

F. De Leo: “Il buonsenso prima ed ora le incertezze della guerra impongono una revisione del PNRR. Il governo non perda tempo”



Difficile continuare a parlare di futuro quando il presente è del tutto incerto e attanagliato da una guerra che nessuno aveva preventivato. Un contesto, questo, che impone una riduzione dei margini di errore ed invita ad indirizzare gli investimenti in direzione dell'innovazione e non per tappare i buchi degli errori del passato. Ecco perché il governo di **Mario Draghi** si trova davanti alla improrogabile necessità di rimodulare il **PNRR**, la cui stesura accusa già le lacunose falle che gli osservatori più attenti avevano già registrato.

Ne abbiamo parlato per la nostra consueta intervista settimanale con **Francesco De Leo**, Executive Chairman di **Kaufmann & Partners** (Madrid).

Key4biz. *In questi giorni siamo piombati in una guerra che va ben oltre le due nazioni contrapposte. Con lei qui parliamo sempre di futuro, ma dovrà ammettere che il presente pesa come un macigno...*

Francesco De Leo. È vero, pensavamo di essere stati messi di fronte alla prova più dura con due anni di pandemia, ma ora le vicende dell'aggressione russa alla Ucraina ci fanno trovare di fronte ad un cambio di scenario che appena poche settimane fa sarebbe stato difficile immaginare. Nelle settimane passate abbiamo insistito a lungo su queste pagine nell'affermare che nulla sarebbe stato come prima, per effetto della *digital transformation*, ma ora penso che dobbiamo esser consapevoli del radicale cambio di paradigma che sta alterando ogni settore dell'economia, della finanza e delle relazioni tra Stati.

Key4biz. *Mercati o persone, finanza o società? Pesa il presente o impaurisce di più il futuro?*

Francesco De Leo. Beh se mi permette i mercati contano molto ma vanno in secondo piano, perché quello che si sta verificando sotto i nostri occhi porta indietro l'orologio della Storia ad eventi che avremmo voluto allontanare dal bagaglio dei nostri ricordi. È sempre importante avere davanti a sé una prospettiva, un progetto e un'idea chiara del futuro. Ma da qualche giorno le vicende drammatiche dalla vicina Ucraina riguardano tutti noi e temo che sarà così per lungo tempo, il tempo che occorrerà per trovare una via d'uscita e per liberarsi delle complesse conseguenze generate da quanto sta accadendo. Pensavamo già di avere visto tutto in questi due anni di pandemia, ma ora ci rendiamo conto che non è così. Per il futuro dobbiamo esser pronti a vivere anche l'inimmaginabile. E' bene riabituarsi a non dare più nulla per scontato, perché l'esser pronti a tutto può fare la differenza ed aiutare a recuperare fiducia ed il senso del futuro di cui abbiamo, ancor di più oggi, bisogno.

Key4biz. *Difficile prima l'idea di futuro con la pandemia ora (speriamo) alle spalle, ma con una guerra alle porte di casa...*

Francesco De Leo. Due anni di pandemia hanno reso il mondo più fragile e vulnerabile, mettendo a dura prova la resilienza di imprese e famiglie. Ora, con la guerra alle porte dell'Europa, tutto è più difficile. I vecchi equilibri ereditati dal passato e le antiche alleanze sono rimesse tutte in discussione. Come direbbe **Robert Kagan** è come se ci ritrovassimo di fronte al "ritorno" della Storia e alla fine dei sogni. D'ora in poi nulla può essere lasciato all'improvvisazione, non abbiamo più margini di errore. L'unica tenue consolazione è che non siamo i soli ad essere in queste condizioni, perché è così per tutti, nessuno escluso, a tutte le latitudini del mondo. Siamo entrati in una fase di conflitto che non esclude più l'opzione militare estrema per ridefinire i confini del mondo, e che si connota come guerra ibrida articolata su vari fronti che vanno dall'economia ai media e alla cyber security.

Key4biz. *E tutto si è consumato in pochi giorni...*

Francesco De Leo. La situazione è precipitata così velocemente da cogliere di sorpresa governi, analisti ed osservatori. Anche se non dobbiamo trascurare che l'*intelligence* americana ed il Presidente **Joe Biden** per mesi avevano suonato l'allarme. Ora tutto è cambiato. Dobbiamo confrontarci con nuovi pericoli e nuove fragilità che concorrono a ridefinire quello che già viene indicato come un "nuovo ordine mondiale". Da questo momento in avanti avremo bisogno di maggiore disciplina e senso di responsabilità, perché non c'è più tempo per bivaccare su Twitter o postare "storie" su Instagram. La narrazione del reale ha bisogno di altre stanze.

Key4biz. *Quali i fattori chiave da tenere sotto osservazione?*

Francesco De Leo. Lo scenario è difficilmente prevedibile, perché non sappiamo ancora quali siano i cosiddetti "*unknown*"

unknowns", come avrebbe detto **Donald Rumselfd**. Mi pare che siano tre le domande chiave a cui si deve trovare il modo di dare risposta. Quali sono i confini della guerra in Europa, ovvero fino a dove è disposto a spingersi l'esercito russo? Qual è il futuro che attende Taiwan nei prossimi mesi, perché quello che succede qui può riguardare paesi che stanno dall'altra parte del mondo? Che posizione prenderà la Cina nei prossimi giorni e nelle prossime settimane? E poi c'è l'incognita delle relazioni interne allo Stato russo. Parlo specificamente di esercito russo e non del Presidente **Putin**, perché uno scenario possibile potrebbe anche essere quello che il presidente russo abbia perso il controllo sui suoi generali. E questo, fra tutti gli scenari, sarebbe certamente quello peggiore. Difficile immaginare che si facciano convergere 190.000 uomini ai confini dell'Ucraina e voler far credere che alla fine si sia trattato solo di "una passeggiata nel parco", perché così non è stato.

Key4biz. È un rischio reale?

Francesco De Leo. **Condoleeza Rice**, Segretario di Stato dal 2005 al 2009 (nella seconda amministrazione di George W. Bush), che appartiene ad una delle scuole di sovietologi più influenti al mondo, sostiene che è consuetudine degli apparati militari russi pianificare in modo maniacale, con molto anticipo e nei minimi dettagli. Fino a quando non abbiamo chiaro quale sia il loro "*playbook*", difficilmente possiamo trovarci nelle condizioni di definire una strategia adeguata al contesto operativo in cui si devono prendere decisioni. Il tempo stringe e la posta in gioco diventa ogni giorno più alta, ecco perché occorre non far mai tardi le scelte giuste. Il Generale **Douglas MacArthur** diceva che "*la storia degli insuccessi bellici può riassumersi in due parole: troppo tardi. Troppo tardi nel comprendere il proposito micidiale di un potenziale nemico, troppo tardi nel prepararsi, troppo tardi nell'unire tutte le forze possibili per la resistenza: troppo tardi per stabilire un'intesa con i propri amici*".

Key4biz. Come si comporteranno i mercati finanziari e gli investitori?

Francesco De Leo. I mercati finanziari sono stati messi a dura prova, ma stanno dimostrando una certa resilienza. Dobbiamo aspettarci delle correzioni significative, che in parte erano già in corso da inizio anno, ma che ora subiranno un'accelerazione a seguito degli eventi di questi giorni. Le **Federal Reserve** e la **Banca Centrale Europea (BCE)** dovranno ritornare sui loro passi, impegnandosi a farsi trovare pronte a sostegno dell'economia, già uscita più fragile e vulnerabile su scala globale dopo due anni di pandemia. Volatilità ed inflazione saranno, più di prima, le due sfide decisive. Stiamo vivendo tempi eccezionali e dobbiamo abituarci a misure economiche senza precedenti.

Key4biz. Qual è allora il “playbook”, come dice lei, che gli investitori si troveranno a dovere seguire in un momento come questo??

Francesco De Leo. È chiaro che da qualche giorno gli “attivi” (*assets*) di bilancio valgono di meno e il debito (*liabilities*) pesa di più. Le società quotate, con una leva finanziaria superiore alla media, si troveranno ad essere penalizzate e non diversamente succederà per il debito sovrano. Le operazioni di fusione ed acquisizione che sono state messe in cantiere nello scorso anno, ma che ad oggi non sono state ancora finalizzate, subiranno un rallentamento, perché i prezzi stabiliti allora non riflettono più il valore attualizzato con cui ci si deve misurare, che tiene invece in conto gli attuali scenari di guerra. È facile immaginare che molte operazioni di finanza straordinaria, che sono state presentate nell'ultimo scorcio dell'anno passato, dovranno essere rinviate a tempi migliori, perché l'instabilità attuale altera irreversibilmente i prezzi di mercato. Tutto questo si traduce in una maggiore tensione e conflittualità anche a livello di *governance* nelle più importanti società quotate, per le oggettive difficoltà di raggiungere un consenso sulle

prospettive di sviluppo o declino di settori chiave delle nostre economie. Nel contesto attuale non ci saranno molti margini per nascondersi o ritardare scelte sin qui rallentate. Nelle condizioni in cui ci troviamo emergerà con nettezza il valore reale dei protagonisti in gioco ed i risultati non tarderanno a fare ancora una volta la differenza.

Key4biz. Quali saranno i primi effetti della guerra sui mercati?

Francesco De Leo. È probabile una rotazione selettiva dei mercati. Penso innanzitutto ad una correzione degli attivi nel settore immobiliare, in generale fra i più esposti ai venti di guerra, come pure ad una penalizzazione non marginale delle società eccessivamente indebitate ed un riposizionamento dei “*growth stock*” delle società tecnologiche che non hanno significative immobilizzazioni fisse e che presentano livelli di indebitamento sostenibili nel medio termine.

Key4biz. E per gli altri?

Francesco De Leo. Per tutti gli altri, il rischio è di trasformarsi in società “*zombie*” che difficilmente saranno in condizioni di ripagare il debito che hanno contratto in passato ed iscritto a bilancio. Fintech, energia e cyber security rimangono fra le *asset class* che potrebbero dimostrarsi più resilienti, mentre vedo più difficile una modifica dei modelli di comportamento dei consumatori, che nelle attuali condizioni di incertezza non si imbarcheranno di certo nell’acquisto di beni durevoli, come nel caso specifico dell’automobile. Gli investimenti in infrastrutture dovranno essere “*riparametrati*” sulla base di nuovi indicatori, e sono destinati a subire una correzione in termine di valore. È più che probabile che andiamo incontro ad una rotazione dalle infrastrutture alle aziende di costruzione. Come purtroppo avviene di frequente quando soffiano venti di guerra, gli investitori sono tendenzialmente più orientati a premiare le attese di una “*riscostruzione*” post-bellica, piuttosto che ad

investire su infrastrutture che potrebbero finire per essere target in uno scenario di guerra allargata.

Key4biz. *E la liquidità? La guerra in genere ne orienta le direzioni...*

Francesco De Leo. Certo, un tema diverso e più complesso è quello del ruolo che giocherà la liquidità nelle scelte di allocazione del capitale. Se dovessimo virare verso una rapida spirale inflazionistica su larga scala, con tassi di volatilità crescenti, la liquidità dovrà necessariamente trovare uno sbocco per essere impiegata. Uno scenario possibile è quello che vede le criptovalute, quali il Bitcoin, emergere come *asset class* “rifugio”, anche perché l’evidenza empirica indica che hanno correlazioni minime con molte *asset class* tradizionalmente in portafoglio agli investitori. In altre parole, considerata l’evoluzione attuale degli scenari, è consigliabile una maggiore cautela e prudenza nella valutazione dei profili di rischio di investimenti che fino a qualche settimana fa’ erano considerati una scommessa sicura.

Key4biz. *Non è un problema da poco...*

Francesco De Leo. Ma è a tutti gli effetti una realtà da cui non si può facilmente scappare. Per quanto riguarda la *governance* e l’assetto dei consigli di amministrazione delle più importanti *società* quotate, è facile prevedere che si andrà incontro ad un crescendo di tensioni, che faranno emergere i reali valori degli attori in campo. Temo che, in più di un caso, i nodi irrisolti non tarderanno a fare sentire il loro peso, determinando un orientamento decisamente più attivista da parte degli investitori istituzionali e anche dei fondi sovrani, che faranno sentire in modo più incisivo la loro voce.

Key4biz. *E il Governo come dovrebbe muoversi?*

Francesco De Leo. Gli strumenti in mano al **Governo Draghi** sono molteplici, e dovranno essere tutti indirizzati verso un

innalzamento della soglia di resilienza del Paese nel suo complesso. Se posso permettermi di esprimere una valutazione, su cui cominciano ad emergere le riserve degli osservatori più attenti, sarebbe auspicabile che si proceda a passo spedito verso una revisione complessiva del **PNRR**. Le scelte fatte un anno e mezzo fa sono diventate obsolete alla luce degli eventi di questi giorni. Insistere su una visione del mondo ormai superata dagli eventi è un errore ed un rischio che il Paese e l'Europa non si possono permettere. Non è certo un problema di semplice soluzione, ma nelle condizioni in cui ci troviamo in questi giorni credo che stia maturando la consapevolezza che occorra ripensare il **PNRR** sempre più in ottica di resilienza.

Key4biz. In quali direzioni?

Francesco De Leo. Temi come la difesa delle infrastrutture critiche del Paese, del bilancio e delle risorse destinate alla Difesa, un piano di cyber security a livello nazionale in grado di preservare il funzionamento dei settori industriali chiave della nostra economia, sono questioni fondamentali che dovranno avere un livello di attenzione almeno pari a quello che abbiamo registrato per il “bonus facciate” e l’“eco-bonus”. Stiamo lavorando ad un’analisi dettagliata di come dovrebbe essere il nuovo **PNRR** alla luce delle sfide che non possiamo più eludere: il solo fatto che in tutto il documento di presentazione del **PNRR** la parola “resilienza” sia stata citata una sola volta, la dice lunga di quanto lavoro ci sia ancora da fare. Come è stato scritto in queste pagine nelle settimane passate, le risorse messe a disposizione dell'Europa, seppure cospicue, nello scenario attuale non sono già più sufficienti se il Paese non sarà messo in grado di mobilitare risorse analoghe di investitori privati. Si è già perso troppo tempo, si agisca con decisione, perché questa volta non sarà come in passato. Qualche settimana fa ci siamo detti su queste colonne che era come se fossimo tornati al 1922. Ebbene, alla luce degli ultimi accadimenti, sembra che oggi siamo già al 1939. Il tempo scorre veloce, ed è bene

ritrovare un senso di unità, una consapevolezza condivisa per impegnarci nelle nuove sfide che ci devono portare dalla parte giusta del cambiamento che sta prendendo forma sotto i nostri occhi.

Key4biz. *La sua sembra una chiamata alle armi, metaforicamente parlando, s'intende...*

Francesco De Leo. Mai come oggi, tutto è tornato in gioco. Dobbiamo ritrovare il coraggio di pensare fuori dagli schemi, di non soccombere alla paura di correre rischi, perché il rischio più grande è quello di rimanere fermi senza agire, osservando passivamente l'evoluzione dello scenario, immaginando che prima o dopo tutto tornerà come prima. Questa volta è differente. Non è così e non sarà così. Ma il nostro è un Paese straordinario perché, proprio nelle sfide e nei momenti difficili che la Storia ci ha imposto già in passato, ha saputo ritrovare le forze e la determinazione per reinventarsi dando a molti la speranza di un futuro migliore. Anche nell'incertezza di queste ore sappiamo, e vogliamo crederlo, che sarà di nuovo così. Il futuro è ancora nostro.

<https://www.key4biz.it/f-de-leo-il-buonsenso-prima-ed-ora-le-incertezze-della-guerra-impongono-una-revisione-del-pnrr-il-governo-non-perda-tempo/394148/>