



Spedizione in abbonamento postale art. 1, legge 46/04 del 27 febbraio 2004 Roma - Supplemento di economia, investimenti e management a "Il lunedì de la Repubblica" del 19 Marzo 2018 Anno 33 N. 11

SPECIALISTI NEGLI INVESTIMENTI GLOBALI

bnymellonim.com

LE RIFORME DELL'EUROPA È UNA SEDIA IN BILICO

Fabio Bogo
Il destino delle banche italiane incrocia ancora una volta le strade di Bruxelles e di Francoforte.

Commissione Ue e Bce, dopo una settimana di dure trattative ed elaborati compromessi, hanno cominciato a elaborare riforme che per ora fanno emergere i soliti vincitori e i soliti probabili vinti. Sicuramente un successo lo ha incassato la Germania, che ha ancora una volta opposto il suo no all'Unione bancaria, il pilastro fondamentale per la creazione di un Fondo Monetario Europeo. Un modesto successo lo ha ottenuto anche la Commissione, che ha

proposto di vedere smaltiti in 8 anni gli Npl di nuova formazione nei bilanci delle banche, contro i 7 anni chiesti in un primo momento dalla Bce. Possibili pesanti conseguenze si profilano invece per l'Italia, a causa della particolare situazione del suo credito e di alcune criticità strutturali. La richiesta di azzerare in soli due anni i crediti non garantiti di fatto aprirebbe la strada ad un *credit crunch* altamente nocivo nel momento in cui la ripresa economica ha bisogno di sostegno e di capitali. Altro fattore critico è il non aver tenuto conto della lunghezza (spesso colpevole) dei tempi della giustizia civile italiana: 7 anni per chiudere una procedura fallimentare, almeno 3 per risolvere una controversia di prima istanza in tribunale. Cifre alla mano, la Banca d'Italia aveva chiesto prudenza nel fissare un calendario, anche per evitare che le banche scelgano la liquidazione anche nei confronti di società che potrebbero risultare solvibili. C'è ancora tempo per correggere eventuali storture. Ma l'Italia ha il peso politico per farlo? L'Europa oggi ascolta il leader della Lega Matteo Salvini dichiarare che il suo obiettivo è quello di non rispettare il parametro del deficit al 3 per cento del Pil. Vede la contraddizione tra le dichiarazioni del pentastellato Luigi Di Maio, per il quale il reddito di cittadinanza non è un sussidio e quelle del suo capozia Beppe Grillo, che invece lo ritiene un diritto legato alla nascita (quindi un sussidio). E non crede ad una riforma della giustizia civile che tuteli parimenti creditore e debitore, dal momento che il partito che ha ottenuto più voti si è sempre espresso in favore di quest'ultimo.

Chi tratta con le controparti europee - e oggi tocca al ministro dell'economia uscente Pier Carlo Padoan e ad una Banca d'Italia uscita ammanicata dalle recenti polemiche politiche - ha poche armi spuntate da giocare e un numero di telefono a cui chiedere aiuto. L'apparecchio squilla, ma, come in passato per il fiscal compact e il bail in, squilla a vuoto. Perché in casa, anche stavolta, non c'è nessuno che ci faccia caso.

Banche, scatta l'ora di nuove fusioni Ubi e Banco Bpm pronte a colpire

MOLTI BANCHIERI PENSANO CHE PARTIRÀ UN ALTRO GIRO DI AGGREGAZIONI, PER TENER TESTA ALL'AUMENTO DEI COSTI LEGATI A REGOLE E TECNOLOGIA, A FRONTE DI RICAVI RIDOTTI DAI TASSI NULLI

Andrea Greco
Banco Bpm, Ubi, Mps, Bper, Carige, Creval, Popolare di Sondrio e di Bari... Tra un paio d'anni ne resteranno solo due. Massimo tre, dopo un nuovo giro di integrazioni, con buona pace della biodiversità bancaria - di per sé preziosa - e di chi ha già visto (altrove) i fragorosi fallimenti del gigantismo finanziario. La crisi della finanza europea e il modo in cui se ne sta uscendo rinverdiscono un pensiero unico e colossale, che postula la crescita di taglia per gli istituti rimasti in terra di mezzo: troppo piccoli per star dietro ai regolamenti e alle tecnologie, in questa fase di costo del denaro nullo che mina i ricavi, troppo grandi per prosperare nella loro nicchia fatta di territorio e specializzazione.

segue a pagina 2
 con un articolo di **Eugenio Occorsio**

IL PERSONAGGIO

Peter Navarro lo Stranamore del protezionismo
Arturo Zampaglione a pagina 6

IL INTERVISTA

Rossi: "Le assicurazioni puntino alla crescita"
Adriano Bonafede
 «L'uno certamente subito, come tutte le imprese, i contraccolpi della grande crisi ma poi hanno recuperato e oggi stanno abbastanza bene dal punto di vista patrimoniale. Ma ci sono anche punti di debolezza, e questi vanno ricercati sia nelle incertezze che gravano sul contesto macroeconomico sia nei loro modelli di governo aziendale e negli assetti proprietari, spesso inadatti a far crescere le imprese». A parlare è Salvatore Rossi, presidente dell'Ivass, l'istituto di vigilanza sulle assicurazioni e direttore generale della Banca d'Italia. L'accusa alle compagnie è chiara: dovete crescere perché così siete troppo piccole.
a pagina 16



La Borsa di Wall Street a New York

Elliott e i fondi attivisti l'ultima rivoluzione

Ettore Livini
La carica dei fondi attivisti inizia, una proxy alla volta, a cambiare la mappa e le regole di ingaggio di Piazza Affari. Il primo pioniere solitario è stata Amber Capital. Impegnata (con successo, almeno finora) in una lunga battaglia contro la Lactalis dei Besnier, accusati di trattare Parmalat come una sorta di bancomat per finanziare le imprese di famiglia. Poi è stato il turno di Elliott, che ha comprato il 31% di Ansaldo Sts (valore oggi in Borsa circa 800 milioni) per contrastare l'opa low-cost - dicono gli uomini di Paul Singer - di Hitachi sulla società italiana.
 segue a pagina 4

IL'INCHIESTA

Luxottica & Co. la corsa al patent box

I PREMIATI DEL "PATENT BOX"

Valore dei benefici fiscali legati alle agevolazioni per marchi e brevetti: dati in milioni di euro relativi al triennio 2015-2017

LUXOTTICA	100
CAMPARI	44,8
Ferragamo	41,4
MONCLER	34
DiaSorin	18,7

Luca Piana
Moncler con i suoi piumini, 34 milioni di euro. La griffe fiorentina Salvatore Ferragamo ancora di più, ben 41,4 milioni. Gli apparecchi acustici Amplifon si fermano invece sotto, a 6 milioni. E Prada, una delle stelle della moda milanese? Ancora non si sa. Luxottica, il gigante degli occhiali? Difficile far meglio: 100 milioni. In queste settimane, i bilanci annuali che le società quotate stanno depositando permettono per la prima volta di far luce sugli effetti di una delle mosse che il governo di Matteo Renzi aveva adottato nel 2015 per dare una mano al Made in Italy. Si tratta di un pacchetto di agevolazioni fiscali chiamato "patent box", che prevede la detassazione di parte dei redditi realizzati grazie all'utilizzo di brevetti, di processi industriali codificati, di software protetti da copyright. Lo scopo era spingere gli imprenditori a riportare in Italia, o a trattenerne qui, quei beni immateriali che un tempo venivano trasferiti in Paesi fiscalmente più complianti.
 segue a pagina 8

IL COMMENTO

Bruxelles ha bisogno di contare su Roma
Guntram Wolff*
Gli sguardi sono tutti puntati sull'Italia del dopo elezioni. Né l'Italia né l'Europa possono permettersi che per formare il nuovo governo si impieghi tanto tempo quanto in Germania. L'Italia ha bisogno di un governo stabile, ovviamente, per una serie di ragioni interne. Le elezioni mostrano un'Italia non solo delusa dall'establishment politico - in questo l'Italia non è un caso isolato nell'Europa odierna - ma anche divisa internamente. Il nuovo governo dovrà concentrare le sue energie nel rafforzare il potenziale di crescita del Paese. Ne è un esempio l'inefficienza di un sistema giudiziario lento che soffoca lo spirito imprenditoriale del Paese, ma che per essere riformato richiede determinazione politica e un governo stabile.
 segue a pagina 10

FINANCIAL LOUNGE
 Il sistema di informazione dedicato a economia, finanza e risparmio
www.financiallounge.com

L'ANALISI

Paolo De Ioanna



LA PROVA DEL DEF PUO' DIMOSTRARE CHE IL PAESE TIENE

5 Stelle volevano aprire il Parlamento come una scatola di sardine, ma nella legislatura che si è conclusa a fine febbraio sono stati, sul piano del metodo, tutto sommato rispettosi ed esigenti nel chiedere la puntuale applicazione delle procedure parlamentari. In un certo senso è la prova della forza interna delle istituzioni democratiche che mantengono un certo grado di reale rappresentatività e rigore procedurale. Ecco una sommaria proposta per superare nel breve un momento di impasse pericoloso, ricordando base tecnica e indirizzo politico. Il Governo formula solo la sezione tendenziale del Documento di economia e finanza (DEF) e la manda a Bruxelles e alle Camere che nel frattempo hanno eletto presidenti, capigruppo e relativa conferenza.

Il Governo uscente può benissimo utilizzare tutta la sua sapienza tecnica per costruire previsioni tendenziali che tengano conto al meglio del gap tra Pil potenziale e tendenziale. E' un atto assolutamente di ordinaria amministrazione che consente a Gentiloni di continuare a guidare l'esecutivo in modo aderente alla realtà delle cose fino al momento della fiducia al nuovo governo; le elezioni di per se non cambiano in modo sostanziale il contesto inziale del quadro economico. Anzi se le istituzioni restano salde il contesto ne tiene conto.



Pier Carlo Padoa-Schioppa, ministro del Tesoro del governo in "prorogatio"

I capigruppo possono stabilire perimetro e rilevanza procedurale di una discussione di questa sezione tendenziale: si potrebbe aprire una fase conoscitiva intensa che permetta all'opinione pubblica e al Capo dello Stato di capire la stoffa e il respiro delle posizioni politiche in campo. Se emergono convergenze tecniche esse possono fare da base per realistici e limitati accordi politici; se non emerge niente di costruttivo il Capo dello Stato avrà acquisito elementi preziosi per capire quali possano essere i passi successivi e se ci sono margini per salvare la legislatura. Dinamicizzare il conflitto dentro le procedure democratiche è un modo per fare afferrare i partiti sul terreno della realtà e per saggiare la consistenza delle rispettive basi analitiche e propositive.

Non si tratta di rifare i teatrini sui costi delle proposte ma di verificare le prospettive annuali e triennali che si considerano percorribili, in Italia e in Europa. Si tratta di dare concretezza ad un possibile punto di equilibrio tra limiti e condizioni che possiamo accettare o dobbiamo respingere in una Europa alla ricerca di nuovi orizzonti, costruiti su obiettivi e non solo su vincoli, e un Paese che deve mobilitare al meglio tutte le sue risorse per investimenti buonissimi, a presa rapida, lotta alla povertà, semplificazione della cornice fiscale e lotta all'evasione. Mentre si lavora dentro questa prospettiva i partiti sono messi alla prova e gli intellettuali auto investiti della funzione di classe di dirigente possono ben continuare a riflettere sulle cause dei propri successi e insuccessi: nel frattempo la dinamica dei meccanismi istituzionali costringe tutti a fare la propria parte. Per i mercati la tenuta delle istituzioni è un dato cruciale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'Europa ha bisogno di un'Italia forte

Guntram Wolff*

segue dalla prima
ltre riforme sono necessarie per dare una spinta duratura alla traiettoria della crescita italiana che è stata deludente negli ultimi vent'anni. Senza di ciò, è difficile intravedere una strada sostenibile per superare il paralizzante problema della disoccupazione giovanile. La politica fiscale può dare solo un sostegno marginale agli investimenti, perché il livello del debito pubblico richiede una gestione prudente delle finanze pubbliche se si vuole preservare la forza e la credibilità generali dell'Italia.

Tuttavia, altrettanto importante è il bisogno che l'Unione Europea ha della sua voce italiana. Dopo la Brexit, la Ue si trova a un crocevia critico quanto alla sua evoluzione istituzionale. Sono in corso diversi dibattiti di grande importanza. Una prima serie di questioni riguarda l'opportunità di riformare la struttura istituzionale e la governance macroeconomica dell'area euro. Come dovrebbe essere completata l'unione bancaria? Come dovrebbe essere riformato il sistema monetario europeo? Dovrebbe esserci un processo più formalizzato di quello attuale per ristrutturazioni del debito? Si tratta di questioni di estrema importanza anche per l'Italia rispetto alle quali una decisione sbagliata potrebbe cagionare seri danni.

Su tutti e tre gli argomenti si dibatte intensamente. Nonostante si affermi il contrario, la Germania e la Francia non sono ancora arrivate a un accordo. La realtà è che le loro posizioni sono ancora

distanti. Con la rielezione della cancelliera Merkel la costruzione di un consenso ora potrebbe procedere più spedatamente. Sarà di grande importanza per l'Italia e per l'area euro che i compromessi che si raggiungeranno non siano minimalisti e troppo banali nelle loro implicazioni per l'Italia.

Un esempio è il recente dibattito mirato a costruire un consenso tra economisti francesi e tedeschi che, mentre mette un forte accento sulla ristrutturazione del debito, è poco incisivo sugli strumenti per rafforzare le fonti di crescita e di coesione in Europa. Una tale struttura di governance minimalista renderebbe difficile per l'Europa prosperare e potrebbe mettere a rischio la sua stabilità finanziaria, economica e politica.

Se si cercava una buona opportunità perché l'Italia esprimesse una posizione forte sull'Europa e in Europa, il momento è questo. Tuttavia, mentre i ministri delle Finanze di otto paesi nordici hanno già delineato la loro posizione comune sulla riforma dell'unione monetaria europea, l'Italia non ha ancora espresso una posizione ufficiale.

Inoltre, restano aperti altri importanti dossier le cui trattative vanno avanti quotidianamente. È il caso del prossimo bilancio Ue per il periodo 2021-27 su cui la Commissione Europea vorrebbe arrivare a un accordo entro la fine dell'anno. Come dovrebbero evolversi le priorità del bilancio Ue? Questo sarà uno dei più importanti dibattiti politici europei del 2018 e sul risultato i cittadini giudicheranno la Ue: riuscirà Bruxelles a spostare le priorità di spesa verso il futuro o prevarrà la solita inerzia con un bilancio che, guardando indietro, trascurerà priorità comuni quali la gestione del controllo delle frontiere esterne e la sfida di integrare l'immigrazione? Paesi come l'Italia, ma anche la Germania e la Svezia, sono stati lasciati soli su questi temi in passato. È importante che l'Europa non solo riconosca che si tratta di vere sfide europee, ma anche che incrementi seriamente i mezzi tecnici e finanziari per affrontarle. Ciò difficilmente accadrà senza un'Italia che partecipi attivamente e con forza a questi negoziati.

Altrettanto importante è che la

Ue riveda strategicamente la sua posizione nella scena mondiale. Con le tariffe di Donald Trump da una parte e il crescente affermarsi del governo cinese dall'altra, la posizione e il futuro della Ue sembrano essere sempre più a rischio di indebolirsi e restare indietro rispetto alle due potenze. È in tempi come questi che i vantaggi di appartenere a un blocco commerciale regionale come la Ue diventano più evidenti. Dovremo sfruttare le nostre dimensioni per agire con determinazione per proteggere la Ue senza diventare protezionisti e con la giusta strategia europea d'innovazione per rafforzare le principali industrie strategiche dell'Europa.

Il dibattito su tutte e tre le questioni procederà spedito anche se l'Italia non formerà rapidamente un governo forte e affidabile pronto a interagire in modo costruttivo con i partner europei. L'Italia rischia quindi di restare indietro in un momento in cui saranno prese decisioni che potrebbero plasmare il futuro dell'integrazione europea per anni a venire. Su tutti questi dossier le posizioni saranno inizialmente molto diverse. Tuttavia, la Ue ha sempre dimostrato di avere la capacità di mettere attorno a un tavolo gli interessi divergenti dei suoi partner e trovare compromessi. Se da una parte trovare un consenso potrebbe essere più semplice ignorando la prospettiva italiana, trascurarla avrebbe a lungo termine conseguenze negative e di peso. In breve, l'Europa non può permettersi di perdere la sua voce italiana.

* Direttore Bruegel Institute, Bruxelles Traduzione GuiomarParada

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA VIGNETTA



L'incognita dei dazi su una fragile ripresa

La forza di un'area economica che soprattutto è una potenza commerciale. Il problema sta nella resilienza di questo modello di sviluppo nello scenario 2018 in cui irrompono i rischi di una svolta protezionistica a danno degli scambi internazionali. Dal 2009 al 2017 le esportazioni dell'unione monetaria negli Usa sono raddoppiate da 154 a 293 miliardi di euro. 1.300 miliardi di vendite negli Usa possono sembrare poco rispetto agli oltre quattro trilioni del totale raggiunto nel 2017 dall'export dell'eurozona. Non è così. Il cliente americano rappresenta per l'Europa una controparte strategica. Il

rischio è che i dazi Usa su acciaio e alluminio inneschino una reazione a catena con ripercussioni negative per tutti, a partire dalla trazione da commercio estero della crescita europea.

La sfida dei dazi fa comprendere l'opportunità di un ribilanciamento tra le componenti della nostra crescita dando più peso alle componenti interne rispetto a quelle esterne. A partire dagli investimenti, pubblici e privati, la cui ripresa si rivela tutto sommato ancora debole. Basta guardare agli investimenti in macchinari e attrezzature: la componente che interretta la rivoluzione della manifattura digitale, i

cui volumi al quarto trimestre 2017 sono gli stessi del primo trimestre 2008 nella media dell'eurozona.

Le cose non vanno bene nemmeno per la Germania, dove gli investimenti in macchinari sono solo marginalmente superiori a quelli di dieci anni fa. Noi in Italia stiamo ancora al di sotto dei volumi pre-crisi, ma nell'arco degli ultimi 4 anni abbiamo recuperato 25 dei 30 punti di ritardo che accusavamo alla fine del 2013. Nel suo piccolo, la lezione italiana sugli incentivi agli investimenti e all'innovazione è che, se le misure sono ben congegnate e lungimiranti, anche risorse limitate possono dare un contributo importante per rendere più robusto e resiliente il futuro dello sviluppo. Endogenizzare la crescita attraverso maggiori investimenti: sarebbe bello se, oltre agli stati membri, di questo si occupasse l'Ue. I documenti di riflessione predisposti dalla Commissione sul tema dell'approfondimento dell'Unione economica e monetaria aprono uno spazio circa la futura istituzione di una funzione di stabilizzazione dei bilanci incaricata di salvaguardare gli investimenti in casi di crisi. Al momento le idee prevalenti non vanno oltre l'obiettivo di attenuare di shock asimmetrici a danno di questo o quel membro. La sfida è guardare più in là. Perché fare investimenti insieme vuol dire condividere opportunità più in là che rischi.

* Direttore del Servizio Studi, Bnl-Gruppo Bnp Paribas

© RIPRODUZIONE RISERVATA

la Repubblica

FONDATARE EUGENIO SCALFARI

Direttore responsabile Mario Calabresi
Vicedirettore Lario Cresto-Dini (vicario), Gianluca Di Feo, Angelo Rinaldi (art. direttore), Sergio Rizzo, Giuseppe Smerito, Angelo Acquaro (Robinson), Cultura e Iniziative Speciali, Fabio Bogò (Affari & Finanza e Iniziative Speciali)
Caporedattore centrale Valentina Desalvo
Caporedattore vicario Stefania Albia



Diretto da Fabio Bogò
Coordinamento: Fabio Massimo Signorelli (v. caporedattore)
Art Director Gianni Mascolo
Grafica Memmo Bianconino (capposervizio)
In redazione Luigi Gia (caporedattore), Stefano Carli (capposervizio), Eugenio Occorsio (capposervizio), Paolo Juscelino (capposervizio), Luca Piana (capposervizio), con la consulenza di Marco Panara e Adriano Bonafede
Grafici Antonella Macchia (v. caposervizio), Ale Sordi, Vladimiro De Vito

Segreteria di redazione Stefano Fiori (tel. 06/49822339 fax 06/49822303 email: segreteria.affari_finanza@repubblica.it)
GEDI Gruppo Editoriale S.p.A.
Divisione Stampa Nazionale
Pubblicità: A. Manzoni & C. - Via Nervesa, 21 20139 Milano - Tel. 02/574941
Supplemento al numero ordinario de "la Repubblica"

Stampa:
BARI Dedalo Litostampa Srl, via Saverio Millea, 2 - Zona Industriale
ROMA GEDI Printing SpA, via del Casal Cavallari, 186/192
LIVORNO GEDI Printing SpA, via dell'Artigianato 64/68
MANTOVA GEDI Printing SpA, Via G. F. Lucchini 5/7
PADOVA GEDI Printing SpA, viale della Navigazione-Interna, 40
RESPONSABILE DEL TRATTAMENTO DATI (D.Lgs. 30-6-2003 N. 196): MARIO CALABRESI
REGISTRAZIONE TRIBUNALE DI ROMAN, 114/8