondi di private equity, ovvero il momento in cui questi ultimi riducono la quota di partecipazione precedentemente sottoscritta, lasciando il loro posto al management e ad una platea allargata di investitori istituzionali, in molti casi con una governance che passa dall’essere estremamente concentrata a divenire molto diffusa. La quotazione in borsa cioè spesso rappresenta il momento in cui l’azienda si libera di parte dell’indebitamento o di buona parte della leva finanziaria imposta dagli investitori precedenti e prova a spiccare il volo sul mercato dei capitali.

Se -quando arriva quel momento- capita una congiuntura riflessiva dei corsi azionari o ci sono prospettive di recessione economica, è plausibile che ai vertici aziendali venga una gran voglia di rinviarlo a data da destinarsi. E così pare che stia andando oggi il mercato delle IPOs: molte imprese che avevano precedentemente deciso di affrontare il percorso di quotazione, alla luce delle condizioni generali di instabilità e scarsa liquidità delle borse stanno in realtà soltanto rinviando il momento dello sbarco, scaldando ugualmente i muscoli in attesa di una finestra più favorevole sui mercati finanziari. Molte notizie

arrivano in tal senso, facendo pensare dunque ad un certo affollamento quando tale finestra si paleserà.

Lo stesso vale per molte operazioni sul mercato secondario (dove cioè gli investitori che hanno sottoscritto titoli azionari in fase di primo collocamento arrotondano la loro partecipazione alla luce dei risultati aziendali, ovvero la riducono, in favore di un nuovo gruppo di sottoscrittori) nonché per le operazioni di raccolta delle SPAC, vale a dire "special purpose acquisition companies", cioè quelle società anche denominate "assegni in bianco" (blank check companies) che gli operatori professionali propongono agli investitori con la logica di speculare sul maggior valore prospetttico delle migliori società che essi selezioneranno per realizzare con loro la cosiddetta "business combination" del veicolo vuoto già quotato. Con le SPAC infatti le società che intendono accelerare la propria quotazione in borsa si ritrovano quotate e maggiormente capitalizzate a seguito di una fusione inversa.

Ovviamente il momento non appare particolarmente favorevole nemmeno per creare nuove SPAC, il cui ritorno per gli investitori è esclusivamente dettato dalle aspettative di maggior valore nel tempo delle società con cui esse vanno a fondersi, ma non lo è neanche per le "business combination" (cioè la fusione con l'industria-obiettivo) delle SPAC già esistenti, le quali per prassi dovranno ugualmente affrontare il giudizio dei sottoscrittori (ovvero il loro recesso), prima di perfezionarla. E di questi tempi lo scetticismo e la prudenza degli investitori non sempre premia le scelte fatte dai gestori della SPAC.

Soprattutto non favorisce la nascita di "unicorni", cioè di società-modello, i cui titoli appaiono particolarmente desiderabili e che di conseguenza possono ottenere valutazioni molto elevate. Il mercato è più orientato casomai a sottoscrivere aumenti di capitale di titoli cosiddetti "value", ovvero i cui fondamentali sono solidi e con buone prospettive reddituali. Ma questo non è detto che sia un peccato, perché c'è una fondamentale divergenza tra la scala temporale delle imprese che adiscono alla quotazione e quella degli investitori che ne sottoscrivono i titoli in emissione: la prima abbraccia un periodo di almeno un triennio, se non qualche multiplo del medesimo. La scala temporale degli investitori è invece oggettivamente molto più breve: in media è un anno o poco più.

Dunque molte imprese che possono trovare aperta una finestra per la quotazione spesso farebbero bene ad approfittarne, perché l'accesso al mercato dei capitali è solo il primo passo di un percorso di crescita, anche laddove le valutazioni che il mercato può esprimere appaiono poco soddisfacenti: è ***sufficiente ridurre le dimensioni dell'offerta***, anche per riequilibrare l'equilibrio con la relativa domanda, o prevedere l'utilizzo delle cosiddette ***PAS (price adjustment shares)*** per garantire agli investitori il rispetto del piano di sviluppo aziendale. Nuove tranches di collocamento sarà possibile farle successivamente e

probabilmente a condizioni migliorative. Nel frattempo infatti una serie di barriere psicologiche saranno state abbattute e quando si procederà oltre l'azienda sarà stata conosciuta molto meglio dai suoi sottoscrittori.

Dal punto di vista di chi investe può esserci altrettanta convenienza a sottoscrivere titoli di nuova emissione in momenti come questo: spesso sono in pochi quelli che si mettono a fare di conto per individuare un ***convenientissimo arbitraggio*** tra i multipli delle società già quotate e quelli delle quotande in periodi di scarsa liquidità: queste ultime normalmente pagano un elevato pegno nell'affrontare per la prima volta il mercato e, se chi le accompagna al listino avrà lavorato bene, probabilmente , quel "gap" sui multipli verrà ampiamente recuperato nei mesi successivi, con grande beneficio per chi le acquistate in IPO.

D'altra parte anche laddove il mercato dovesse riprendersi molto bene (e avrei qualche timore che ciò avverrà presto) le cose non sarebbero semplicissime per le società – matricole: se da un lato il contesto generale premierà le valutazioni, dall'altro lato il relativo affollamento -che si genererà quasi per certo- porterà le matricole ad essere in forte competizione le une con le altre. C'è il rischio dunque che il beneficio dell'aver scelto l'attesa e il rinvio sia piuttosto limitato. E nessuna certezza che quelle migliori condizioni di mercato che prima o poi dovranno palesarsi saranno davvero migliori…

Stefano di Tommaso

STRATEGIE D'AUTUNNO



La radicalizzazione degli eventi globali che impattano sulla salute delle imprese (riduzione delle vendite, scarsità di manodopera, difficoltà negli

approvvigionamenti, rincari dei costi, necessità di reshoring delle produzioni e di revisione dei listini prezzi…) impone un profondo ripensamento strategico a chiunque si trovi a gestire un'attività economica. Non basta riuscire ad assorbire gli incrementi dei costi e/o ribaltarli sui prezzi di vendita, ma occorre anticipare e cavalcare i cambiamenti epocali che tali eventi stanno generando per l'ambiente in cui le imprese sono inserite, costringendole ad adeguare in fretta il proprio modello di business invece di esserne travolte. Cosa ovviamente difficilissima, ma anche imprescindibile!

L'IPERINFLAZIONE E LE CONSEGUENZE PER LE IMPRESE

Partiamo dalla prima delle ovvietà: l'iperinflazione dei prezzi che è in arrivo in autunno per i consumatori, è già arrivata da tempo per molte imprese industriali. I costi di molti fattori di produzione sono letteralmente volati alle stelle fino a decuplicare o peggio in alcuni casi, e non soltanto per le bollette energetiche. Quegli incrementi a doppia o tripla cifra hanno iniziato a manifestarsi già un anno fa, inizialmente solo in taluni comparti, poi mano mano estendendosi sino ai servizi e alla manodopera qualificata. E' stato cioè il fattore scarsità che nella maggior parte dei casi ha spinto al rialzo i costi. E la medesima scarsità negli approvvigionamenti ha già determinato o sta determinando una serie importante di conseguenze, anche a prescindere dal loro impatto sui conti economici delle imprese.

Ad esempio la difficoltà di ottenere delle forniture ha costretto le imprese a fare più magazzino, con un ovvio appesantimento del capitale circolante. In altri casi le ha costrette a pagarle prima del solito o addirittura in anticipo, con la stessa conseguenza, per non parlare della garanzia di pagamento che oggi spesso viene richiesta all'ordine e che in precedenza non era invece usuale, la quale va inevitabilmente ad appesantire la dinamica finanziaria. In molti comparti il credito di fornitura era infatti altrettanto importante quanto quello bancario.

Anche le filiere di fornitura delle imprese -soprattutto quando sono internazionali- hanno subito o rischiano di subire a breve termine degli importanti cambiamenti che impongono altrettanto importanti ripensamenti strategici. Senza i quali probabilmente molte imprese sono destinate a non riuscire a restare vive.

LA PRESA D'ATTO DEI CAMBIAMENTI EPOCALI

In realtà anzi sono numerosissimi e spesso poco visibili gli impatti non solo monetari che conseguono alla sferzata dei rincari dei costi che hanno investito le imprese. Sarebbe impossibile -nonché inutile- elencarli tutti. Quello che è invece molto utile osservare è ciò che ne sta conseguendo per quasi tutte le attività economiche: la necessità cioè per la maggior parte di imprese e imprenditori di riuscire a ripensare radicalmente e rapidamente la loro ragion d'essere.

Non soltanto per arrivare a trovare nuovi e non scontati equilibri al proprio bilancio aziendale, ma anche e soprattutto per evitare di rimanere vittima dei cambiamenti in corso, perdendo per strada parte della clientela (e dunque anche valore d'azienda) o per dover rinunciare a fattori di produzione che fino a ieri erano considerati strategici e che oggi possono risultare troppo cari o non più disponibili.

A questo riguardo risulta ovvio per molte aziende fare (o rivedere profondamente) il proprio Piano Industriale per tener conto dei cambiamenti. Ma, come vedremo qui di seguito, ciò non è sufficiente. Il Piano Industriale è come il pesce: "puzza dalla testa"! La sua concretezza dipende cioè dalla qualità di chi è a capo dell'impresa. E per riuscire a reagire ai cambiamenti che si stanno sviluppando a seguito di inflazione, recessione e riassetto degli equilibri geopolitici non occorre soltanto una profonda revisione della piano aziendale, ma anche un'attenta disamina delle numerose ipotesi alla sua base.

QUATTRO ELEMENTI PER REAGIRE

Per orientarsi perciò nella tempesta di rincari e cambiamenti che le imprese -da molto tempo prima dei consumatori- stanno subendo, occorre per chi le gestisce riuscire a trovare: una ***bussola*** per orientarsi, un ***metodo*** per agire, la ***determinazione*** di riuscire ad agire radicalmente e tempestivamente e, molto spesso, le ***risorse finanziarie*** per poterselo permettere. Nessuno di questi quattro elementi risulta semplice da mettere in pratica, non foss'altro che per le terribili conseguenze che può determinare il commettere degli errori al riguardo. Se però l'alternativa rischia di essere la stessa sopravvivenza dell'azienda, ecco allora che può valere assolutamente la pena di correre qualche rischio e affrontare le riflessioni che ciò necessita.

LA BUSSOLA

Mentre i costi di produzione crescono e impongono vari ripensamenti in ordine alla loro gestibilità, molte imprese sono costrette a chiedersi se gli obiettivi precedentemente definiti sono ancora validi, se il proprio posizionamento nell'ambito della concorrenza è

ancora sostenibile, se il proprio mercato di sbocco è ancora il medesimo (talvolta, soprattutto per le attività "business to business", la clientela decide di orientarsi in fretta in maniera del tutto differente, pur di riuscire a mantenere un equilibrio economico: il risultato può essere che una determinata fascia di clientela può arrivare letteralmente a vaporizzarsi).

Trovare un orientamento per comprendere verso quale direzione l'impresa deve dirigersi a seguito dei cambiamenti epocali in corso, non è mai scontato e presuppone, per coloro che riescono a farlo, la necessità di ***cominciare dall'aggiornamento dell'analisi di mercato e, di conseguenza, del posizionamento strategico dell'impresa***. Cosa più facile a dirsi che a farsi.

Spesso queste cose infatti richiedono tempo e comportano costi. Anche le competenze per riuscirvi non sono necessariamente già presenti all'interno dell'impresa. Ciò può spingere a considerarle non urgenti, ma spesso è vero il contrario: nessuna impresa è al sicuro se non riesce a individuare come cambia la domanda dei propri prodotti e servizi e di conseguenza come può cambiare il proprio contesto competitivo, e come può mutare di conseguenza il proprio vantaggio strategico. E si può scommettere sul fatto che la tempesta perfetta oggi in corso sui mercati finirà per cambiare quasi tutto!

Ogni preferenza sta cambiando con l'inflazione in arrivo e con la revisione dei budget di spesa che ne consegue. Ogni abitudine e ogni convenienza saranno riviste. Addirittura in molti casi la carenza di forniture sta impedendo il normale equilibrio economico delle imprese perché ne riduce forzosamente il giro d'affari rendendo non più sostenibili i precedenti costi fissi. Ovvero la situazione impone nuovi importanti investimenti, che si giustificano però soltanto con una crescita -mai scontata- del giro d'affari.

IL METODO

Le precedenti considerazioni introducono il secondo dilemma -in termini di priorità- che gli imprenditori devono riuscire ad affrontare: come agire? Da dove iniziare? A chi rivolgersi? E come coinvolgere i propri collaboratori?

Di solito un buon modo per iniziare a ragionare sullo scenario che cambia per l'impresa, dopo l'analisi di mercato, della posizionamento competitivo e, di conseguenza, della strategia, è quello di ***riuscire a fare davvero di conto***. Non basta infatti prendere atto dei rincari e delle loro conseguenze sull'equilibrio economico: bisogna rivedere profondamente il Piano Aziendale, ivi compresi lo stato patrimoniale prospettico e il rendiconto finanziario che si può immaginare, almeno per l'esercizio in corso e per quello successivo. Ma per

farlo occorre lavorare sulla contabilità industriale, ovvero sull'attenta revisione delle risultanze del controllo di gestione.

Spesso infatti il diavolo sta nei dettagli e, molto più spesso di quanto si possa immaginare, il primo problema delle imprese non sta nella capacità di pianificare il proprio futuro quanto nel cosiddetto "***mispricing***" (ovvero nella definizione non ottimale dei prezzi di vendita). Al di là dunque del Piano Industriale (la cui validità risiede sicuramente nell'accurata definizione delle ipotesi alla sua base e di come le stesse stanno cambiando nel prossimo futuro), ciò che manca molto spesso alle imprese è la capacità di ottenere validi risultati dal controllo di gestione nonché la capacità di utilizzare le sue risultanze per svolgere i ragionamenti strategici che ne conseguono.

Forse è quest'ultima la capacità più rara: quella di riuscire a ***tradurre in pratica i suggerimenti che discendono dalla pianificazione***. E quando le cose cambiano occorre riuscire ad agire in maniera molto diversa da quanto fatto in precedenza. Pianificare il futuro prossimo è già molto complesso. Quasi impossibile farlo quando si vuole guardare ancora più in avanti. Ma è altrettanto vero che risulta quasi imprescindibile. Da questo punto di vista l'accurata formalizzazione del Piano Industriale che ne consegue può aiutare l'imprenditore nel ragionamento.

Tradurre in pratica i suggerimenti che derivano dal controllo di gestione tuttavia non può non comportare la diffusione ad un certo numero di collaboratori di informazioni strategiche, al fine di coinvolgerli e motivarli. Senza disporre di un gruppo di persone molto coese e motivate è difficile per le imprese riuscire a reagire velocemente e bene. Per questo motivo occorre riflettere innanzitutto sulla qualità delle risorse umane che dovranno mettere in pratica i cambiamenti. E una volta fatto ciò può valer la pena di correre qualche rischio nell'affidarsi ad un certo numero di collaboratori condividendo con essi informazioni delicate! Nessuna azienda può dipendere dal solo vertice.

LA DETERMINAZIONE

Pur riconoscendo la vastità e la difficoltà che comporta -per qualsiasi impresa, anche piccolissima- effettuare la revisione dell'analisi di mercato e della strategia aziendale, nonché la revisione conseguente del Piano Industriale e delle ipotesi alla sua base, e infine l'aggiornamento del controllo di gestione per tenere conto dei nuovi numeri che discendono dall'iperinflazione, ciò nonostante ***il punto non è mai la teoria, bensì la pratica.***

Un'impresa infatti può dotarsi di ottimi consulenti e/o di personale interno estremamente

capace di rivedere rapidamente ogni elemento della strategia aziendale, ma può ciò nonostante non riuscire affatto nel vincere le resistenze che immancabilmente si presentano quando si tratta di tradurre in realtà le indicazioni che emergono da tale revisione.

Se vogliamo insomma, per quanto siano chiare e importanti le indicazioni che discendono dalle analisi e pianificazioni che l'attento imprenditore deve riuscire a tradurre in realtà, il vero problema è il ***tracciare la cosiddetta "road map"***, cioè il percorso di graduale progressività dei cambiamenti da effettuare, nonché la tempistica che ne consegue, mai facile da rispettare. Anzi! Normalmente ogni variazione delle procedure aziendali risulta traumatica, costosa e lunga da attuare. E l'alternativa alla capacità di tenere conto delle istanze dei dipendenti che vi si oppongono (a volte anche a ragione) è quella di scombussolare l'organizzazione, arrivando a perdere l'equilibrio acquisito in precedenza.

Ma ciò che accade "là fuori" sul mercato rischia di essere altrettanto traumatico, e non consente all'impresa di concedersi tempi lunghi per reagire. Le cose nel frattempo potrebbero cambiare ancora. Un attento imprenditore (o capo azienda) deve perciò contemperare la necessità di analizzare i mercati e i concorrenti arrivando a rivedere intelligentemente la strategia, con quella, altrettanto importante, di declinare -gradualmente ma con decisione e rapidità- i cambiamenti strategici e organizzativi che ne conseguono. Di nuovo: è molto piu facile a dirsi che a farsi.

LE RISORSE FINANZIARIE

Si è parlato più volte sino a qui della revisione strategica necessaria a seguito dei mutamenti oggi in corso sui mercati e delle conseguenti manovre che le imprese devono mettere a fuoco. Piani e manovre che devono essere condivisi, accettati e gradualizzati, prima che attuati. Ma non si può fare "i conti senza l'oste". Fuor di metafora: la dimensione finanziaria dell'azienda rischia di risultare particolarmente strategica di fronte alle sfide che recessione, inflazione e revisione delle filiere produttive stanno imponendo alle imprese. Quasi sempre potervi ***reagire significa investire***, e per farlo bisogna potertelo permettere.

Una prima osservazione riguarda la disponibilità di credito per le imprese, non soltanto bancario ma anche quello di fornitura. Che, con l'arrivo della recessione, rischia di prosciugarsi. Contrastare questo fenomeno generalizzato significa dunque vincere la concorrenza di altre imprese che vorrebbero ottenerlo (o mantenerlo) in presenza di una disponibilità complessiva del sistema finanziario che necessariamente arriverà a ridursi. Significa cioè risultare particolarmente resilienti alle difficoltà poste dalla congiuntura sfavorevole ovvero particolarmente capaci di cavalcare i cambiamenti in corso.

Una seconda e già meno scontata considerazione riguarda ***il capitale di rischio***: teoricamente a seguito dell'incremento di numerosi rischi aziendali la dotazione di capitale sociale dovrebbe accrescersi, non diminuirsi a causa di perdite o minusvalenze cui facilmente -magari anche solo per pochi mesi- sono incorse le imprese prima di potersi adeguare ai rialzi dei costi di produzione. Inoltre per riuscire a mantenere il medesimo perimetro aziendale è piuttosto probabile che le imprese debbano effettuare investimenti, vuoi nell'efficienza di produzione e vuoi nella capacità di adeguare la propria struttura ai cambiamenti di mercato. Per i quali occorre altro capitale.

Quand'anche gli investimenti suddetti siano tutti sacrosanti e -nel medio termine- anche redditizi, ci sono ***soltanto due modalità per poterli sostenere: raccogliere altro capitale di rischio o dismettere delle attività non strategiche***. Una terza modalità potrebbe sempre essere il ricorso ad ulteriori linee di credito ma non è affatto semplice riuscirvi, e presuppone un'insolita capacità dell'impresa di contrastare la tendenza di fondo degli istituti di credito a ridurre le erogazioni con l'arrivo di una recessione.

A meno perciò di importanti disinvestimenti (più difficili a realizzarsi e anche meno convenienti in tempi di recessione) le imprese che vogliono fare correttamente fronte all'attuale congiuntura e all'aumento generalizzato dei rischi aziendali (nonché agli ulteriori investimenti necessari) dovranno trovare il modo di raccogliere capitali, ovvero dovranno accettare di subire i cambiamenti di mercato senza potervi reagire e probabilmente accusando contemporaneamente una riduzione della disponibilità di credito.

Di solito si può sperare di ottenere capitale di rischio da terzi investitori a fronte di due condizioni: dell'aspettativa di tradurre in profitti incrementali tale capitale (cosa mai sicura) e della possibilità per chi investe di riuscire agevolmente a disinvestire in futuro (cosa altrettanto complessa quando l'impresa non è quotata in borsa). Per riuscire dunque nell'intento occorre ***disporre di un Piano Industriale molto affascinante*** e dove si mostra la capacità dell'impresa di riuscire addirittura a incrementare i propri profitti nonostante le difficoltà sopraggiunte.

LE ALTERNATIVE

Da quanto sopra appare particolarmente evidente a ***quali difficoltà*** stanno andando incontro le imprese al sopraggiungere dell'attuale crisi: non soltanto dovranno riuscire a ribaltare gli incrementi dei costi e a mantenere i propri mercati di sbocco ma dovranno anche ripensare il proprio modello di business arrivando a trovare nuove filiere di fornitura, delle risorse umane qualificate per reagire ai cambiamenti, ed effettuare cospicui investimenti senza incrementare l'indebitamento ma anzi raccogliendo nuovo

capitale di rischio.

E’ chiaro perciò che ***molte imprese non riusciranno a fare in tempo*** tutto ciò, se non dismettendo per tempo attività e cespiti non strategici per raccoglierne cospicue risorse finanziarie e/o per focalizzare i propri sforzi nelle direzioni più strategiche. All’arrivo di una recessione economica unita a una forte ventata di inflazione e con il conseguente rialzo dei tassi d’interesse, può dunque risultare particolarmente urgente effettuare ***dismissioni*** e incassare del denaro contante.

L’ultima alternativa possibile è quella di affrontare un importante ***“turnaround aziendale”*** accompagnato ad una o più ***aggregazioni con altre imprese***, con lo scopo di ampliare la base dei ricavi e apportare tagli alle spese comuni. Spesso questa alternativa consente anche di sopperire all’impossibilità di effettuare direttamente degli investimenti strategici, che in caso di aggregazioni potrebbero non essere più necessari.

Dal momento che le crisi comportano non soltanto cambiamenti ma anche riduzioni del giro d’affari e/o fallimenti, contrastare un periodo del genere attraverso un programma di aggregazioni aziendali può risultare la più economica e la più veloce delle strategie possibili, soprattutto quando mettere in pratica le alternative risulta poco agevole o è poco probabile superare indenni le difficoltà.

Se vogliamo ***è questa l’indicazione più forte*** che discende dall’analisi qui effettuata: resistere e reagire alle mutate condizioni di contesto economico si può, magari anche con successo. Ma è piuttosto improbabile riuscirvi rimanendo immobili o aspettando troppo!

Stefano di Tommaso

PER CITIBANK L’INFLAZIONE ARRIVERÀ AL 18%



Quello che sta succedendo negli ultimi giorni rischia di passare agli annali della storia come il momento di svolta (in peggio) dell'economia globale: quando cioè la deriva inflazionistica, vissuta per circa un anno in maniera tutto sommato moderata, inizia invece ad avvitarsi e rischia di far inceppare la crescita economica globale e di arrivare ad autoalimentarsi. Sono espressioni pesanti, ma vediamone il perché.

DUE "GAME CHANGERS"

I fatti oggettivi di cui tenere conto per analizzare il cambio di passo che rischia di intervenire da qui a fine 2022 sono sostanzialmente due :

- la recentissima pubblicazione delle previsioni di Citibank Londra per l'inflazione possibile in Gran Bretagna a Gennaio 2023 (cioè tra soli 5 mesi) al 18,6% (si, avete letto bene!) a causa principalmente dell'aumento delle bollette, e
- al tempo stesso lo "sfondamento" della soglia psicologica della parità con l'Euro del cambio del Dollaro americano.

Se poi vogliamo essere più precisi dobbiamo necessariamente aggiungere al "cahier de doleances" (che neanche a farlo apposta era un termine coniato per raccogliere le lamentazioni del popolo agli Stati Generali della Francia di Luigi XVI, monarca finito sotto la ghigliottina per la sommossa popolare che derivò dalla fame del popolo) anche il contemporaneo raggiungimento dei 300 euro a megawattora del costo del gas (+250% circa in 3 mesi) nonché quello di 600 euro a megawattora del costo industriale dell'energia elettrica. (Il grafico qui riportato risale a qualche giorno prima ma evidenza la tendenza di fondo, fortemente crescente da un anno a questa parte).

Ovviamente le suddette vicende sono concatenate tra di loro: il balzo del costo dell'energia tende a trascinarsi nei costi della maggior parte dei beni e servizi nel giro di qualche mese e al tempo stesso ciò non può non avere effetti positivi sulle divise monetarie di chi ha le

maggiori chances di sopravvivere meglio ai rincari perché dotato di risorse naturali (e dunque può essere in grado di calmierarne il prezzo). Con la rivalutazione del Dollaro tra l'altro l'America sostanzialmente "esporta" inflazione nei confronti del resto del mondo, facendo contemporaneamente calare il proprio costo delle merci importate e moderando così gli effetti dell'inflazione in casa propria. Motivo per cui è lecito attendersi che essa proseguirà.

IN UK L'INFLAZIONE È RILEVATA PIÙ TEMPESTIVAMENTE

Per precisare meglio le circostanze sulle quali poggia la previsione di Citibank bisogna ricordare che in Gran Bretagna il tasso annuo di inflazione dei prezzi al dettaglio (prezzi luglio 2022 su luglio 2021) è già schizzato alle stelle raggiungendo il 12,3%, il livello più alto da marzo 1981, e che la Banca centrale inglese aveva già stimato in precedenza che l'inflazione dei prezzi al consumo avrebbe raggiunto il picco del 13,3% a ottobre e che quindi il Paese potrebbe sperimentare quello che potrebbe essere il più lungo periodo di contrazione economica dalla grande crisi finanziaria del 2008. Le previsione del 18,6% di Citibank supera quelle citate principalmente a causa degli ulteriori rincari di energia e prodotti alimentari.

Peraltro le sanzioni alla Russia, il principale esportatore globale di materie prime energetiche, fanno sì che quest'ultima indirizzi di conseguenza il grosso delle sue forniture verso l'Asia, ed in particolare verso gli altri due giganti economici e demografici del pianeta: Cina e India, le quali in contropartita ottengono un'interessante sconto su tali forniture. Dunque l'Occidente sta pagando più cara l'energia.

E chi ci rimette di più (escludendo la maggior parte dei paesi emergenti, afflitti prima ancora da ben altri problemi, quali la fame e i rischi di default di stato) è proprio l'Europa, e in particolare l'Eurozona, i cui Paesi membri sono condannati ad acquisire fuori dai propri confini (ma con il divieto di farlo dalla vicina Russia) la maggior parte delle risorse energetiche di cui necessitano. E, nell'ambito dell'Europa, chi ci rimette di più è l'Italia, Paese che appare come il fanalino di coda dell'Unione in termini di risorse energetiche anche perché sostanzialmente sprovvisto di quelle proprie e recentemente autoprivatosi per scelta anche delle centrali nucleari e dell'estrazione di risorse naturali.

LA RETORICA ELETTORALE NON AIUTA

Ma all'inizio di queste righe abbiamo citato un principio fondamentale dell'economia: l'inflazione dei prezzi si trasmette velocemente da un Paese all'altro innanzitutto attraverso il maggior costo dell'energia. Dunque a rigor di logica l'Italia dovrebbe registrare il più

elevato tasso di inflazione d'Europa e quest'ultima dovrebbe registrare uno dei più elevati tassi d'inflazione del mondo. E così probabilmente sarà, ma non subito, dal momento che gli uffici di statistica tendono a rilevare determinati panieri dei prezzi, spesso superati e dunque inadeguati a descrivere correttamente ciò che accade davvero. Cosa che peraltro fa comodo a chi governa per riuscire a somministrare solo gradualmente le brutte notizie. Lo stesso probabilmente può valere per gli USA, dove il partito democratico non è sicuramente frettoloso di far conoscere gli incrementi dell'inflazione a tre mesi dalle elezioni parlamentari.

Dunque possiamo facilmente immaginare che le stime statistiche relative all'inflazione dei prezzi "appaiano" più elevate nel Regno Unito (che peraltro è esportatore netto di petrolio, dunque in posizione migliore rispetto al resto dell'Eurozona) più per motivi legati alla tempestività del trasferimento degli aumenti dei costi aziendali sui prezzi al consumo (e alla tempestività della loro rilevazione statistica) che non perché a casa nostra i prezzi al consumo stiano crescendo effettivamente di meno.

Ma se fino a ieri si riteneva l'inflazione in corso come un evento temporaneo e limitato nella sua portata, oggi le cose rischiano di cambiare bruscamente: la tensione geopolitica (che riguarda peraltro soprattutto l'Europa) sta comportando ulteriori rincari energetici che -pur nella vischiosità della loro trasmissione a valle sui beni di consumo- stanno innalzando l'inflazione a valori che potremmo definire sudamericani, simili a quelli visti solo al culmine delle tensioni degli anni '70 del secolo scorso (quasi cinquant'anni fa).

E, così come successe allora, oggi la spirale inflazionistica inizia ad autoalimentarsi e a creare sconquassi politici e sociali (si pensi alla crescente difficoltà per le famiglie più povere di sbarcare il lunario, e in Italia ce ne sono davvero molte!), dal momento che la rincorsa ai maggiori dei salari e dei costi dei servizi sarà inevitabile, così come sarà inevitabile una più severa recessione che non potrà non svilupparsi a causa dell'altrettanto inevitabile incremento vertiginoso dei tassi di interesse e dell'impossibilità per le imprese di trasferire adeguatamente e tempestivamente gli aumenti dei costi di produzione sui prezzi di vendita.

La recessione in arrivo peraltro non potrà non esasperare le ulteriori tensioni relative alla sostenibilità dei debiti, pubblici e privati, oggi tra l'altro giunti a livelli ben più elevati che non mezzo secolo fa. Qualche mese fa si parlava della "tempesta perfetta" in modo quasi pittoresco ma con un certo distacco. Oggi quello che sta arrivando appare piuttosto come un uragano di proporzioni epocali! Uno scenario orrendo che però il nostro Paese sembra

voler ignorare!

IN ATTESA DELL'AUTUNNO (MA POTREBBE ESSERE TARDI)

L'Italia infatti appare oggi amabilmente addormentata, sotto una coltre di dichiarazioni demagogiche dei principali partiti che potremmo considerare relativamente normali in tempo di campagna elettorale, se non fosse che però rischiano di far perdere di vista in quali disastri possiamo incorrere se il governo Draghi, in amena "prorogatio" di fatto fino ad Ottobre, non agirà in fretta per arginare il fenomeno di questi giorni dell'ulteriore rilancio dell'inflazione. Qualcuno infatti dovrebbe occuparsi di non lasciare il Paese a corto di risorse energetiche proprio intorno a fine anno, quando -sì, ci sarà un probabile ricambio al governo, ma quando i due problemi (dell'inflazione e del costo dell'energia) potrebbero raggiungere il loro apice.

Alla drammatica svolta dell'economia dovrebbe contrapporsi cioè una coraggiosa serie di scelte di ogni genere, cui stanno evidentemente attribuendo molta più importanza di noi non soltanto gli Inglesi, ma anche Tedeschi, Francesi, Olandesi e persino Spagnoli, per cercare di prepararsi al peggio, seppure soltanto in ordine sparso (e la Commissione Europea, su problemi come questi, dov'è invece?).

GLI INDICI "PMI"

Gli indici PMI di Markit (che rilevano la fiducia economica degli imprenditori) sono giustamente scesi parecchio negli ultimi giorni, ma forse non così tanto quanto sarebbe stato corretto. La psicologia umana fa oggettivamente fatica a elaborare ogni lutto e in particolare a rendersi conto di quanto potrebbe cambiare lo scenario economico da qui a pochi mesi a seguito di quel che sta succedendo. E così gli imprenditori, per loro natura, restano sostanzialmente ottimisti. Sanno in cuor loro che c'è sempre una via d'uscita. E spesso hanno ragione, ma di fronte al "cambio di passo" che rischia di arrivare, potrebbero forse mostrarsi ancora più cauti.

L'OTTIMISMO DELLE BORSE E' INGIUSTIFICATO

Così peraltro come le Borse, i cui principali operatori inizialmente avevano cinicamente salutato il possibile arrivo della recessione con relativo ottimismo, sperando che essa avrebbe comportato una minore pressione della domanda di beni e servizi a contrapporsi alla scarsità dell'offerta dei medesimi, e dunque una riduzione dell'inflazione dei relativi prezzi, che nel tempo avrebbe consentito ai tassi d'interesse di tornare a scendere

(elemento fondamentale per rilanciare le valutazioni implicite delle imprese le cui azioni sono quotate in borsa). Su questa serie di considerazioni si era avviato il “rally d’estate” delle borse mondiali, durato in tutto quasi due mesi. Oggi invece nessuno è più in grado di prevedere cosa potrebbe succedere.

La minaccia della prosecuzione della guerra e della radicalizzazione dell’inflazione oggi sta infatti mutando in una triste realtà, e con essa quella di un’inflazione selvaggia, che comporterà, al contrario di ciò che si sperava, un quasi pari incremento dei tassi d’interesse. Fattore che inevitabilmente spingerà in direzione opposta in termini borsistici, quella cioè di una brusca riduzione delle valutazioni d’azienda. Non soltanto a causa del fatto che il valore attuale dei flussi di cassa prospettici andrà scontato ad un tasso più elevato, ma anche perché peggiore sarà la recessione e più limitate saranno le opportunità di profitto per le aziende quotate. Due fattori con i quali dovrà confrontarsi qualsiasi ottimismo di fondo…

ECONOMIA DI GUERRA

Qualche tempo fa (14 Marzo) avevo scritto un articolo denominato “economia di guerra” nel quale provavo a delineare le conseguenze che il nostro Paese avrebbe dovuto fronteggiare a seguito delle proprie scelte in termini di politica estera nonché a seguito della propria situazione di precarietà del proprio sistema industriale. In quell’articolo stimavo nel 20% il tasso d’inflazione probabile del 2022 e molti lettori mi davano apertamente del matto. Temevo il peggio ma in cuor mio speravo di avere torto, di non dover mai vedere una congiuntura che si sarebbe avvitata così tanto!

Oggi è relativamente più visibile di quanto lo fosse cinque mesi fa il disastro economico che potrà abbattersi sull’Europa e ancor più sull’Italia intorno alla fine dell’anno solare, ed è dunque lecito allarmarsene, tanto per l’economia reale quanto per i mercati finanziari, quantomeno al fine di riflettere sulle possibili conseguenze delle dinamiche in corso e per riuscire a prevenire il peggio…

Stefano di Tommaso