

€ 2 * In Italia in vendita abbinata obbligatoria con Gli Archivi del Sole - English Actually, fino ad esaurimento copie (Il Sole 24 Ore € 1,50 + English Actually € 0,50)

Giovedì
30 Giugno 2016

QUOTIDIANO POLITICO ECONOMICO FINANZIARIO ♦ FONDATA NEL 1865

Poste Italiane Sped. in A.P. - D.L. 353/2003
conv. L. 46/2004, art.1, c.1, DCB Milano
Anno 152°
Numero 178

BREXIT LA GUIDA DEL SOLE



TUTTI I GIORNI UN INSERTO ESTRAIBILE L'estate dell'incertezza: che cosa succede e come difendersi

► La seconda uscita alle pagine 13-16

SCENARI E INDICAZIONI PRATICHE

Il gioco dell'imprevedibilità

Walter Riolfi ► pagina 13

Valute e Borse al tempo della volatilità

Riccardo Sorrentino e Nicola Borzi ► pagine 13 e 14

Tasse più alte per gli studenti in Gb

Marina Castellaneta ► pagina 16

GLI ERRORI DI BREXIT

Se decide lo 0,12% dei cittadini europei

di **Alberto Quadrio Curzio**

Brexit passerà alla storia come una scelta sbagliata e molto costosa legittimata dalla volontà popolare di circa 650mila persone, cioè dello 0,12% dei 500 milioni di cittadini della Ue. Questo è infatti il numero di voti che, spostato dai pro-uscita ai pro-Europa, avrebbe fatto prevalere questi ultimi. Celebrare questo evento come il trionfo della democrazia è molto arduo. Ma è anche difficile spiegare perché la Ue arriva qui del tutto impreparata. Adesso si pongono tanti problemi che ridurremo a quattro: 1 giorno=40 anni; tempestica Brexit; motivazioni e azioni; investimenti immateriali.

Il giorno=40 anni. Il primo ministro Cameron nel suo "resignation speech" del 24 giugno ha messo tanta retorica e autostima così confermando la sua "lungimiranza" di aver promesso prima un referendum per vincere le elezioni nazionali e poi per non averlo regolato legislativamente con delle maggioranze proporzionate all'importanza del tema che mette a rischio anche l'unità della Gran Bretagna. Intaccare con un referendum consultivo la Ue e il Regno Unito sarebbe un vero record!

Secondo l'Ocse la Gran Bretagna avrà da Brexit una perdita di Pil superiore al 3% entro il 2020 e una (più pessimistica) fino a quasi l'8% entro il 2030. L'elenco dei danni è impressionante e va dal crollo degli investimenti esteri in Uk, a quello delle esportazioni, a quello dell'accesso ai finanziamenti europei per la ricerca. Se Cameron avesse piena contezza del danno che ha prodotto con il referendum, dovrebbe uscire di scena immediatamente invece di auto-fissare ad ottobre il suo "exit" facendo adesso discorsi ispirati dalla democrazia referendaria e dalla libertà dei popoli. Appare perciò strano che i commenti di altri capi di stato o di governo europei inizino quasi tutti con grandi dichiarazioni di deferenza verso la "volontà popolare britannica dello 0,12%" ma anche con certo risentimento verso Londra piuttosto che verso l'artefice dell'errore: David Cameron.

Continua ► pagina 26

Rapporto del Fondo: gli istituti della Germania esposti ai tassi zero e troppo dipendenti da scelte politiche - Il peso dei derivati

Fmi: banche tedesche vulnerabili

*Banche e regole, l'Europa apre - Varie ipotesi allo studio fra cui il rilancio di Atlante
Merkel: no a cambi di regole, usare margini esistenti - Renzi: noi le rispettiamo*

Le banche tedesche sono vulnerabili ai bassi tassi di interesse. Lo dice l'Fmi nell'analisi sulla finanza della Germania. Merkel: sulle banche non possiamo cambiare regole ogni due anni. Renzi: noi le rispettiamo. ► pagine 2-3

LE ANALISI DEL SOLE

Lucciole per lanterne sulle sofferenze bancarie

di **Donato Masciandaro** ► pagina 2

Agli investitori servono punti fermi e trasparenza

di **Isabella Bufacchi** ► pagina 3

Spread Italia-Spagna, il peso di economia e politica

di **Morya Longo** ► pagina 4

Rimbalzo dei mercati ancora pieno di incognite

di **Maximilian Cellino** ► pagina 5

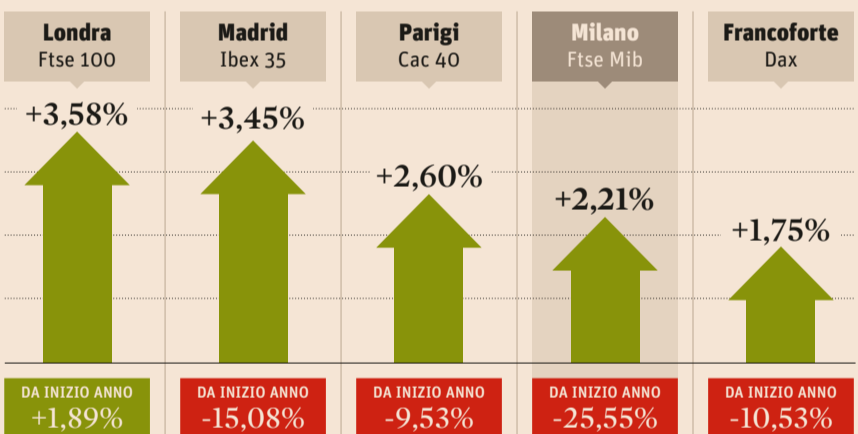
FARE CHIAREZZA

Il Fondo monetario internazionale bocchia le banche tedesche: scarsa redditività, opacità nella governance ed eccessivo peso della politica locale nelle Landesbanken. Nell'era dei tassi-zero e dopo anni di frenata dell'economia reale, ogni Paese europeo, Italia compresa, ha i propri problemi nel settore bancario. A farsene carico dovrebbe essere l'Europa, oltre che i singoli governi nazionali. Ma finora la Germania si è sempre opposta, sia alla

revisione anticipata del bail-in sia all'istituzione della garanzia europea dei depositi (prevista dall'Unione bancaria). È necessario che su un tema decisivo per l'economia continentale come quello delle banche, l'Europa faccia chiarezza sul grado di rischiosità di una governance opaca, di un'eccessiva contiguità alla politica e di un uso disinvolto dei derivati. E sul fatto che tale rischiosità possa mettere in pericolo le banche europee. (ALG.)

Il rimbalzo delle Borse

Variazioni % di ieri e da inizio anno



Ultimo passaggio in Bce, e poi la designazione - In pole c'è Mustier ma restano alcune resistenze

UniCredit, stretta sul nuovo ceo

Oggi ancora un vertice del Comitato: sul tavolo terna di nomi

Sarebbe ormai questione di ore la nomina del nuovo consigliere delegato di UniCredit: secondo quanto risulta a Il Sole 24 Ore, la Banca avrebbe individuato tre nomi da sottoporre alla Vigilanza Bce, una terna in cui figurerebbero sicuramente Jean-Pierre Mustier, già capo del Corporate & investment banking di gruppo e l'attuale vice dg Gianni Franco Papa; nella terza casella dovrebbe essere finito il nome di un altro italiano, forse un interno come Carlo Vivaldi, anche se si parla di Corrado Passera, Carlo Cimbri, Gaetano Micciché. La palla ora è a Francoforte.

Marco Ferrando ► pagina 31

L'ANALISI

L'avvertimento della Bce

di **Alessandro Plateroti**

Fino a un anno fa, la nomina del chief executive di una grande banca non era un grande problema: il Consiglio sceglieva, la Banca d'Italia ne verificava i requisiti. E come in ogni Paese normale, la guida era affidata a un manager "nazionale", con esperienza

non necessariamente maturata sul campo ma grande conoscenza del mercato, che in Italia ha come riferimenti soprattutto famiglie e imprese. Il caso di UniCredit potrebbe rappresentare l'avvio di una nuova epoca.

Continua ► pagina 29

FOCUS POLITICA

L'Italicum torna in Aula a settembre: mozione di Si alla Camera

Emilia Patta ► pagina 25

Il pressing su premio di coalizione e «quorum»

Paolo Pombeni ► pagina 25

Mercati

<

Shock Brexit

LE MISURE PER GLI ISTITUTI DI CREDITO



Merkel: banche, soluzioni entro le regole

Juncker apre al piano italiano - La cancelliera: «Non cambiamo norme ogni due anni» - Renzi: «Voi le avete violate, basta lezioni»

Gerardo Pelosi

BRUXELLES. Dal nostro inviato

È un fiume in piena. Per la prima volta, quasi fosse un atto di sfida, accetta di rispondere senza limiti di tempo ad ogni singola domanda dei giornalisti (niente più risposte cumulative) ma il risultato finale incornicia molte mezze verità e tanti piccoli "comiziotti". Matteo Renzi sente su di sé tutto il peso di una leadership indebolita dalle ultime amministrative ma che proprio dalla gestione della Brexit potrebbe risollevarsi e trarre nuova linfa. Se solo non ci fosse il nodo delle banche a rendere tutto più difficile e "juniorizzare" per l'ennesima volta l'Italia nelle istituzioni europee.

Si difende attaccando il premier italiano. La cancelliera tedesca Angela Merkel mette un freno alle ipotesi di deroghe al bail-in per le banche italiane. «Abbiamo lavorato per darci regole comuni su risoluzione e ricapitalizzazione delle banche - dice - non possiamo cambiare le regole ogni due anni. Le basi attuali offrono spazio per rispondere alle necessità di specifici Stati membri». Pronta, quasi in contemporeanea, la risposta di Renzi. «Devo confermare quel che dice Angela Merkel: nessuno di noi vuole cambiare le regole, sono state cambiate nel 2003 per superare il tetto del 3% e Berlusconi accettò

di violare le regole per fare un favore a Francia e Germania. Noi abbiamo grande capacità di rispettare le regole e continueremo. Gli ultimi a non rispettare le regole sono stati i tedeschi, grazie

IL FONDO ATLANTE

«Ha dato risposte molto importanti ed è in condizioni di essere ulteriormente ricapitalizzato»

UNICREDIT E CASO VEGAS

«I soci sono consapevoli che a una grande banca serve una guida stabile e solida. La Consob? Rispettiamo le autorità indipendenti»

alla generosità di Berlusconi». Per il resto il "mantra" del premier italiano è sempre lo stesso: «Non siamo venuti a Berlino e a Bruxelles per farci dettare la lezione o chiedere qualcosa alla Merkel. Non chiediamo deroghe». E il premier aggiunge: «Sorrìdo perché qualcuno dice: Renzi pensa alle banche. Sono costretto a farlo e di tutto mi sarei occupato meno che di istituti di credito perché conosco le banche solo per i

miei mutui... Io appartengo alla lobby dei boy scout, una lobby forte ma solo quella».

Non entra nel merito Renzi sui vari colloqui avuti martedì a Bruxelles, primo fra tutti quello con il presidente della Commissione, Jean-Claude Juncker, che avrebbe manifestato la disponibilità a trovare intese sulla base degli spazi offerti dalle attuali norme sul bail-in.

Il premier tiene però a dettagliare l'azione del governo a favore degli istituti di credito: «Abbiamo messo il sistema bancario in sicurezza e fatto pulizia nel settore del credito, in particolare con la riforma delle popolari, che è stata non un piacere alle lobby ma nell'interesse dei correntisti. È ovvio e evidente - sottolinea Renzi - che se il meccanismo era "ogni socio un voto", il voto capitaro, c'erano delle distorsioni. Ciampi e Draghi ci avevano provato nel 1998 a riformare il sistema ma il Parlamento disse no. Altro che piacere alle lobby, abbiamo fatto l'interesse dei consumatori, dei cittadini e dei correntisti: se la riforma delle banche popolari si fosse fatta 25 anni fa, non si sarebbe verificato quello che è successo nel Nord-Est. Non devo essere io a giudicare ma mi auguro che le azioni di responsabilità necessarie facciano. Ogni riferimento al Nord-Est è puramente voluto...».



Banche sotto la lente. La cancelliera Angela Merkel e il premier Matteo Renzi

IL BOTTA E RISPOSTA

Le precisazioni della Merkel

■ La cancelliera tedesca stoppa le deroghe al bail-in per le banche italiane: «Abbiamo lavorato per darci regole comuni su risoluzione e ricapitalizzazione delle banche, non possiamo cambiare le regole ogni due anni». Ma ammette che c'è spazio «per rispondere alle necessità di specifici Stati membri»

La replica di Renzi

■ Il premier italiano contrattacca: «Noi abbiamo grande capacità di rispettare le regole e continueremo. Gli ultimi a non rispettare le regole sono stati i tedeschi, grazie alla generosità di Berlusconi». Riferendosi al precedente del 2003 in cui si consentì a Francia e Germania di sfiorare sul 3% del deficit

Le regole Ue. La legislazione comunitaria prevede margini di flessibilità ma ne fissa anche i criteri

Tra paletti e aperture, la trattativa continua

Beda Romano

BRUXELLES. Dal nostro corrispondente

L'esito del voto britannico, che ha rivelato la volontà del paese di uscire dall'Unione, sta mettendo a dura prova la serenità dei mercati, e in particolare delle banche italiane, operate da sofferenze creditizie. L'ipotesi di sostenere il settore creditizio è ormai oggetto di discussione tra Roma e Bruxelles. La paupologia delle regole comunitarie è un delicato equilibrio tra le norme sugli aiuti di Stato e le regole sulla condivisione dei costi da parte degli investitori privati.

La legislazione europea ha saldi principi. Vieta gli aiuti pubblici per garantire equa concorrenza sul mercato; e prevede l'impegno di azionisti e obbligazionisti nel salvataggio di una banca per evitare di onerare i contribuenti e pesare sui debiti pubblici. Nel contempo, tuttavia, le stesse regole preve-

dono flessibilità, e permettono ricapitalizzazioni precauzionali in casi specifici. Applicabili nel caso italiano? È quanto dovrà decidere il (difficile) negoziato in corso (si veda Il Sole 24 Ore di ieri).

Tre sono i testi comunitari ad essere la bussola di Roma e Bruxelles in queste circo-

LE CONDIZIONI

L'esecutivo comunitario deve approvare il nuovo piano economico della banca salvata e l'iniezione di denaro pubblico deve essere limitata

stanze: la nuova direttiva sui requisiti patrimoniali (nota con l'acronimo BRRD); la comunicazione bancaria che risale al 2013; le regole sugli aiuti di Stato del 2008-2013. In generale, l'obiettivo delle norme, così come sono state riviste negli ultimi anni, è di

ridurre per quanto possibile l'uso del denaro pubblico. In circostanze normali, il suo uso è autorizzato, purché i fondi siano utilizzati secondo le regole del mercato.

Un eventuale aiuto statale a una banca fuori da queste regole e non oggetto di risoluzione può scattare solo alla luce di uno stress-test, deciso a livello europeo o nazionale, che riveli necessità patrimoniali. In questo caso lo Stato può iniettare denaro non da investitore, ma da salvatore di ultima istanza. La comunicazione bancaria del 2013 precisa le condizioni. Prima di tutto viene fatta una analisi banca per banca. L'obiettivo della Commissione europea sarà di verificare che l'istituto di credito possa avere un futuro.

In buona sostanza, l'esecutivo comunitario deve approvare il nuovo piano economico della banca in questione. La seconda condizione è che l'iniezione di denaro pubblico

sia minima. Per assicurare un impegno pubblico limitato, le regole europee prevedono il cosiddetto burden-sharing, la condivisione dei costi da parte degli investitori privati. A essere chiamati a partecipare alla ricapitalizzazione sono quindi gli azionisti e i creditori non privilegiati (junior creditors, in inglese).

I primi assistono a una diluizione del loro capitale, mentre ai secondi viene imposto uno scambio obbligazione contro azione (debt-to-equity swap, in inglese). Ciò avvenne recentemente in Grecia al momento del salvataggio di quattro banche, tra cui la National Bank of Greece e la Piraeus Bank. In quella occasione, il contributo privato alla ricapitalizzazione ammontò a 8,6 miliardi di euro, che permise di ridurre l'iniezione di denaro pubblico a 5,4 miliardi di euro.

Il principio della condivisione dei costi può essere al-

LA PROCEDURA

Limiti agli aiuti di Stato

■ La legislazione europea vieta gli aiuti pubblici per garantire equa concorrenza sul mercato; e prevede l'impegno di azionisti e obbligazionisti nel salvataggio di una banca per evitare di onerare i contribuenti e pesare sui debiti pubblici

Le eccezioni

■ Un eventuale aiuto statale a una banca può scattare solo alla luce di uno stress-test, deciso a livello europeo o nazionale, che riveli necessità patrimoniali. L'obiettivo della Commissione europea sarà di verificare che l'istituto di credito possa avere un futuro ■ In questo caso lo Stato può iniettare denaro non da investitore, ma da salvatore di ultima istanza

lentato alla luce di due condizioni: nel caso di impatto sproporzionato o di rischi finanziari. La prima condizione è già stata applicata in passato, a differenza della seconda. Qui a Bruxelles si fa notare che in Spagna neppure i 4 miliardi di euro di condivisione dei costi da parte di obbligazionisti e azionisti al momento della massiccia ricapitalizzazione che ha avuto luogo negli anni scorsi ha messo in pericolo la stabilità finanziaria del paese.

L'obiettivo di queste regole è trovare un equilibrio tra l'importanza di rispettare la libera concorrenza sul mercato, la necessità di limitare i rischi di stabilità finanziaria, e il desiderio di ridurre l'uso del denaro pubblico. Il vice presidente della Commissione Valdis Dombrovskis ha spiegato martedì che Bruxelles sta monitorando la situazione da vicino. Il metro per giudicare i rischi relativi a una banca non è solo l'andamento del titolo in Borsa, ma sono anche i diversi indicatori sulla solvibilità dell'istituto.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'ANALISI

Isabella Bufacchi

Gli investitori hanno bisogno di punti fermi e trasparenza

Anche il mondo del bail-in bancario, come quello dei tassi negativi, è un mondo alla rovescia, dove un'azione provoca una reazione diametralmente opposta a quello che avverrebbe in un mercato "normale". Il tasso negativo su un prestito, paradosso dei paradossi, accolla il pagamento degli interessi al creditore, non più al debitore, e chi finanzia ha una perdita secca sul capitale. Per quanto riguarda il bail-in (letteralmente salvataggio interno), le nuove regole europee identificano alcune passività (come le obbligazioni senior e i subordinati) ammissibili per essere convertite in azioni e dunque per ricostruire il capitale in caso di dissesto o risoluzione, subordinando a questa procedura l'intervento dello Stato in extremis. Le regole del gioco sono queste. E quindi, paradossalmente, se nel mondo post bail-in sul mercato si sparge la voce, come è accaduto in questi giorni per l'Italia, che uno Stato ha intenzione di intervenire a sostegno delle banche in difficoltà, anche con operazioni di ricapitalizzazione, il mercato reagisce male.

Perché? Perché i sottoscrittori di obbligazioni senior o di prestiti subordinati si domandano se l'intervento pubblico farà scattare il bail-in, innescando in automatico le perdite. Un'operazione di natura pubblica che ha la finalità di rafforzare e sostenere le banche, anche se solo per contrastare un attacco speculativo sulle stesse (quando i prezzi delle azioni sono in caduta libera è impensabile proporre un aumento di capitale, e quando i non performing loans hanno prezzi di mercato stracciati non è più una buona idea venderli), ebbene il salvataggio da parte dello Stato si può trasformare in un boomerang. In questo mondo alla rovescia, la notizia non confermata - che il Governo Renzi stesse lavorando a un piano di salvataggio da «40 miliardi di euro» per esempio ha fatto innervosire alcuni grandi investitori americani. «Un maxi-piano del Governo italiano a sostegno delle banche ha preoccupato gli investitori - ha spiegato John Raymond, senior analyst bancario di CreditSights - perché si sono subito domandati se questo intervento

avrebbe fatto scattare il bail-in. Un'operazione da 40 miliardi ha fatto temere che tutte le banche, anche quelle solide, fossero costrette a partecipare, a prendere l'aiuto di Stato». In una conference call su Brexit con investitori istituzionali non europei organizzata da CreditSights, molte domande dagli Usa sono state rivolte sulle banche italiane, alla ricerca di certezze in un contesto di incertezza estrema. Gli investitori che hanno fiducia nel sistema Italia, che investono nelle banche italiane e che vogliono continuare a farlo, hanno bisogno in questa fase di trasparenza e di punti fermi. Uno di queste certezze, emerse nel corso del Consiglio Europeo, è che un intervento dello Stato italiano a sostegno delle banche - comunque mirato solamente a quelle in difficoltà senza coinvolgere quelle solide - verrebbe attivato solo al di fuori del bail-in, ovvero appellandosi a quelle «circostanze eccezionali, quando l'applicazione del bail-in comporti, un rischio per la stabilità finanziaria o

IL DOPPIO AUSPICIO

Attivare l'intervento statale al di fuori del bail-in ed evitare il coinvolgimento degli istituti solidi

comprometta la continuità di funzioni essenziali», circostanze che consentono alle autorità di «discrezionalmente escludere passività con approvazione della Commissione europea». Angela Merkel ha ribadito ieri che il bail-in è appena entrato in vigore (primo gennaio 2016) e non può essere derogato o modificato proprio per la sua tenuta: «Ma un piano per le banche dell'Italia utilizzerrebbe una finestra che è già prevista dal bail-in, senza modifiche».

Un altro punto fermo, al quale gli investitori internazionali gradirebbero ancorarsi in questo periodo di mercati in burrasca, è quello di poter tranquillamente escludere il coinvolgimento delle banche solide per salvare quelle più deboli (un altro meccanismo innescato nell'era alla rovescia del bail-in). Anche a questo riguardo, gli investitori vedono bene il coinvolgimento della Cassa depositi e prestiti (con garanzie o altro), ad esempio per potenziare il fondo Atlante (fin dai suoi primi passi considerato totalmente inadeguato per le sue dimensioni rispetto al problema dei non-performing loans delle banche italiane, anche al netto delle garanzie).

isabella.bufacchi@ilssole24ore.com

@isa_bufacchi

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il piano di Palazzo Chigi. Fra le varie opzioni anche quella di un rilancio del fondo varato per sostenere gli aumenti di capitale delle popolari e intervenire nel mercato degli Npl

Atlante-bis, ipotesi ricapitalizzazione con Cdp, fondi e casse previdenziali

Laura Serafini

ROMA

Di fronte alle difficoltà della trattativa con l'Unione europea, spunta nel piano di Palazzo Chigi, del Mef e del Mise per il sostegno alle banche, l'ipotesi di una ricapitalizzazione dell'unico veicolo che Bruxelles ha già legittimato, il fondo Atlante. Al centro di questa operazione ci sarebbe soprattutto un apporto di capitale di Cassa depositi e prestiti, ma il sottosegretario all'Economia, Pier Paolo Baretta, non ha escluso che nel fondo potrebbero entrare casse previdenziali e fondi pensione, su cui da tempo il Mef fa pressione per un maggiore coinvolgimento nel finanziamento dell'economia reale. Proprio il sostegno dell'economia reale è uno dei driver del piano industriale di Poste Italiane, che comunque attraverso Poste Vita è entrata nel fondo Atlante con 250 milioni, seppure nell'ambito di

un'operazione di sistema di tutto il comparto assicurativo oggi alla ricerca di investimenti delle riserve tecniche che diano rendimenti più elevati. Nei giorni scorsi però la società assicurava

LE ALTRE OPZIONI

Resta sul tavolo anche l'opzione di un intervento diretto dello Stato. Ma molto dipende dal negoziato in corso con Bruxelles

di non essere stata coinvolta in nuovi progetti sulle banche.

L'ipotesi di un Atlante-bis, o meglio di un rilancio di Atlante, sarebbe una delle diverse opzioni "tecniche" che il governo italiano sta valutando all'interno del dossier per il sostegno agli istituti di credito in difficoltà, in cantiere in questi giorni a Palazzo Chigi. A oggi, però, non ci so-

no elementi per ritenere che sia questa l'opzione favorita.

Atlante, dopo essere intervenuto su operazioni di aumento di capitale delle popolari in difficoltà, costituisce uno strumento votato oggi soprattutto al mercato degli Npl e all'obiettivo di una riduzione delle sofferenze in carico al sistema bancario italiano. La nuova dotazione servirebbe, invece, a consentirgli nuovi interventi nel capitale di rischio delle banche.

Uno dei punti chiave, però, in questo caso restano le dimensioni dell'intervento. Perché richiano di essere comunque moderate rispetto alle ipotesi di cui si è parlato in questi giorni, considerando che già la prima dotazione del fondo è rimasta intorno ai 4 miliardi. Varicordato, inoltre, che la prima versione di Atlante ha avuto il via libera da Bruxelles proprio perché è uno strumento misto pubblico-privato. Per funzionare, quindi,

dovrebbe continuare ad avere un apporto significativo da soggetti privati: da qui anche il riferimento a casse previdenziali e fondi pensioni.

Il punto-chiave resta che, senza un «via libera» di Bruxelles alla sospensione temporanea delle normative Ue su aiuti di Stato e «bail in», sulla base per altro delle ipotesi ammesse all'interno di queste stesse normative, difficilmente potrà andare in porto un piano di sostegno alle banche del governo italiano.

L'obiettivo del negoziato all'vello europeo punterebbe a ottenere una sospensione temporanea delle normative per poi lasciare ai singoli Stati la scelta di quali strumenti utilizzare. E l'Italia non sarebbe l'unico paese a beneficiare di quella sospensione, considerando le difficoltà di banche tedesche e spagnole.

Il tavolo con i diversi stu-

menti allo studio in Italia comunque può fare passi avanti solo se arriva un riscontro da Bruxelles.

Nella vasta gamma di ipotesi che il piano sta prendendo in considerazione, quelle considerate ancora risolutive delle difficoltà attuali, anche sul piano quantitativo, restano quelle legate a un intervento del governo nel capitale delle banche, in forma diretta o per tramite della Cdp. Ipotesi contro la quale, per altro, si sono schierati alcuni banchieri, dal presidente dell'Abi, Antonio Patuelli, al ceo di Intesa Sanpaolo, Carlo Messina. Con una difficoltà in più, nel caso di intervento nel capitale degli istituti in difficoltà della Cassa depositi e prestiti: che questa verrebbe attratta nell'area della vigilanza bancaria, oltre probabilmente a dover modificare lo statuto. L'ingresso nel capitale di rischio delle banche, in base alle regole imposte da Basilea 3, imporrebbe alla Cdp di vincolare una rilevante quota del proprio patrimonio ai fini prudenziali togliendo alla Cassa risorse da destinare alle molteplici iniziative a sostegno dell'economia reale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le ipotesi

| INTERVENTO STATALE | CDP | ATLANTE |
|---|---|--|
| Ingresso del governo nel capitale delle banche Nella vasta gamma di ipotesi che il piano a sostegno alle banche in difficoltà sta prendendo in considerazione, quelle considerate ancora risolutive delle difficoltà attuali, anche sul piano quantitativo, restano quelle legate a un intervento del governo nel capitale delle banche. Un'ipotesi cui per altro si sono dichiarati contrari alcuni banchieri, dal presidente dell'Abi, Antonio Patuelli, al ceo di Intesa Sanpaolo, Carlo Messina. Inoltre, senza un via libera di Bruxelles alla sospensione temporanea delle normative Ue su aiuti di Stato e «bail-in», difficilmente potrà andare in porto un piano di sostegno alle banche del governo italiano. | Intervento di Cassa depositi e prestiti nel capitale Tra le altre ipotesi di misure a favore delle banche in sofferenza, c'è anche l'intervento di Cassa depositi e prestiti. Nel caso di intervento nel capitale degli istituti in difficoltà di Cdp, c'è però un problema specifico: che questa verrebbe attratta nell'area della vigilanza bancaria, oltre probabilmente a dover modificare lo statuto. L'ingresso nel capitale di rischio delle banche, in base alle regole imposte da Basilea 3, imporrebbe alla Cdp di vincolare una rilevante quota del proprio patrimonio ai fini prudenziali togliendo alla Cassa risorse da destinare alle molteplici iniziative a sostegno dell'economia reale. | Ricapitalizzazione del fondo Atlante Di fronte alle difficoltà della trattativa con l'Unione europea per aiutare le banche in difficoltà, nel piano di Palazzo Chigi c'è l'ipotesi di una ricapitalizzazione dell'unico veicolo che Bruxelles ha già legittimato, il fondo Atlante. L'ipotesi di un Atlante-bis, o meglio di un rilancio di Atlante, ha tuttavia delle difficoltà. Atlante, dopo essere intervenuto su operazioni di aumento di capitale delle popolari in difficoltà, costituisce uno strumento votato oggi soprattutto al mercato degli Npl e all'obiettivo di una riduzione delle sofferenze in carico al sistema bancario italiano. In secondo luogo, le dimensioni dell'intervento sarebbero modeste rispetto alle ipotesi di cui si è parlato in questi giorni |

Shock Brexit

I TITOLI DI STATO



Nuovi primati per i Paesi «core»

Il decennale tedesco tocca il minimo storico a -0,13%, quello francese raggiunge il picco a quota 0,23%

Spread in calo, «sorpasso» della Spagna

Dopo un anno il differenziale di Madrid inferiore a quello di Roma: 138 contro 141 punti

Vito Lops

L'Italia ha eliminato la Spagna dai campionati europei di calcio. Ma a distanza di pochi giorni Madrid si è presa una piccola rivincita. Puramente finanziaria. Il rendimento dei Bonos decennali spagnoli è tornato ad essere più basso rispetto a quello dei rispettivi Btp italiani. Non accadeva da luglio scorso. Ieri i titoli spagnoli hanno chiuso a un tasso dell'1,26% contro l'1,3% fissato dai bond governativi italiani. Lo spread Italia-Germania è ora a 141 punti contro i 138 del confronto tra Madrid e Berlino.

Fino alla scorsa settimana (prima delle elezioni parlamentari spagnole di domenica) l'Italia aveva un vantaggio di 16 punti base sulla Spagna con i Btp che "pagavano" l'1,48% e i Bonos l'1,64%. Nel giro di tre giorni c'è stato l'avvicinamento e il sorpasso spagnolo. È evidente che gli investitori hanno gradito il responso del voto in Spagna. Podemos, il partito che incarna il movimento anti-austerità (quello più in vista agli investitori a cui piace la stabilità) ha incassato il 21% dei voti ma i conti fatti è risultato il terzo partito, alle spalle del partito socialista Psoc e del Partito popolare (Pp) che ha conquistato il 33% delle preferenze, confermandosi primo. I sondaggi davano Podemos al secondo posto in un possibile testa a testa per il primato, soprattutto considerando la scia emotiva che avrebbe potuto suscitare il referendum del Brexit, arrivato 48 ore prima della consultazione popolare spagnola. Le elezioni hanno quindi rafforzato la posizione del premier Mariano Rajoy e questo spiega perché nelle ultime sedute i Bonos sono stati più acquistati rispetto ai Btp.

Va anche segnalato che i Btp, pur avendo subito il sorpasso spagnolo, sono tornati ai livelli pre-Brexit in una giornata di forti acquisti generalizzati sul comparto obbligazionario governativo dell'area euro in cui si annoverano due ingressi nella sezione guin-

ness dei primati. Il rendimento del Bund a 10 anni ha terminato a -0,123%, il livello in chiusura più basso di sempre (a livello intraday il minimo storico è però -0,2%). In caduta libera anche il rendimento degli Oat francesi che hanno concluso le contrattazioni a 0,218% (il giorno dopo la Brexit erano a 0,455%). Gli acquisti ieri hanno premiato nuovamente i Gilt britannici che si sono confermati sotto l'1% (0,95%), soglia che hanno

SEMPRE PIÙ IN BASSO

I Bund toccano il nuovo minimo storico a -0,123%: in ribasso anche i rendimenti dei titoli francesi e inglesi. Btp a livelli pre-Brexit



Tasso sui depositi

● Il deposit facility rate (o tasso sui depositi) è il tasso che la Bce paga alle banche sulla liquidità che queste a fine serata parcheggiano nel conto che devono avere presso la Bce. Dal 2015 il tasso sui depositi è negativo (a marzo 2016 la Bce lo ha addirittura tagliato a -0,4%). Ciò significa che a queste condizioni il principio è ribaltato: sono le banche a dover pagare un tasso di interesse alla Bce sulla liquidità parcheggiata (in eccesso rispetto all'1% dei depositi che corrisponde alla quantità di riserva obbligatoria). Così facendo la Bce disincentiva le banche a parcheggiare la liquidità, per spingerle a prestarla a famiglie e imprese.

abbandonato per la prima volta nella storia lunedì scorso.

La paura Brexit è di un eventuale contagio sulla periferia dell'area euro è stata rimpiazzata dalla convinzione che, proprio in ragione delle possibili e imprevedibili conseguenze della Brexit, non è da escludere nei prossimi mesi (c'è chi ipotizza settembre) che la Bce intensifichi l'attuale piano di espansione monetaria, magari potenziando l'acquisto mensile di titoli oppure portando il tasso sui depositi da -0,4% a -0,5%. A quest'analisi la Bce potrebbe anche in un certo qual modo essere spinta dagli stessi mercati. Il tasso sui depositi, infatti, delimita la soglia massima di titoli di Stato dell'area euro acquistabili dalla Bce nell'ambito del quantitative easing. Ciò vuol dire che se un titolo di Stato ha un rendimento ancor più basso rispetto al tasso sui depositi non può essere acquistato dalla Bce. Bene, se osserviamo il trend dei rendimenti dei titoli del debito pubblico dei Paesi dell'area euro emerge che molti titoli sono finiti fuori dall'orbita del quantitative easing. I Bund tedeschi presentano rendimenti al di là del tasso sui depositi fino alla scadenza a 7 anni, i titoli olandesi fino a 5 anni, con i bond governativi di Finlandia e Austria vicinissimi. Mentre i titoli di Belgio e Francia al momento sono esclusi fino alla scadenza a 3 anni. Quanto ai titoli italiani sono negativi (ma superiori al limite del tasso sui depositi) fino a 2 anni. E non è da escludere nei prossimi giorni un'escursione sotto zero anche del titolo a 3 anni che ieri ha chiuso a quota 0,04%.

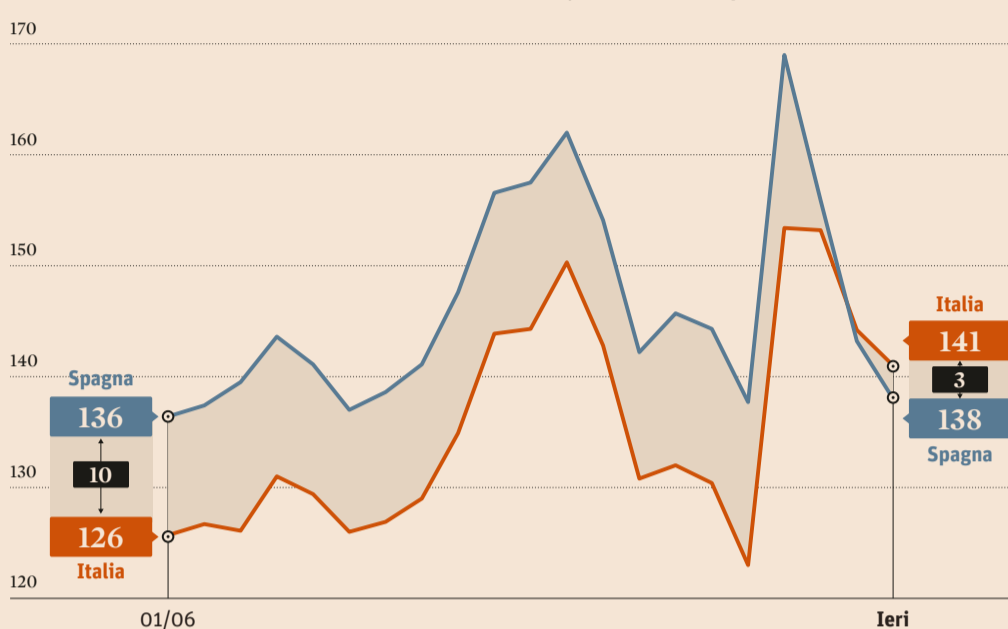
Oggi intanto il Tesoro torna sul mercato primario con un'asta di Btp a 5 e 10 anni e Ccteu per un controvalore massimo di 6,75 miliardi. È prevista una domanda robusta a riprova del fatto che, anche grazie allo scudo della Bce, la Brexit è stata già dimenticata dal mercato dei titoli di Stato europei.

@vitolops
© RIPRODUZIONE RISERVATA

La fotografia dei titoli di Stato

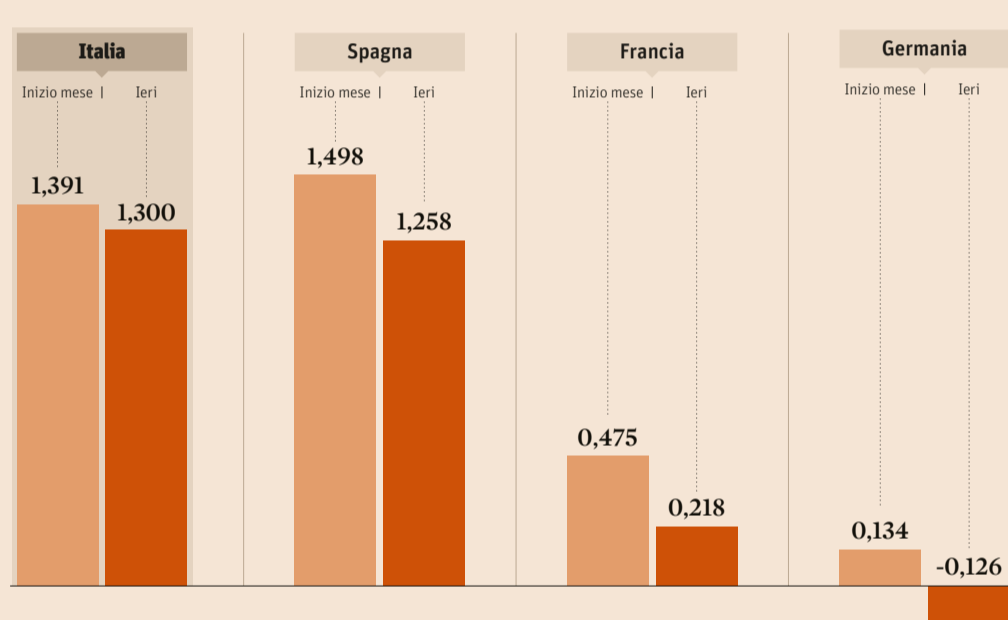
LO SPREAD

Differenziale dei rendimenti dei titoli di Stato decennali rispetto al Bund. In punti base



I TITOLI DI STATO A 10 ANNI

Rendimenti in %



L'ANALISI

Morya Longo

Il peso dell'economia e quello della politica

Mentre tutti guardavano il referendum in Gran Bretagna, nella stessa settimana di Brexit altre due tornate elettorali hanno cambiato i connotati dei mercati finanziari: il voto amministrativo in Italia di domenica 19 e le elezioni in Spagna del 26 giugno. Questi due eventi hanno infatti modificato, nella percezione dei mercati, la mappa del "rischio politico" nel Sud Europa: se prima era tutto in Spagna, ora rischia di tornare sbilanciato verso l'Italia. I mercati, si sa, non usano mezze parole per esprimersi: dalla data delle elezioni spagnole i titoli di Stato iberici sono infatti andati molto meglio di quelli italiani, tanto che la differenza tra i loro rendimenti si è ridotta di 20 centesimi. Anzi: per la prima volta da circa un anno i titoli spagnoli offrono un rendimento inferiore di quelli italiani. Ma sono anche le banche a mostrare la divergenza in Borsa: dalle elezioni di domenica scorsa (dunque escludendo il crollo di venerdì post Brexit) quelle iberiche sono salite del 2,9%, mentre quelle italiane sono scese del 5,9%.

I mercati spesso sbagliano, certo. Ma il loro andamento parla chiaro. In Spagna le elezioni hanno ridimensionato il rischio (per i mercati) di Podemos e hanno rinforzato i partiti tradizionali, più "rassicuranti" per gli investitori. In Italia, Paese che fino a poco tempo fa sembrava

aver conquistato una granitica stabilità politica, è avvenuto invece l'esatto opposto: il Governo è uscito indebolito dal voto e ad ottobre, con il referendum costituzionale, potrebbe addirittura entrare in crisi. Questo ha cambiato la percezione dei mercati, che hanno un punto di vista diverso dai cittadini che votano: agli investitori piace la stabilità, piacciono le riforme strutturali (non si soffermano più di tanto sui dettagli), piace ciò che li rassicura di più.

Queste convinzioni potrebbero però cambiare presto. In Spagna, infatti, il rischio di ingovernabilità resta elevato: ormai tutti danno per scontato che nasca un Governo di minoranza, sostenuto esternamente dai socialisti, ma non serve un politologo per capire che si tratta di una contraddizione in termini. In Italia, per contro, l'instabilità politica resta un rischio ma non ancora una realtà. Ma siccome gli investitori guardano al futuro, è indubbio che qualcosa sia cambiato nella loro percezione.

La vera partita, che agli investitori interessa di più, è però quella economica. Qui lo «spread» resta sotto molti aspetti più favorevole alla Spagna. Secondo la media degli analisti censiti da Bloomberg, nel 2016 l'Italia dovrebbe crescere dell'1% mentre la Spagna del 2,8%. Per contro la Spagna ha una disoccupazione molto maggiore dell'Italia e un deficit del 5,1% sul Pil. E un debito, ormai arrivato al 100% circa, che si sta sempre più "italianizzando". Ecco perché la stabilità politica è importante: perché per condurre i due Paesi fuori dalla peggiore crisi dal dopoguerra non bastano Governi deboli o di «minoranza». Per questo elezioni con risultati neppure tanto definiti, hanno un impatto così netto sui mercati: perché il nervo è scoperto.

m.longo@ilsale24ore.com
© RIPRODUZIONE RISERVATA

Rendimenti Annualizzati

1 ANNO
6,93%

3 ANNI
3,25%

Ci sono alternative CON GLI STRUMENTI GIUSTI

Pioneer Funds - Absolute Return European Equity

Generare un rendimento positivo in ogni condizione di mercato sfruttando tutte le potenzialità dell'azionario europeo.

> liquidalternative.pioneerinvestments.com

Messaggio pubblicitario: trattasi di investimento in quote di fondi comuni d'investimento. Pioneer Funds - Absolute Return European Equity è un comparto del Fondo armonizzato di diritto lussemburghese multicomparto Pioneer Funds, istituito da Pioneer Asset Management SA e commercializzato in Italia. Il valore della quota è variabile nel tempo ed è sempre consultabile sul sito www.pioneerinvestments.it. Per il Comparto, il VaR massimo (ex ante) è del 6%. Il VaR è una misura di rischio che consente di quantificare la perdita massima potenziale che il portafoglio del Comparto può subire su un orizzonte temporale di un mese con un livello di probabilità del 99%. Per specifiche indicazioni sui rischi legati, si rinvia alla documentazione d'offerta del Comparto. Prima dell'adesione leggere il KIID da consegnare prima della sottoscrizione o il Prospetto disponibili sul sito www.pioneerinvestments.it o presso gli intermediari collocatori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Fonte: Pioneer Investments, dati al 31 marzo 2016, Classe E Acc. Dati relativi a rendimenti annui composti, aggiornati alla fine dell'ultimo trimestre solare. Mese di diffusione: aprile/maggio/giugno 2016. Pioneer Investments è il marchio che contraddistingue le società di gestione del risparmio del Gruppo UniCredit.

PIONEER Investments®

Shock Brexit

LA GIORNATA SUI MERCATI



Effetto-Merkel sulle banche

La Cancelliera «gela» le speranze di salvataggi pubblici: istituti di credito (non tutti) ancora sotto pressione a Piazza Affari

Le Borse scommettono sulle banche centrali

Listini ancora in recupero sulle aspettative di nuove misure espansive post-Brexit - Milano +2,21%

Vito Lops

Il Brexit fa meno paura. Soprattutto se per contrastare eventuali effetti negativi - la Bce ha stimato un calo dello 0,5% del Pil in Europa - le banche centrali sono pronte a mettere in atto altre misure espansive. Il che vuol dire altri soldi che per larga parte potrebbero essere assorbiti dal settore finanziario.

Si è focalizzata su questo aspetto l'attenzione degli investitori anche ieri, con le Borse che hanno messo a segno il secondo rialzo consecutivo. Wall Street ha praticamente dimezzato le perdite accumulate nei due giorni successivi al risultato shock del referendum britannico. Seppur non direttamente coinvolta, anche la Borsa statunitense è pronta a "festeggiare" il "new normal", ovvero il prolungamento temporale del regno dei tassi bassi. Secondo gli ultimi grafici i mercati non si aspettano più un rialzo dei tassi nel 2016. La novità è che non solo aspettano nemmeno per il 2017. La prossima stretta a questo punto è attesa per il 2018. Se la Bank of England potrebbe tagliare i tassi (dall'attuale soglia di 0,5%) aggiungendoci un nuovo quantitativo easing (piano di acquisto di titoli sui mercati aperti) e se allo stato attuale non si può escludere un nuovo taglio del tasso sui depositi (dall'attuale -0,4%) da parte della Bce, per la Federal Reserve diventa sempre più complicato procedere in controtendenza con degli interventi restrittivi.

Ecco perché anche nella seduta di ieri (così come era accaduto nella vigilia) le Borse globali hanno proseguito il rimbalzo. Siamo ancora nel campo del recupero tecnico, ma va segnalato che con il +2,21% messo a segno da Piazza Affari il Ftse Mibsi è riportato a ridosso dei 50 mila punti, con un recupero di 1.000 punti in due sedute (l'indice è lontano ancora però 2 mila punti

dai livelli pre-Brexit).

Il recupero del listino milanese - seppur inferiore a quello delle Borse europee che ieri sono salite in media del 2,6% e a quello di Londra che è balzata del 3,6% - è proseguito nonostante i titoli bancari - che hanno un forte peso nel calcolo dell'indice delle blue chip italiane - si sono mossi in ordine sparso. I titoli delle banche popolari e delle banche che in questo momento esibiscono i peggiori multipli in termini di capitalizzazione e patrimonio netto hanno accusato nuovamente il colpo. La doccia fredda sul comparto è arrivata dalle parole della cancelliera tedesca Angela Merkel che ha chiuso le porte all'ipotesi di un sostegno pubblico mirato al sistema ban-

ANCORA INCERTEZZA FORTE

Il rimbalzo non indica una rinnovata «voglia di rischio»: lo dimostrano i rincari dell'oro e di tutti i beni rifugio

cario italiano. «Abbiamo definito certe regole comuni sulla risoluzione delle banche e sulla ricapitalizzazione, non possiamo cambiare tutto ogni due anni» ha detto la cancelliera riferendosi evidentemente al meccanismo di bail-in introdotto a gennaio, che sposta l'asse dei salvataggi bancari dagli Stati (bail-out) ai privati. Una presa di posizione che complica il percorso di fuoriuscita dalla crisi per il settore, nello stesso momento in cui la Germania non sembra però voler fare passi indietro sul nodo del surplus, nonostante da anni violi le regole europee che prevedono che non possa essere superiore al 6% del Pil nella media a tre anni (in Germania siamo oltre l'8%). In scia anche alle parole della Merkel anche quelle di uno dei membri del comitato

esecutivo della Bce, il francese Benoît Cœuré, secondo cui non si possono sospendere le regole sui salvataggi delle banche. E tra queste - a detta di Cœuré - non si può sospendere la regola che vede coinvolti nei salvataggi anche gli obbligazionisti. Il tema interessa da vicino le banche italiane che sono tra quelle che in Europa hanno fatto più ricorso all'emissione di bond.

Tra i singoli titoli invece si è difeso Intesa Sanpaolo (+1,5%). Bene anche UniCredit (+2,5%) con la scelta del nuovo ad che potrebbe arrivare alle battute finali. Mentre ci sono stati forti acquisti sul settore energetico (con Eni ed Enel in forte recupero) decisamente il migliore ieri a Piazza Affari con una progressione media del 4% (a fronte del +0,5% del sottoindice dei bancari), sulla scia del recupero del prezzo del petrolio con il Brent londinese tornato in area 49 dollari al barile.

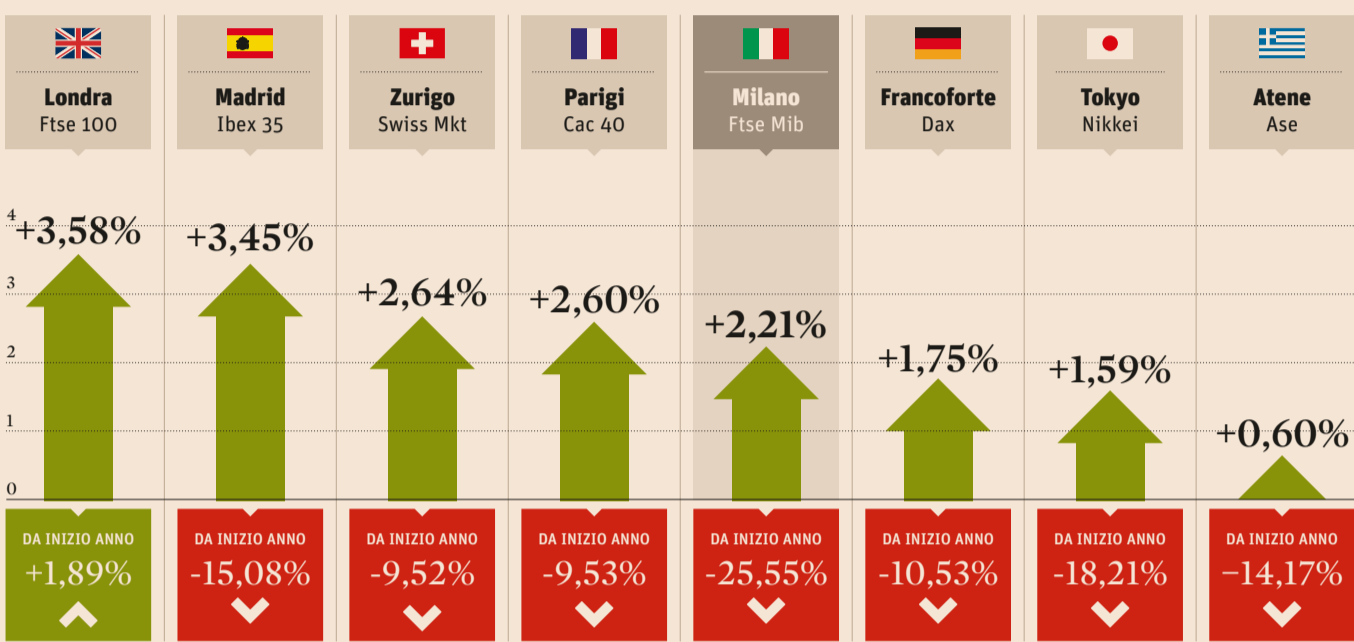
Il buon andamento di Borse e petrolio di ieri non può indurre però a pensare che gli investitori abbiano pigiato nuovamente il tasto "risk-on". Ieri infatti sono stati fortemente acquistati a mani basse anche il Bund tedesco (con il rendimento del decennale sceso a -0,123%) e l'oro. Il metallo giallo - considerato ancora il bene rifugio per eccellenza - benché oggi non possa più svolgere la funzione protettiva nei confronti dell'inflazione perché di questa si stanno perdendo le tracce (quella prospettiva a 5 anni nell'area euro è scesa al minimo di tutti i tempi a quota 1,25%) continua ad essere sostenuto dagli acquisti. Ieri è salito a 1.321 dollari l'oncia, confermando il fragoroso rialzo da inizio anno, superiore ai 20 punti percentuali. E se c'è qualcuno che compra oro vuol dire che le aspettative sul futuro non sono unanimemente rose.

@vitolops
© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le performance dei listini

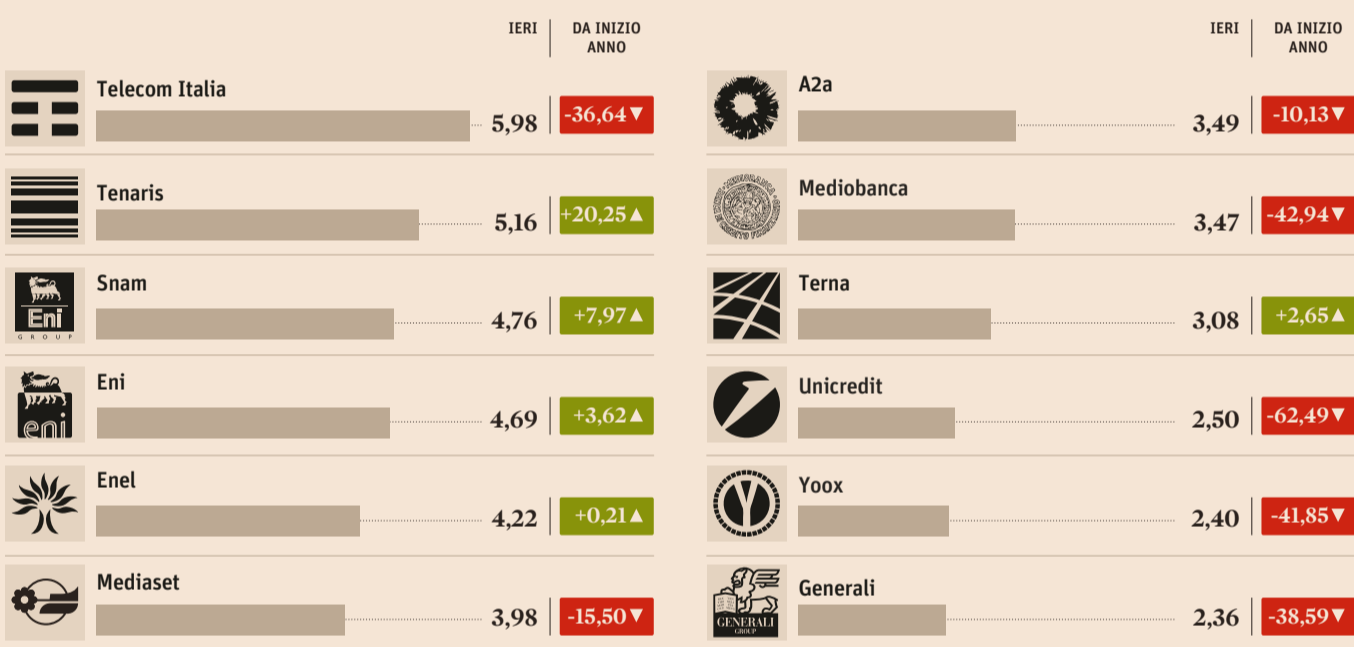
LE BORSE

Variazioni % di ieri e da inizio anno



PIAZZA AFFARI

Performance dei titoli in %



Listini globali. Il presidente francese: «Non si possono lasciare transazioni in euro fuori dai confini della Ue». E in Italia c'è già chi avanza l'ipotesi di commissariamento per Borsa italiana e Mts

Lse, Hollande apre il fronte del clearing

Antonella Olivieri

Per la piazza finanziaria londinese e la Borsa sua regina si apre anche il fronte francese. Dopo le bordate arrivate dalla Germania - da esponenti politici e dalla Bafin, la Consob tedesca - contro la conferma di Londra come sede della SuperBorsa europea che dovrebbe vedere la luce dall'unione Lse-Deutsche Börse, ora è il presidente francese François Hollande a sollevare il tema del clearing. Argomento, apparentemente, molto tecnico. «Non appena la Gran Bretagna uscirà dalla Ue, non ci sarà più nessun motivo per l'eurozona di consentire a un Paese extracomunitario di continuare a portare avanti transazioni in euro», ha detto Hollande al termine della riunione dei 27 Paesi membri

che si è tenuta ieri a Bruxelles. «Ci sono altre piazze finanziarie in Europa - ha aggiunto il presidente francese - che dovranno tenersi pronte a trattare queste operazioni che non potranno più essere fatte in Ue».

Perché proprio il clearing? La Francia ha un problema specifico a riguardo, avendo ceduto alla London Clearing House (gruppo Lse) Clearnet, al quale si appoggia per l'attività di clearing la Borsa di Parigi con tutto

COSA PREVEDE LA LEGGE

Garbi (ex Tesoro e Mts) sollecita il ricorso agli articoli 75 e 76 del Tuf per «tutelare gli interessi del mercato nella fase dei negoziati»

Euronext, «federazione» che comprende anche le Borse di Amsterdam, Bruxelles e Lisbona. Un'operazione di consolidamento del settore, nel segmento del post-trading, analoga a quella che ha interessato Borsa italiana, assorbita dall'Lse con tutte le sue controllate, la Cassa di compensazione e garanzia, Montetitoli e l'Mts, il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato.

Dano in Italia nessuna autorità, né politica né regolamentare, ha preso posizione sull'argomento. Forse perché si spera ancora che l'Inghilterra faccia marcia indietro, ma soprattutto perché Borsa italiana è una società privata a pressoché totale proprietà estera, dato che le banche della Penisola, poco dopo la fusione con l'Lse, sono uscite

dall'azionariato e l'unico soggetto tricolore rimasto nel capitale dell'Lse Group è Emittenti titoli (le società quotate, rappresentate da Assonime) con una partecipazione intorno allo 0,5%. Troppo poco per avere voce in capitolo, tant'è che nella prevista fusione con Francoforte non è stato contemplato neppure un rappresentante del mercato italiano nel board della holding. Euronext quando aveva negoziato la fusione con il Nyse (dal quale oggi è separata) aveva previsto una «clausola di salvaguardia», che dava la possibilità di «staccare» le Borse europee in caso di pregiudizio per l'interesse superiore del mercato. Questa clausola negli accordi di fusione Lse-Borsa italiana non c'è perché Londra, a differenza di New York,

era parte integrante dell'Europa.

Però c'è la legge, e in particolare il Testo unico della finanza, che - con gli articoli 75 e 76 - prevede anche la possibilità di ricorrere al commissariamento a tutela degli investitori. «Se la Gran Bretagna attiverà l'articolo 50 del Trattato di Lisbona per avviare la separazione, le autorità italiane dovrebbero immediatamente disporre il commissariamento di Borsa italiana, Mts, Montetitoli e Cassa di compensazione e garanzia», sostiene Gianluca Garbi, una delle poche persone in Italia a sapere di cosa si parla - in questo campo un po' esoterico - per aver lavorato al Tesoro con Mario Draghi ed essere stato per anni a capo di Mts, prima che l'acquisisse Borsa italiana. Una mossa, a sentirlo, meno traumatica di

quanto sembra a prima vista. Non si tratterebbe di un esproprio, perché la proprietà resterebbe comunque all'Lse, ma i vertici della società - mercato non risponderebbero più "privatisticamente" al ceo della capogruppo, bensì a Consob, Banca d'Italia e Tesoro per gli ambiti di rispettiva competenza. E non per sempre, ma per il tempo necessario a rinegoziare tutti gli accordi operativi e di collaborazione tra le autorità di vigilanza che oggi sono automatici, ma domani, se il Regno Unito uscirà dalla Ue, non più. Tant'è, spiega Garbi, che quando Euronext ha trattato l'adesione al Nyse i regolatori europei hanno passato mesi a definire con la Sec protocolli per regolare i rapporti tra le due sponde dell'Atlantico. Negoziati complessi quando una delle parti è extracomunitaria, tant'è che, nonostante il Nyse avesse la proprietà di Euronext, gli intermediari americani non hanno mai

avuto l'accesso diretto ai mercati europei e viceversa.

«Se c'è un sospetto di insider trading su operazioni partite da Londra, oggi la Consob chiama l'Fsa britannica. Altro è se l'Authority è fuori dai confini della Ue: è come fare una rogatoria internazionale», spiega Garbi che cita, a memoria, anche il caso di un'indagine per manipolazione di mercato, all'inizio degli anni 2000, che aveva coinvolto Citi per operazioni da Londra sui titoli di Stato trattati sull'Mts. «Occorrerebbe rinegoziare tutto - sottolinea - ma non si può aspettare due anni o forse di più per poi avere, se le cose non funzionano, come unica soluzione il ritiro della licenza a operare come infrastruttura di mercato. Io non dico di cambiare i vertici della Borsa, ma il commissariamento servirebbe ad assicurare che, nella fase negoziale, prevalgano gli interessi del mercato su quelli privatistici».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Mercati e tecnologia. Gli algoritmi automatici hanno ottenuto un risultato migliore eliminando i condizionamenti esterni legati all'emotività umana

Il robot batte l'uomo e «guadagna» con Brexit

di Vittorio Carlini

Li algoritmi? Con la Brexit hanno guadagnato. Non tutti, è ovvio. Ma ciò che emerge dai dati è chiaro: i robot, negli scambi post-referendum, si sono notevolmente soddisfatti di battere gli umani. Gli hedge fund, venerdì scorso, complessivamente hanno perso soldi. Secondo l'Hfrx Global Hedge Fund index la loro performance è risultata in calo dell'1,1%. Guardando, però, ai singoli fondi salta fuori che diversi operatori sono andati in controtendenza. Così, ad esempio, è il caso di uno dei fondi di Lynx Asset Management che ha guadagnato oltre il 5%. Oppure

del francese Capital Fund Management. Tutti investitori (e gli esempi potrebbero continuare) con un unico comune denominatore: l'approccio matematico-quantitativo.

Una modalità di trading che, evidentemente, ha permesso di evitare gli abbagli presi dal resto del mercato. Già, gli abbagli. Ma quali, allora, le concrete

LA STRATEGIA

I trader automatici, nonostante i sondaggi post voto favorevoli al «Remain», non hanno modificato l'impostazione originaria

mosse che hanno portato a simili risultati?

Una tra tutte, anche a livello d'impostazione della strategia, è stata la maggiore capacità di prescindere dalle proprie convinzioni. Cioè: molti investitori, al di là dei mille e più sondaggi commissionati, hanno inconsapevolmente operato nel modo più consoni alle loro aspettative. È un classico errore, studiato dalla finanza comportamentale, di cui i trader professionisti avrebbero dovuto essere consapevoli. Così, invece, non è stato.

Il mondo della finanza, si sa, era di fatto schierato contro la Brexit. Nell'operatività concreta questa aspirazione non

avrebbe dovuto inserirsi. Soprattutto in un contesto, come quello del referendum, dove da un lato i due opposti schieramenti erano molto vicini tra loro. E, dall'altro, c'è stato un evento emotivamente drammatico quale l'assassinio della parlamentare Jo Cox.

Evidentemente, però, l'essere umano non è (per fortuna) un robot. Di qui uno dei motivi del risultato di molti Hedge Fund.

Risultato che, invece, è stato interpretato correttamente da chi, per l'appunto, ha puntato sui sistemi quantitativi e automatici. È il caso di uno dei fondi della californiana Altegris. «La nostra strategia - spiega al Sole24ore

Lara Magnusen, Portfolio Manager di Altegris Futures Evolution Strategy Fund - si basa essenzialmente sull'individuazione, attraverso ad esempio serie storiche dei prezzi, gli andamenti di lungo periodo dei diversi asset».

Un approccio statistico che consente, tra le altre cose, di eliminare i rumori di fondo presenti sul mercato.

Così è stato, per l'appunto, con il voto britannico. In particolare rispetto ai sondaggi pubblicati subito dopo la chiusura delle urne. In quel momento la convinzione generale era che il «Remain» avrebbe vinto. Un contesto in cui l'operatore umano, fin lì convinto del successo

della «Brexit», sarebbe stato indotto a cambiare posizione. Non, però, il robot. «Il trend di lungo periodo non era mutato - spiega Magnusen - il nostro sistema automatico ha proseguito nella sua strategia». La quale, alla fine, si è rivelata quella giusta.

Insomma: la presenza umana, tra emotività ed errori cognitivi, può essere stata un handicap. Giusto? Sbagliato? Difficile dire.

Di certo, alla base della sostituzione del trader-persona con il robot, c'è soprattutto la convinzione che l'investitore non sia realmente razionale. Vale a dire: gli operatori, nel momento in cui comprano o vendono, sono incapaci di massimizzare il profitto (o minimizzare la perdita). Di qui l'utilità dell'algoritmo.

Un'impostazione che, unita anche alla necessità d'interpre-

tare in poco tempo un'enorme mole di informazioni (big data), spinge sempre di più verso l'automazione degli investimenti. Tanto che non deve sorprendere che, secondo gli ultimi dati, oltre il 65% degli scambi azionari globali sia nelle mani dei robot.

Tutto rose e fiori, quindi? Ovviamente no. Al di là del problema legato all'High frequency trading, il rischio è di considerare i titoli semplici numeri. Asset slegati dalla realtà che rappresentano e che vengono scambiati solo in funzione di correlazioni o particolari livelli di quotazione. Il mondo dove la Borsa non è più il luogo dove le aziende trovano fonti d'investimento alternativo alle banche. Bensì una piattaforma attraverso cui fare (solamente) soldi dai soldi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'ANALISI

Maximilian Cellino

Rimbalzo pieno di incognite fra attese Bce e strategie hedge

Al secondo giorno di rimbalzo consecutivo delle Borse il sollievo degli investitori lascia probabilmente spazio ai dubbi sul genere di ripresa che è in atto sui listini mondiali dopo lo scossone Brexit. E se è vero che la fase iniziale di panico acuta post referendum sembra ormai alle spalle, non è altrettanto chiaro se i mercati abbiano prezzato pienamente l'impatto del voto britannico.

Al di là delle conseguenze economiche a livello globale, valutabili soltanto a medio termine e dipendenti dal genere di «exit» della Gran Bretagna, un elemento chiave nel comportamento degli investitori è legato alle presunte contromosse delle Banche centrali. Su questo versante però le ultime ore non hanno portato significativi passi avanti, anzi: dal forum di Sintra il vicepresidente Bce, Vitor Constancio, sembra voler prendere tempo per riflettere prima di passare all'azione.

Del resto è evidente che più i mercati danno segni di stabilizzazione, minore è in teoria la necessità di un intervento più energico dell'Eurotower e degli altri istituti centrali. Si potrebbe semmai obiettare che, oltre ad acquistare azioni, ieri gli investitori hanno continuato a comprare titoli di Stato, contribuendo ad abbatterne ulteriormente i rendimenti.

Un controsenso apparente che può essere spiegato in due modi: o si pensa che le conseguenze della Brexit non siano ancora del tutto scontate (e quindi quello dell'azionario è un mero rimbalzo tecnico), oppure la fiducia negli interventi delle Banche centrali resta intatta. Un'altra spiegazione che ieri andava per la maggiore riguarda l'approssimarsi della fine del trimestre (anzi del semestre), notoriamente un'occasione per risistemare, e «abbellire» come una vetrina, i portafogli dei fondi. E se è vero che, come sottolineava BofA Merrill Lynch, la quota detenuta in cash da parte degli investitori è ai massimi dal novembre 2001, è anche plausibile che parte di quella liquidità sia stata utilizzata per acquistare in Borsa a prezzi di saldo.

Qui però le interpretazioni si dividono: i più ottimisti pensano che con il nuovo trimestre altre massicce dosi di denaro finora tenute a riposo possano essere rimpiagate attivamente, magari lontano dall'Europa epicentro delle nuove tensioni (Wall Street è del resto già tornata positiva da inizio anno). Una visione decisamente più cauta la offre invece Keith Parker, strategista azionario di Barclays, che al contrario sottolinea come in realtà i gestori attivi (cioè quelli che non replicano in modo passivo i benchmark, ma cercano guadagni extra con continue operazioni sui titoli) avessero accelerato prima del referendum fino a portare le posizioni sull'azionario vicine ai massimi post-crisi.

L'esito del voto, prosegue Parker, li ha però presi in contropiede e ora c'è da attendersi un'ondata di riscatti che potrebbe stavolta protrarre a lungo, come nel 2011-2012, la pressione sui listini piuttosto che risolversi nel tipico rimbalzo a «V» visto anche a gennaio. C'è insomma da augurarsi che stavolta sia la gran massa degli investitori a menare le danze, piuttosto che gli hedge o i fondi più attivi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

unipolsai.com

VI SIAMO VICINI OGNI GIORNO. ANCORA DI PIÙ IN QUESTO ANNO STRAORDINARIO.



UnipolSai
ASSICURAZIONI

Main supporter



GIUBILEO DELLA MISERICORDIA
ANNO SANTO STRAORDINARIO 2015-2016

Guarda il video di benvenuto UnipolSai su YouTube | Unipol Group Corporate Channel

Shock Brexit IL SUMMIT DI BRUXELLES



Il primo vertice europeo senza Londra
I principi inderogabili: niente limiti alla circolazione delle persone, dei beni, dei servizi e dei capitali

«Mercato unico, nessuna concessione»

Secca risposta dell'Europa alla Gran Bretagna: accesso legato alle quattro libertà di movimento

Beda Romano

BRUXELLES. Dal nostro corrispondente

■ Scossi ancora dall'esito del recente referendum inglese, i partner della Gran Bretagna hanno assicurato ieri, alla fine di una riunione informale, la prima a 27 anziché 28, la loro intenzione «di preservare l'unità dell'Unione» così come di permettere «una uscita ordinata» del Regno Unito dalla Ue. Nel contempo, i Ventisette vogliono avere una «riflessione politica» sul futuro dell'Unione. Agli occhi dei più federalisti, le premesse sembreranno fragili e gli obiettivi minimalisti.

«Abbiamo avuto una discussione calma e seria. Anche perché sappiamo che stiamo affrontando un momento serio della nostra storia in comune», ha detto il presidente del Consiglio europeo Donald Tusk alla fine di un vertice europeo di due giorni che ieri, nella seconda giornata di summit, ha previsto anche una riunione a 27, senza la Gran Bretagna. «Siamo assolutamente determinati a lavorare insieme - ha aggiunto l'ex premier polacco - in vista di una uscita ordinata del Regno Unito».

Da un punto di vista pratico, i Ventisette si sono trovati d'accordo su due aspetti molto concreti. Il primo riguarda la tempistica della notifica formale di uscita dall'Unione: i partner della Gran Bretagna hanno deciso di dare tempo al Regno Unito, in piena crisi politica, economica e costituzionale. Tempo, ma non troppo tempo. L'incertezza rischia di minare il morale nei paesi e sui mercati. Il secondo aspetto è

che negoziati di divorzio non potranno esserci prima dell'atto di notifica.

Questo aspetto non è banale. I Ventisette rifiutano di avere con Londra trattative informali, fuori dal quadro previsto dai Trattati nell'articolo 50. I motivi sono due: dare certezza legale a un iter mai utilizzato prima, ed evitare che la Gran Bretagna tenti in un modo o nell'altro di strappare concessioni particolari. In questo senso, Tusk ha sottolineato che l'accesso al mercato unico è possibile «solo nel pieno rispetto delle quattro liber-

LA PREOCCUPAZIONE

Angela Merkel: «La situazione è molto grave, è la prima volta che uno Stato decide di andarsene. Abbiamo un compito molto difficile»

tà di circolazione» (servizi, beni, capitali e persone).

Il presidente della Commissione europea Jean-Claude Juncker ha aggiunto che l'applicazione di queste libertà deve avvenire «senza eccezioni e senza sfumature». Dietro alla condizione posta dai Ventisette vi è il doppio tentativo: prima di tutto di escludere ex ante richieste eccezionali da parte inglese e in secondo luogo di legare le mani ai Ventisette, alcuni dei quali potrebbero chiedere anch'essi trattamenti particolari sul fronte della libera circolazione delle persone.

«Speriamo che il Regno Unito resti per noi un partner

vicino», si legge più in generale nel comunicato pubblicato ieri. Cosa significhi «partner vicino» è ancora molto incerto: dipenderà dalle richieste inglesi e dal negoziato a 28. In questo momento, il clima tra i Ventisette oscilla tra lo shock provocato dal voto britannico, la speranza di un rilancio dell'Unione, e il timore di un lento sfilacciamento della costruzione europea.

Ha affermato la cancelliera tedesca Angela Merkel: «La situazione è molto grave: è la prima volta che uno Stato decide di partire, e non ci facciamo nessuna illusione, questo è un compito abbastanza diverso dal punto di vista qualitativo» rispetto alla soluzione delle altre crisi affrontate finora dall'Unione. L'incontro informale di ieri, giunto dopo che martedì i Paesi si erano riuniti a 28, è stato l'occasione per accennare un rilancio dell'Unione, pur di rispondere alla scelta della Gran Bretagna.

I Ventisette si vedranno a Bratislava in settembre per un giro di orizzonte. Il desiderio di nuova integrazione appare limitato. La parola d'ordine non è di concentrarsi su più Europa rispetto a meno Europa, ma su una migliore Europa. Ha notato il presidente della Commissione europea Jean-Claude Juncker: «Adozione delle misure già decise, non innovazione di nuove misure». In questo senso, nel comunicato di ieri non si cita la dichiarazione di lunedì dopo l'incontro al vertice tra Germania, Francia e Italia a Berlino.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Hugs and kisses. Il presidente della Commissione Jean-Claude Juncker con la leader scozzese Nicola Sturgeon

Nicola Sturgeon a Bruxelles. La leader dell'Snp incontra Juncker ma non Tusk

E la Scozia bussa alla porta Ue

di Beda Romano

L'obiettivo, una volta sancita la decisione britannica di lasciare l'Unione, sarà di trasformare la Gran Bretagna in un «partner vicino» dei Ventisette. L'espressione, usata dai paesi nel loro comunicato di ieri, è volutamente vaga. La partita negoziale sul futuro rapporto dell'Unione con il Regno Unito è tutta da giocare, in un contesto segnato nei governi dai divergenti e legami emotivi. L'ultimo vertice del premier David Cameron con gli altri capi di Stato e di governo dell'Unione, martedì sera qui a Bruxelles, ha provocato tra i partecipanti tristezza e rabbia, con pesi diversi a seconda dei paesi.

Alcuni stati membri - come la Germania, l'Olanda, l'Estonia, i paesi di Viesegrad - sembrano avere posizioni più accomodanti nei confronti di Londra. Temono di perdere un pilastro militare, un trait-d'union con l'alleanza atlantica e un contrappeso a un'altra Europa, più dirigista e meno liberale. Viceversa, la Francia, il Lussemburgo o il Belgio si sarebbero dimostrati nelle conversazioni tra i leader più assertivi nel chiedere alla Gran Bretagna certezze su cosa intenda fare. Nel contempo, c'è chi guarda con timore al rischio di smembramento del Regno Unito, con la Scozia e l'Irlanda del Nord che vogliono rimanere nell'Unione. Ieri a Bruxelles è

venuta in visita la premier scozzese Nicola Sturgeon. È stata ricevuta dal presidente della Commissione Jean-Claude Juncker, non dal presidente del Consiglio europeo Donald Tusk. D'altro canto, il caso scozzese fa venire i sudori freddi ad alcuni paesi: la Spagna in particolare che deve fare i conti con l'indipendentismo catalano. Sul fronte negoziale il comunicato nota che il Consiglio europeo adotterà «le linee-guida» per le trattative sul divorzio e sul futuro nuovo rapporto con la Ue. «La Commissione e il Parlamento avranno il ruolo che spetta loro secondo i Trattati». Il messaggio è chiaro: i governi vogliono mantenere il controllo del negoziato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

La posizione italiana. Per il presidente del Consiglio il peggior errore sarebbe rimanere inerti dopo lo shock del voto britannico che Bruxelles deve ancora assorbire

Renzi vuole rilanciare l'Unione su basi nuove

Gerardo Pelosi

BRUXELLES. Dal nostro inviato

■ Davanti alla «sberle» della Brexit che Bruxelles deve ancora «metabolizzare» il peggior errore sarebbe quello di rimanere inerti. Occorre invece rilanciare l'Unione su basi nuove e l'Italia è pronta fare la sua parte. Dopo il 9 settembre, ricorda Renzi al termine del primo Consiglio europeo senza il Regno Unito, il partito conservatore esprimerà il nuovo premier. «Perché - aggiunge - negli altri Paesi è così che succede, il segretario del partito che vince esprime il premier». Il pensiero vola immediatamente al referendum di ottobre sulle riforme istituzionali. «Non sarà la riforma più bella del mondo - osserva il premier - ma è giusta, utile e funziona. Assicura

stabilità all'Italia. Riduce il numero dei politici ma aumenta il valore della politica. Nasce dal basso e vincerà se riusciremo ad arrivare nelle case di tutti gli italiani: perché i professionisti della po-

LE RICADUTE DI BREXIT

Il premier ammette che una frenata dell'Eurozona peserebbe anche sull'Italia, ma l'effetto sull'economia reale potrebbe essere limitato

litica sicuramente non gradiranno questo cambiamento. Se buttiamo via questa occasione per anni ci terremo il sistema politico più costoso e meno efficiente dell'Occidente. Cambiare adesso è un dovere». E sul suo destino

politico Renzi spiega: «Dicono che io ho sbagliato a dire che se perdo vado a casa: secondo voi io posso diventare un pollo da batteria che perde e fa finta di nulla? Pensano forse che io possa diventare come loro?».

Ma Renzi sembra preoccupato anche per gli effetti della Brexit in tutta Europa. E se il presidente della Bce Mario Draghi ipotizza un possibile calo della crescita del Pil nell'Eurozona fino allo 0,5%, il presidente del Consiglio rileva: «L'ipotesi che le cose vadano un po' peggio di quel che si immaginava sta nella logica dei fatti» ma «noi abbiamo uno studio che sottolinea come il nostro rapporto di interscambio con il Regno Unito non è il primo a risentirne, ci potrebbe essere un effetto limitato sull'econo-

mia reale, sappiamo che se c'è un rallentamento di tutti ci sarà un rallentamento anche dell'Italia. Ora l'obiettivo è fare di tutto per fare la nostra parte». In particolare l'Italia dovrà «sbloccare gli investimenti» per sostenere la crescita e colmare il «gap» con i Paesi più forti. In uno slogan: «Più keynesiani e meno tayloristi».

Se la prende il premier italiano con la deriva di quello che chiama «benaltrismo» ossia di chi dice sempre che non bastano gli sforzi fatti e ci vorrebbe «ben altro». Ma le procedure europee sono fatte di piccoli passi ed è la direzione che conta. «Nel giugno del 2014 - ricorda Renzi - non volevano mettere neppure la parola flessibilità nel documento finale; nel gennaio 2015 ci hanno dato 18 miliardi



Premier. Matteo Renzi a Bruxelles

© RIPRODUZIONE RISERVATA

di flessibilità e per il 2016 altri 14 miliardi; grazie a un complesso equilibrio abbiamo portato a casa più di 30 miliardi di flessibilità». Anche sui migranti l'Italia era sola ad affrontare il fenomeno, valeva solo Dublino. Ma dopo la tragedia dell'aprile 2015 con la morte di 700 migranti «abbiamo chiesto un vertice straordinario e si è cominciato a capire che tutta l'Europa doveva muoversi per aiutare i migranti a casa loro con accordi di cooperazione con i Paesi del Nord Africa». Lo stesso per le politiche di coesione. «Abbiamo ottenuto 1,4 miliardi di nuovi fondi - osserva sempre Renzi - non pensiamo certo di risolvere tutti i problemi delle piccole e medie imprese ma è un inizio. A noi è chiara la strategia, la direzione di marcia ma le procedure europee ci consentono di procedere solo a piccoli passettini».

Londra nel caos politico. Il premier aggressivo con il leader dell'opposizione laburista che gli chiede quando attiverà l'articolo 50 dei Trattati

Cameron a Corbyn: per amor del cielo, vattene

Leonardo Maisano

LONDRA. Dal nostro corrispondente

«Per amore del cielo, vattene». Suona più o meno così l'appello echeggiato ieri alla Camera dei Comuni dove il premier David Cameron, manifestamente spazientito dalle domande dell'oppositore e premier-ombra, Jeremy Corbyn, è sbottato. «Può essere nell'interesse del mio partito averci seduto lì - ha incalzato il capo del governo - ma non è nell'interesse del Paese».

La Gran Bretagna ha ormai superato la soglia della crisi di nervi e si muove in maniera scomposta sia all'interno del partito di governo sia in quello d'opposizione, continuando a offrire un'immagine di sé aliena dalla realtà. Insiste sull'accesso al mercato interno e insiste sull'esclusione della libera circolazione dei lavoratori,

cercando una via d'uscita che i partner le negano. Alza quasi la voce per riaffermare diritti nient'affatto evidenti e - nelle parole dei Tory sia leavers che remainers - si nota l'asprezza di chi pretende oltre il lecito.

PARALISI

Nei Tories si prepara la resa dei conti per la scelta del nuovo premier. Tra Johnson e Gove potrebbe spuntarla l'«eurotiepida» Theresa May

Se l'impasse di Brexit nei rapporti con l'Europa è (quasi) tutta nell'equazione immigrazione-mercato unico, l'impasse della politica britannica è paradossalmente più complessa. Ai Comuni non si è vista solo l'aggressività di David Cameron, ma anche il suo imbarazzo

quando sollecitato da Corbyn (quando avvierai l'articolo 50? Quando varerai una legge straordinaria a tutela dei cittadini Ue?) ha risposto che sono tutti compiti del suo successore, prima di esplodere con quel «vattene» quando Corbyn ha imputato la sconfitta di Remain «all'improvvisamento del Paese» per le politiche Tory.

Si profilano quindi due mesi almeno di assoluta perdita di tempo, nella paralisi dell'iniziativa politica britannica dopo il collasso innescato da Brexit. Tanto ci vorrà per scegliere il successore di David Cameron sia alla testa dei conservatori sia del governo. Venendo meno agli impegni con i partner - «avvierò immediatamente l'articolo 50», aveva detto il premier in campagna referendaria nell'ipotesi di una sconfitta poi maturata - David Cameron ha scelto, una

volta ancora, di tutelare solo il proprio partito. Fra ieri e oggi si chiudono le candidature. Per ora si è fatto avanti formalmente solo Stephen Crabb, sottosegretario al lavoro, esponente di Remain, ma deciso a «rispettare la volontà degli elettori». In altre parole non cercherà un nuovo voto.

Oggi sarà la volta di Boris Johnson e Theresa May che insieme a altri candidati senza troppe chance, si giocheranno la partita per Downing street. Theresa May è ministro degli interni, debole sostenitrice di Remain, fermissima sui temi dell'immigrazione. È considerata un possibile punto di compromesso rispetto a quello che resta il favorito, Boris Johnson guida dei brexiters. L'ex sindaco di Londra dopo aver fatto una campagna al vertice, paragonando l'Unione europea alla Germania nazi-

sta, cerca ora di arrotondare le asperità, promettendo a tutti tutto e il contrario di tutto. In linea, insomma, con quella strategia della menzogna che ha segnato lo scontro sull'Europa, stracciando il velo su un volto sconosciuto della politica britannica.

Più drammatica se possibile è la crisi del Labour party. Dopo la sollevazione della base parlamentare, si sono mobilitati pesi massimi, seppure ai margini della scena politica, da Gordon Brown a Ed Miliband espliciti nel chiedere a Jeremy Corbyn di andarsene. Il leader e soprattutto la sua ristrettissima cerchia di alleati, a cominciare dal cancelliere ombra l'ultra radicale John McDonnell, non cede assolutamente. L'impasse disegna lo scenario di una possibile nuova scissione perché i candidati allineati alla successio-

ne stentano a opporsi al leader. Il metodo di elezione - i militanti e le unions - favorisce ancora Jeremy Corbyn, da qui la resistenza dei papabili a una sfida aperta. Un'impasse che imprigiona il Labour e che ha spinto il vice di Jeremy Corbyn, Tom Watson, a riconoscere che «il partito laburista è impigliato in una crisi capace di minacciarne l'esistenza stessa». Scenario da scissione, appunto, come già avvenne negli anni Ottanta con la cosiddetta banda dei quattro quando da una costola del Labour nacque il partito socialdemocratico, oggi LibDem. Sono questi ultimi gli unici a trarre una boccata di ossigeno dallo tsunami Brexit. Da sempre europeisti i LibDem, ridotti ai minimi termini nelle elezioni del 2015, stanno moltiplicando il sostegno popolare, con migliaia di richieste di iscrizione al solo partito eurofilo e che, anche per questo, sembrava destinato a soccombere.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'ANALISI

Adriana Cerretelli

Se l'Europa si ricompatta di fronte a Brexit

► Continua da pagina 1

È stato invece un salutare bagno di realtà. Non avveniva da decenni in un consesso europeo.

Ci voleva la storica secessione della Gran Bretagna con un voto libero e democratico e il terrore dell'effetto domino, in un'Unione dove da anni euroscetticismi e nazionalismi crescono tra l'apatia dei Governi, per dare la sveglia ai leader Ue e spingerli a correre ai ripari. Provando, prima che a ricucire la tela strappata da Brexit, a riflettere su come riparare il tessuto liso del consenso popolare in fuga quasi dovunque.

Sfida complessa per l'inevitabile cacofonia tra sensibilità, culture, interessi, obiettivi, pesi specifici e ambizioni estremamente diversi. Per questo il vertice dei 27 è stato una sorta di seduta di autocoscienza collettiva. Fattuale. In attesa del prossimo che si terrà a Bratislava a fine settembre.

Niente catarsi miracolose. Le divergenze restano tutte, insieme alla confusione delle idee sul futuro da reinventare, ancora non si sa bene con chi e come. Ma lo shock inglese è almeno riuscito a ricompattare l'Europa sul presente, sulla risposta da dare allo strappo che segna una svolta epocale nella storia continentale e mondiale.

I 27 ieri hanno lanciato a Londra un messaggio duro e univoco: niente negoziati, formali o informali, prima della notifica a Bruxelles del risultato del referendum e parallela attivazione dell'art. 50 del Trattato che avvia procedura e negoziati per il recesso della Gran Bretagna dall'Ue nel giro di due anni. E niente accesso su misura al mercato unico: prenderlo o lasciarlo in blocco con tutte le sue 4 libertà di movimento di capitali, prodotti, servizi e persone. Nessuna eccezione che limiti la libera circolazione dei lavoratori Ue.

Se si vogliono mantenere a Londra gli attuali privilegi europei della City, la gestione delle operazioni di clearing denominate in euro, l'Autorità bancaria europea (Eba) e l'Agenzia per i Farmaci (Ema) non si possono al contempo bloccare o limitare i flussi dei lavoratori polacchi. Diritti e doveri, onori ed oneri formano un pacchetto unico e

indivisibile.

Decaduto con il voto per Brexit l'accordo di febbraio con il quale l'Ue aveva fatto concessioni, anche su punti sensibili della propria identità e del mercato unico, nella speranza di evitarlo, il prossimo negoziato sul divorzio ricomincerà da zero, senza regali di sorta, guidato dalla preminente difesa degli interessi europei.

Dunque niente favoritismi ma un modello di partnership variabile tra i precedenti di Svizzera, Norvegia o Canada, cioè accordi più o meno larghi e favorevoli ma tutti privi del diritto di co-decisione su regole e leggi comunitarie. Un modello di rapporto con l'Europa che quindi, paradossalmente, avrà l'effetto contrario a quello promesso dai fautori del divorzio: in nome dell'agognato recupero di sovranità nazionale, non si aumenta ma si perde del tutto quella europea. Il prossimo inquilino del n.10 di Downing Street ieri è stato avvisato.

Nel bagno di realtà dell'Europa, costretta a fare i conti con la perdita del 15% del suo Pil, del 20% del suo peso diplomatico e del 40% di quello militare, finisce dunque per doversi immergere, senza più illusioni, anche la Gran Bretagna che se ne va e scopre così di dover pagare un prezzo carissimo per la secessione: l'ultima cena di David Cameron a Bruxelles ha avuto un sapore decisamente amaro.

L'America di Barack Obama non cessa di invitare tutti a decongestionare l'atmosfera, preme per un divorzio ordinato e civile, privo di veleni e vendette. Più di una deliberata volontà punitiva, è però il tasso di interdependenza accumulato in un matrimonio durato oltre 40 anni, l'abitudine a laute rendite di posizione cui è difficile rinunciare, a creare tensioni e nodi molto difficili da districare.

Senza contare che i margini di generosità europea sono obiettivamente ristretti dall'urgenza di fermare i populismi con inequivocabili segnali che smentiscano i vantaggi delle scelte separatiste: nei fatti, non nelle parole.

Con la politica del muso duro senza cedimenti, d'altra parte, si punta a complicare la vita ai paladini di Brexit mettendoli sulla difensiva: costringendoli a provare in concreto che i decantati vantaggi della rottura non sono immaginari. O che la disintegrazione del Regno Unito, con la dipartita della Scozia e forse di altri, non ci sarà. La segreta speranza europea è spuntare le armi degli euroscettici preparando la rivincita «postuma» del Remain attraverso la legittimazione democratica con nuove elezioni. Fantapolitica? Chissà.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Stati Uniti, Messico e Canada



«Rilanciare il commercio mondiale»

Contro le crescenti tendenze protezionistiche i leader di Stati Uniti, Messico e Canada (nella foto Enrique Peña Nieto, Justin Trudeau e Barack Obama) hanno lanciato un appello da Ottawa per rilanciare il libero scambio a livello globale. I tre Paesi fanno parte del Nafta, l'area di libero scambio in vigore dal 1994

Shock Brexit

LA FUGA DELLE IMPRESE



Anche easyJet pensa a spostarsi

La compagnia aerea low cost sta valutando il trasferimento della base operativa dall'aeroporto inglese di Luton a un Paese dell'Ue

Vodafone pronta a lasciare Londra

Il gruppo: «La maggioranza dei nostri 462 milioni di clienti sono fuori dal Regno Unito»

Leonardo Maisano

LONDRA. Dal nostro corrispondente

Il comunicato è scolpito nella cautela e non poteva essere diversamente nel mezzo della crisi innescata da Brexit che non vede luce. Vodafone lascia Londra? È una prospettiva più che un'ipotesi, conseguenza diretta del caos creato dal voto britannico sull'Unione europea e l'incertezza che ha generato nel mondo del business, paralizzato dall'attesa di scelte che la politica stenta ad adottare. In un comunicato il gigante delle telecomunicazioni, di fatto, non esclude l'opzione zero, ovvero il trasferimento del quartier generale da Newbury in un altro Paese dell'Unione. «La membership britannica dell'Ue – si

BYE BYE

Se davvero la frattura fra Gran Bretagna e Ue sarà confermata il business della società di tlc se ne andrà oltre la Manica

legge nella nota diffusa dal gruppo guidato da Vittorio Colao - è stata un fattore importante nella crescita di un gruppo come Vodafone. La libera circolazione di cittadini, beni, capitali sono parte integrante delle operazioni di qualsiasi business pan europeo. La partecipazione al nascente mercato unico digitale rappresenta una grande opportunità per il Regno Unito, una delle potenze mondiali del digitale. È tuttavia ancora poco chiaro - continua il documento - che cosa rimarrà di questi elementi positivi una volta completato il processo di uscita dall'Ue (...). Non è pertanto possibile giungere a una conclusione sul destino del quartiere generale del gruppo. Continueremo a valutare la situazione e continueremo ad adottare decisioni nell'interesse di clienti,

azionisti, dipendenti».

Parole che non dicono esplicitamente, ma sottintendono con sufficiente chiarezza che la collocazione fisica dell'headquarter dipenderà da un negoziato inchiodato fra la spinta di Londra e la fermezza dell'Unione nel volere mantenere unito il pacchetto del single market. D'altra parte la stessa Vodafone ha sottolineato l'importanza della libera circolazione delle persone come elemento che ha fatto fiorire il business. Considerazione inevitabile alla luce della realtà di Vodafone gruppo di tlc con la telefonia mobile al centro e una realtà assolutamente diversificata. «Da una prospettiva di gruppo - spiega il documento - è importante notare che la grande maggioranza dei 462 milioni di clienti, 108 mila dipendenti e 15 mila fornitori sono basati fuori dal Regno Unito». Il 55% dell'ebitda è generato dall'Europa senza considerare il Regno Unito che crea una quota dell'11 per cento. Britannici per nascita, europei di passaporto, dunque. E anche per questo Vodafone ha deciso di potenziare la presenza a Bruxelles con l'obiettivo di «garantire che il consistente business del Gruppo con l'Unione europea continui ad essere rappresentato in modo adeguato».

La storia di Vodafone è in realtà quella di molte altre imprese (vedi articolo sotto) che si muovono nel buio di un'incertezza assoluta. Quello che appare sicuro è che, se davvero la frattura sul mercato interno fra Unione europea e Gran Bretagna si confermerà radicale, il business se ne andrà oltre la Manica. Per la semplice ragione che Londra, contro ogni aspettativa, cesserebbe di essere l'hub europeo che è ancora oggi, trasformandosi in «fortress Britain», incapace di garantire sviluppo e crescita accettabili.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le grandi banche a Londra

Numero occupati nelle banche d'investimento internazionali

| | | |
|---|-------------------------------|-------|
| 1 | BNP Paribas | 2.500 |
| 2 | Goldman Sachs | 5.500 |
| 3 | Bank of America Merrill Lynch | 4.500 |
| 4 | Nomura | 2.600 |
| 5 | UniCredit | 800 |
| 6 | Deutsche Bank | 7.000 |
| 7 | Ubs | 4.000 |
| 8 | Rbs | 2.000 |



| | | |
|----|------------------|-------|
| 9 | Société Générale | 2.800 |
| 10 | Credit Suisse | 5.000 |
| 11 | Barclays | 8.000 |
| 12 | Hsbc | 5.000 |
| 13 | Morgan Stanley | 5.000 |
| 14 | JPMorgan | 8.000 |
| 15 | Citi | 7.000 |

Fonte: stime Financial Times

Analisi. Se il voto significherà addio al mercato interno si profila una lunga fila al checkout dalla Gran Bretagna

Il conto presentato dall'industria

Leonardo Maisano

LONDRA. Dal nostro corrispondente

L'altolà di Vodafone è in linea con tutti i segnali che si levano dal mondo delle imprese. In linea con i timori espressi dalla Cbi, la Confindustria britannica, da capitani d'industria ad alto tasso simbolico come Richard Branson, dalle banche internazionali, le più esplicite, fino ad ora, nel cercare la via d'uscita dal Regno. La reazione a

Brexit che va in scena in queste ore non poteva essere più netta, più chiara, più preoccupante per il futuro dell'economia britannica.

L'Armageddon da tanti temuto, prende forma con un lunga fila al checkout del Regno Unito se il voto significherà addio al mercato interno. La mano che gioca Londra è l'azzardo di sempre: pretende di condividere i benefici del single market senza i guai della libera circolazione dei lavorato-

ri. Oneri politici non economici perché il saldo netto dell'immigrazione in Gran Bretagna è positivo, assicurando 25 miliardi di sterline all'erario.

Il danno potenziale di un'esclusione totale dal mercato interno è, per converso, un multiplo non calcolabile solo in sterline gettate al vento.

Quanto vale l'addio di un modello dell'imprenditorialità britannica come Vodafone? Che prezzo ha la smobilitazione dell'industria automobili-

stica o, peggio ancora, un ridimensionamento massiccio di quella finanziaria? Prezzo in posti di lavoro, revenue fiscali, crescita e sviluppo, credibilità.

La prospettiva è l'impoverimento come ha riconosciuto anche il Cancelliere George Osborne, molto oltre le previsioni che sono un patchwork di ipotesi incapaci, crediamo, di affermare il senso vero della flagellazione che Londra ha inflitto a se stessa.

Ieri le previsioni hanno cominciato a prendere forma con il warning tanto garbato quanto inequivoco di Vodafone.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Esodo aziende. Oltre 250 istituti stranieri a Londra

Per le banche in Uk meno 100 mila posti

Nicol Degli Innocenti

LONDRA

Non è ancora fuga dalla City, ma post-Brexit le grandi banche internazionali stanno prendendo in considerazione un ritiro parziale dalla capitale britannica. Nessuno prenderà decisioni affrettate, ma i «piani di uscita» sono pronti e saranno messi in atto quando ci sarà chiarezza sull'accordo definitivo tra Londra e Bruxelles.

Oltre 250 banche straniere hanno sede a Londra, che oggi è l'indiscussa capitale finanziaria d'Europa. Secondo The City UK, l'ente che rappresenta il settore finanziario, nella peggiore delle ipotesi Brexit potrebbe portare a un loro esodo con la perdita di centomila posti di lavoro. Il rischio principale è la perdita del «passaporto», il diritto per le banche con sede in Gran Bretagna a operare in qualsiasi Paese europeo senza dovere aprire una filiale in loco e capitalizzarla.

Senza passaporto, ha detto Richard Gnodde, co-responsabile della divisione investment banking di Goldman Sachs, «dovremo ricalibrare la nostra presenza e quella dei nostri dipendenti», che sono 6.500 in Gran Bretagna. JPMorgan ha avvertito che potrebbe dover spostare un quarto dei 10 mila dipendenti in un Paese Ue. Hsbc potrebbe trasferire un migliaio di dipendenti, così come Morgan Stanley. «Non inizieremo a trasferire personale fino a quando non ci sarà chiarezza su cosa possiamo fare dalla Gran Bretagna», ha precisato Daniel Pinto, responsabile della divisione invest-

ment banking di JPMorgan. Anche Jonathan Lewis, capo di Nomura International, ha detto di attendere certezze prima di prendere decisioni.

Secondo l'agenzia di rating Fitch, le banche Usa «inizieranno a mettere in atto strategicamente i loro piani di emergenza subito, invece di aspettare che gli accordi commerciali e sui servizi siano finalizzati». Fitch prevede che Amsterdam e Dublino, dove si parla inglese, siano destinazioni più probabili di Francoforte o Parigi.

In questo clima di incertezza il ministro del Business Sajid Javid ha voluto incontrare i rappresentanti delle maggiori imprese per rassicurarli che, in qualche modo, la Gran Bretagna resterà nel mercato unico. Il rischio di fuga non riguarda solo le banche. Visa, secondo voci, starebbe organizzando il trasferimento del suo centro dati e di centinaia di posti di lavoro in un Paese Ue. La compagnia aerea EasyJet sta prendendo in considerazione misure di emergenza, compreso il trasferimento della base operativa dall'aeroporto inglese di Luton, ha detto ieri la Ceo Carolyn McCall. La società tedesca Siemens ha congelato i progetti di investimento.

In compenso, il ministro Javid ha sottolineato che il colosso cinese Huawei ha confermato l'intenzione di procedere con un investimento da 1,3 miliardi di sterline in Gran Bretagna. Anche il Fosun Group, la maggiore società privata cinese, continuerà a fare affari qui.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Mimmo Jodice per Ravello Festival



VENERDÌ 1 LUGLIO
BELVEDERE DI VILLA RUFOLO,
ORE 20.00
ORCHESTRA GIOVANILE ITALIANA
Direttore **Juraj Valčiha**
Musiche di Wagner, Strauss, Prokofiev, Ravel



SABATO 2 LUGLIO
BELVEDERE DI VILLA RUFOLO,
ORE 20.00
ORCHESTRA FILARMONICA DI SAN PIETROBURGO
Direttore **Yuri Temirkanov**
Violinista **Leticia Moreno**
Musiche di Tchaikovsky



DOMENICA 3 LUGLIO
BELVEDERE DI VILLA RUFOLO,
ORE 21.00
ORCHESTRA FILARMONICA DI SAN PIETROBURGO
Direttore **Yuri Temirkanov**
Pianista **Roustem Saitkoulouf**
Musiche di Khachaturian, Rachmaninoff, Rimski-Korsakov

#ravellofestival2016 | box office 089 858422 | scopri il programma completo su www.ravellofestival.com



Vodafone, ipotesi-Brexit. Un punto vendita del gruppo a Londra

L'ANALISI

Paolo Bricco

Se la «iattura» di Brexit diventa un'occasione per il sistema-Italia

Fare terziario avanzato? Siamo capaci. Fare manifattura? Siamo molto capaci. Smettiamo di realizzare policy per l'attrazione degli investimenti esteri disarticolate e tendenti alla polverizzazione. Concentriamo le risorse e discutiamo direttamente con le imprese oggi situate in Inghilterra che ci interessano, mettendo sul piatto più strutture materiali e immateriali possibili e tutti i soldi e tutte le facilitazioni di cui siamo capaci. Facciamolo con una accorta regia nazionale, che eviti la iattura della concorrenza cannibalizzante fra le Regioni. Non agitiamoci: selezioniamo gli obiettivi. Pochi e strategici, da corteggiare con astuzia e determinazione. A quel punto, Brexit potrebbe diventare un grosso business - è il caso di usare proprio questo vocabolo - per l'Italia. Iniziamo dal terziario avanzato. La metà degli anni Novanta è stato il periodo aureo della Omnitel generata da una costola della Olivetti debenedettiana: allora l'Italia ha avuto la leadership europea dell'innovazione nei servizi telefonici. Negli anni successivi, quando con diversi passaggi la Omnitel è confluita in Vodafone, la consociata - anzi, la subsidiary - italiana è risultata per lungo tempo la più redditizia e la meglio organizzata della multinazionale inglese. La quale, peraltro, è guidata dal 2008 dall'italiano Vittorio Colao, formatosi ai massimi livelli proprio nella avventura di Omnitel. Dunque, non sarebbe irragionevole una apertura di dialogo, da parte delle nostre autorità, con una Vodafone impegnata in una riflessione, nel caso in cui l'identità giuridica e strategica inglese della sua parent company diventasse un problema. In Italia, si trovano non pochi poli della telecomunicazione: in Piemonte, in Lombardia, nel Lazio. Punto secondo: la manifattura. Con Brexit, la rinascita industriale della Gran Bretagna rischia di diventare un meccano formato da pezzi disgiunti e, dunque, trasportabili da una parte all'altra. Prendiamo l'automotive industry, uno degli

elementi essenziali della ricostruzione negli ultimi quindici anni di un tessuto produttivo vivace e articolato, dopo la deindustrializzazione dell'epoca thatcheriana, quando l'Inghilterra abbracciò sia sotto il profilo politico-ideologico sia nella specializzazione produttiva la finanziaria e il liberismo. In Inghilterra quindici costruttori hanno fabbricato, nel 2015, 1,6 milioni di automobili. E' un settore che dà lavoro a 800 mila addetti. Ci sono i produttori tedeschi, che in caso di disallineamenti fiscali o minori convenienze nelle partite e nei flussi economici infragruppo senz'altro considereranno l'ipotesi di un re-shoring o di una delocalizzazione nell'Est Europa. Ma ci sono anche i produttori asiatici: guidati da Toyota, hanno investito in Inghilterra poco meno di 60 miliardi di dollari. In questo caso, il discorso si fa molto interessante. La dorsale padana è tutta lì: Piemonte, Lombardia e Veneto. Più la Via Emilia della Ferrari Valley. Il sistema industriale italiano - la componentistica ma anche la sistemistica, il design ma anche la meccatronica - ha tutto per accogliere nella sua placenta tecnoproductiva gli stabilimenti e i centri di ricerca di queste case automobilistiche. Una linea produttiva dell'auto non è una acciaieria. Smontarla e rimontarla ha un costo. Ma si può fare. A questo punto, però, per l'automotive industry come per altre specializzazioni italiane, la calamita sulle multinazionali e sulle imprese oggi situate in Inghilterra sarà tanto più efficace quanto più elevata risulterà la qualità dell'offerta imbastita dal nostro Paese. Non pensiamo al cattivo profilo reputazionale che ci circonda nel fare impresa. Proviamo ad azzerarlo e a ripartire. Serve un coordinamento nazionale, in grado di condividere con tutte le Regioni obiettivi e mezzi, definendo chi fa che cosa. Quindi, occorre identificare i casi precisi su cui focalizzare le energie. Procedere a caccio sarebbe sbagliato. Infine, bisogna trovare le risorse finanziarie da fare precipitare su progetti chiari e circostanziati e occorre definire sgravi fiscali che rendano conveniente la scelta di venire in Italy. Brexit è una vera iattura. Brexit può diventare una occasione unica. Proviamoci.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



VOLVO V90

NATURALMENTE DIVERSA

MADE BY SWEDEN



UN'ANTEPRIMA MONDIALE PER LA NUOVA VOLVO V90.

Pensare alle auto in modo diverso. È quello che facciamo dal 1927, costruendo auto più sicure, più semplici da guidare con un impatto ambientale sempre più basso. Oggi nasce Volvo V90, una Volvo completamente nuova, nella quale abbiamo dato massima espressione di tecnologia, design e sicurezza, per offrire un'esperienza di guida unica e indimenticabile. Con la Nuova Volvo V90 entriamo in una nuova era. Senza dimenticarci da dove veniamo.



Guarda il film **EPILOGUE**
con Zlatan Ibrahimović
su volvocars.it e scopri
di più su Volvo V90

Volvo V90. Valori massimi nel ciclo combinato: consumo 7,4 l/100km. Emissioni CO₂ 169 g/km.

Decreto banche

RATING 24



Le misure

Rimborsi automatici agli investitori con patrimoni sotto i 100mila euro

Garanzie sui crediti più ampie con patto marciano e pegno non possessorio

Indennizzi e recupero crediti, via libera al Dl banche

Ieri l'approvazione definitiva alla Camera - Accelera la definizione delle regole attuative sugli arbitrati

Giovanni Negri
Gianni Trovati

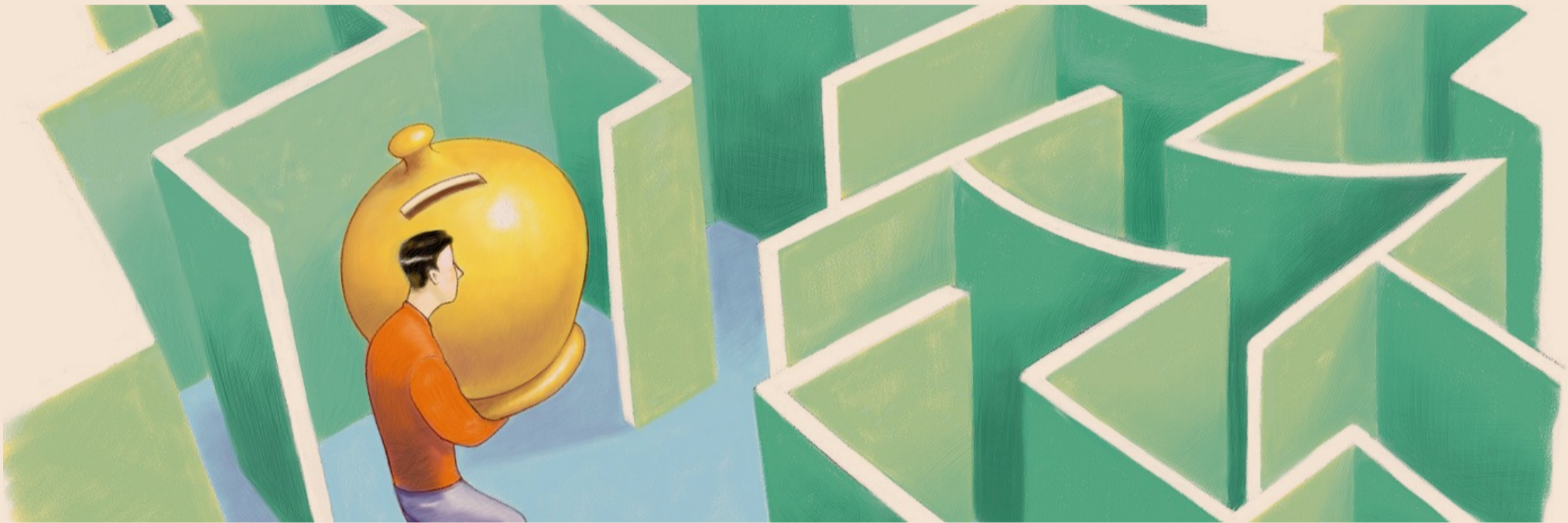
Mentre arriva alla Camera il via libera definitivo alla conversione in legge del decreto banche (287 voti a favore, 173 contrari e tre astenuti) accelerano i provvedimenti attuativi chiamati a completare l'architettura delle regole, a partire dal decreto di Palazzo Chigi, atteso a breve in consiglio dei ministri, che deve definire la nomina degli arbitri per i risparmiatori che non rientrano nei parametri per gli indennizzi «automatici» o che non optano per quella via nel tentativo di spuntare un rimborso più alto.

Il testo giunto ieri al via libera definitivo a Montecitorio divide infatti in due la platea dei titolari di obbligazioni subordinate delle quattro banche fallite (Banca Marche, Banca Etruria, Carife e Carichi) in vista dei rimborsi. Il primo gruppo è quello destinatario appunto dei rimborsi automatici, pari all'80% del valore dei titoli acquistati prima del 12 giugno 2014 e poi evaporati per l'impatto delle nuove regole del bail-in sugli istituti di credito incappati nel fallimento: per rientrare in questo meccanismo, però, occorre avere un reddito inferiore ai 35mila euro e un patrimonio mobiliare che non arriva a 100mila euro. Dall'entrata in vigore della legge di conversione, gli interessati avranno quattro mesi di tempo per presentare la domanda. Gli altri investitori si vedono invece prospettare la via dell'arbitrato, che però è percorribile anche da chi rientra nei criteri per accedere al primo gruppo. Anche questi investitori potrebbero decidere di rivolgersi agli arbitri nel tentativo di ottenere un rimborso che superi la soglia automatica dell'80%, ma nella scelta bisogna tenere conto di tre considerazioni: la scelta per l'arbitrato esclude l'indennizzo automatico, l'esito non è ovviamente predeterminato e quindi può attestarsi anche a valori più bassi, e per avere successo occorre dimostrare che la banca, quando ha venduto i titoli "incriminati", ha violato gli obblighi di informazione, diligenza, correttezza e trasparenza imposti dal testo unico della finanza.

Il meccanismo degli arbitrati nasce con la manovra 2016, all'indomani delle procedure di risoluzione delle quattro banche avviata il 22 novembre scorso e quindi molti mesi prima del provvedimento convertito ieri in legge, e affidava ai provvedimenti attuativi anche una serie di compiti sulla definizione dei rimborsi che, per quel che riguarda gli indennizzi automatici, sono stati poi anticipati dal decreto. Restano però, in particolare in capo al Dpcm, compiti importanti a partire dalla nomina degli arbitri e delle modalità di cooperazione fra l'Autorità anticorruzione guidata da Raffaele Cantone, a cui il governo ha affidato il compito, e gli altri organismi del settore.

Nel testo approvato definitivamente ieri trova posto anche un pacchetto di misure per ampliare le garanzie sui crediti e favorire l'escussione a vantaggio soprattutto dei creditori finanziari. Tre i cardini: l'introduzione del patto marciano, il debutto del pegno non possessorio, un mix di misure acceleratorie per le procedure esecutive. Imbarcate alla fine, tra le modifiche in sede di conversione, l'allargamento del perimetro del pegno non possessorio, che potrà riguardare anche i crediti concessi a terzi e i beni immateriali destinati all'esercizio dell'impresa (per esempio, i brevetti).

I professionisti interessati a entrare nel circuito delle vendite dei beni pignorati dovranno poi entrare a fare parte di un elenco istituito in ogni tribunale.



Tutte le misure

INDENNIZZI AUTOMATICI

Rimborso all'80% con reddito fino a 35mila euro

L'accesso diretto al Fondo di solidarietà per ottenere l'indennizzo forfettario, da parte dei sottoscrittori di obbligazioni subordinate delle quattro banche entrate in risoluzione lo scorso mese di novembre, scatta per i risparmiatori con patrimonio mobiliare inferiore a 100.000 euro o con un reddito lordo ai fini Irpef 2015 inferiore a 35.000 euro. Il rimborso vale fino all'80% dell'investimento effettuato entro il 12 giugno 2014 a patto che il risparmiatore abbia mantenuto la posizione fino alla data della risoluzione delle banche in liquidazione. La presentazione dell'istanza di indennizzo forfettario preclude la possibilità di esperire la procedura arbitrale. Il patrimonio mobiliare è determinato secondo i criteri previsti dal decreto ministeriale (del Lavoro) che definisce il modello tipo di dichiarazione sostitutiva unica (Dsu) da compilare ai fini Isee. L'istanza per ottenere l'indennizzo forfettario deve essere presentata, a pena di decadenza, entro sei mesi dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto. Tutta la documentazione necessaria deve essere fornita dalla banca in liquidazione al risparmiatore entro 15 giorni.



CREDITI DI IMPRESA

Società di capitale per cedere gli asset

Sulla cessione dei crediti di impresa cambiano le caratteristiche necessarie per individuare i cessionari. Viene infatti rivista la disciplina fissata dalla legge numero 52 del 21 febbraio 1991. L'articolo 1, comma 1, lettera c) di tale legge stabiliva che l'cessionario dovesse essere una banca o un intermediario finanziario disciplinato dal Testo unico in materia bancaria e creditizia (Tub), il cui oggetto sociale preveda l'esercizio dell'attività di acquisto di crediti d'impresa; in alternativa il cessionario poteva essere un soggetto, costituito in forma societaria, che svolge l'attività di acquisto di crediti da soggetti del proprio gruppo che non fossero intermediari finanziari. La conversione in legge del Dl banche modifica l'ultima parte della lettera c): invece di un soggetto costituito in forma societaria, l'attività di cessione dei crediti di impresa potrà essere svolta da un soggetto, costituito in forma di società di capitali, che svolge l'attività di acquisto di crediti, vantati nei confronti di terzi, da soggetti del gruppo di appartenenza che non siano intermediari finanziari oppure di crediti vantati da terzi nei confronti di soggetti del gruppo di appartenenza, ferme restando le riserve di attività previste ai sensi del Tub.



CONCILIAZIONE

Arbitrato Anac per chi è fuori dai parametri

Chi decide di ricorrere all'arbitrato davanti ai collegi organizzati dall'Anac (l'Autorità nazionale anticorruzione) dovrà rinunciare per sempre alla strada dell'indennizzo forfettario. Con il ricorso all'arbitrato si può puntare a un rimborso del 100% e non solo dell'80% come per gli indennizzi forfettari. L'investitore che ricorre all'arbitrato dovrà poter dimostrare la violazione degli obblighi di informazione, diligenza, correttezza e trasparenza fissati dal Testo unico della finanza nei servizi e nelle attività di investimento all'atto della sottoscrizione. L'accesso all'arbitrato gestito dall'Anac vale anche per chi ha acquistato i bond subordinati delle quattro banche entrate in risoluzione il 22 novembre scorso (Popolare Etruria, Banca Marche, Carife e CariChieti) dopo il 12 giugno 2014. I collegi arbitrali che saranno messi in campo dalla Camera arbitrale dell'Anac dovranno tra l'altro tenere conto di una serie di elementi tra i quali l'attribuzione da parte della banca agli strumenti finanziari di propria emissione, o emessi dal gruppo di appartenenza, di una classe di rischio o di complessità inferiore rispetto a quella attribuita ad un analogo prodotto emesso da un soggetto terzo, non giustificata da criteri oggettivi.



PATTO MARCIANO

Garanzia estesa anche agli immobili

Con l'obiettivo di offrire un nuovo strumento di garanzia per i finanziamenti alle imprese, il "patto marciano" (cioè il contratto con cui creditore e debitore si accordano in modo che, in caso di inadempimento, il creditore acquisisce un bene di proprietà del debitore, con l'obbligo di versargli la differenza tra importo del credito e valore) si estende ai beni immobili, residenza esclusa. In caso di inadempimento il creditore può attivare la procedura per rivalersi sul diritto immobiliare posto a garanzia, notificando al debitore o al titolare del diritto reale immobiliare la volontà di avvalersi degli effetti del patto di trasferimento, chiedendo al presidente del tribunale del luogo dove si trova l'immobile la nomina di un perito per la stima del diritto immobiliare reale oggetto del patto. Ai fini del concorso tra i creditori, il patto a scopo di garanzia è equiparato all'ipoteca. L'inadempimento si verifica a seguito di un mancato pagamento superiore a 9 mesi dalla scadenza di almeno tre rate, anche non consecutive, in caso di rate mensili, o di una sola rata, in caso di rate superiori al mese. Se non sono previste rate mensili il mancato pagamento deve durare più di 9 mesi dalla scadenza del rimborso previsto nel finanziamento.



PEGNO NON POSSESSORIO

Creditore garantito, ma il bene resta al debitore

È introdotta una nuova forma a tutela dei finanziamenti. Si tratta di una garanzia del credito in cui il debitore - diversamente che nel pegno (possessorio) - non si spossa il bene mobile che ne è oggetto; la mancata disponibilità del bene da parte del creditore garantito è compensata da adeguate forme di pubblicità che consistono nell'iscrizione della garanzia in un apposito registro informatizzato. Gli imprenditori iscritti nel registro delle imprese possono così garantire i crediti che gli vengono concessi per l'esercizio dell'impresa costituendo un pegno non possessorio. Possono essere garantiti anche i crediti concessi a terzi. I crediti garantiti potranno essere presenti o futuri, determinati o determinabili, fatta salva la necessaria indicazione dell'ammontare massimo garantito. Il debitore che costituisce il pegno non possessorio - salvo diversi accordi con il creditore - potrà continuare ad avere la disponibilità del bene mobile dato in pegno, utilizzandolo anche nell'esercizio della sua attività, senza tuttavia alterarne la destinazione economica. La riscossione del credito oggetto della garanzia può avvenire attraverso varie modalità, che vanno dalla vendita all'appropriazione, passando per l'escussione dei crediti.



REGISTRO PROFESSIONISTI

In ogni tribunale un elenco ad hoc

In ogni tribunale italiano dovrà essere istituito un elenco dei professionisti ammessi alla vendita di beni pignorati; e per accedervi i professionisti dovranno avere assolto gli obblighi di prima formazione, come stabiliti con un decreto, di natura non regolamentare, del ministro della Giustizia, che dovrà essere adottato entro 60 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del decreto legge approvata definitivamente ieri. Gli obblighi di formazione saranno soggetti a verifica e verranno controllati anche contenuto e modalità di presentazione delle domande. È prevista inoltre l'istituzione presso le Corti di appello di un'apposita commissione che provvederà alla tenuta dell'elenco, all'esercizio della vigilanza sugli iscritti, alla valutazione delle domande di iscrizione e all'adozione dei provvedimenti di cancellazione dall'elenco. L'incarico di componente della commissione avrà durata triennale, potrà essere rinnovato una sola volta e non darà diritto a indennità o retribuzioni. La Scuola superiore della magistratura dovrà elaborare le linee guida generali per la definizione dei programmi dei corsi di formazione e di aggiornamento.



DTA E CREDITO D'IMPOSTA

Entro luglio il termine per applicazione Dta

Il Governo pone le condizioni per superare i rilievi della Commissione europea sulla compatibilità delle trasformazioni in crediti d'imposta delle Dta - Deferred tax assets (imposte differite attive o attività per imposte anticipate) - con la disciplina degli aiuti di Stato. Il Governo ha dovuto prendere atto che la trasformazione in credito d'imposta delle Dta qualificate, se a queste non corrisponde un effettivo pagamento anticipato di imposte (cosiddetta Dta "di tipo 2"), sia subordinata al pagamento di un canone. Per questo il decreto prevede che le imprese che possono trasformare le Dta in crediti d'imposta (Dl 225/2010) possono scegliere, con riferimento alle attività per imposte anticipate non effettivamente versate, di mantenere l'applicazione della relativa disciplina con il versamento di un canone. L'esercizio dell'opzione si considera effettuato al momento del primo versamento del canone. Il termine è spostato dal 4 giugno al 31 luglio 2016 (per le somme dovute per l'esercizio 2015). L'opzione è irrevocabile e comporta l'obbligo del pagamento del canone annuo fino all'esercizio in corso al 31 dicembre 2020. Il canone è calcolato annualmente applicando l'aliquota dell'1,5% alla differenza tra l'ammontare delle attività per imposte anticipate e le imposte versate.



ISTITUTI DI CREDITO

Per gli esuberanti bancari «scivoli» fino a 7 anni

Si estende l'ammortizzatore per il personale del credito in esubero. La conversione del Dl banche introduce infatti una deroga, per gli anni 2016 e 2017, sui requisiti di anzianità per l'accesso all'assegno straordinario per il sostegno al reddito, riconosciuto nel quadro dei processi di agevolazione all'esodo. La norma generale, relativa ai fondi di solidarietà bilaterali, limita la possibilità di applicazione di tale istituto - eventualmente contemplato in un fondo - ai dipendenti che raggiungano i requisiti previsti per il pensionamento di vecchiaia o anticipato nei successivi cinque anni. La deroga temporanea in oggetto amplia il limite massimo da cinque a sette anni. Viene esplicitamente fatto salvo il principio posto dalla disciplina generale, in base al quale per l'assegno straordinario è dovuto, da parte del datore di lavoro, un contributo di importo corrispondente al fabbisogno di copertura dell'assegno erogabile e della contribuzione previdenziale correlata. L'applicazione della deroga temporanea è subordinata all'emanazione del regolamento di adeguamento del Fondo di solidarietà per i dipendenti del credito; si prevede che tale regolamento sia emanato con decreto del ministro del Lavoro e delle politiche sociali, di concerto con il ministro dell'Economia e delle finanze, entro 30 giorni dall'entrata in vigore della legge di conversione.



L'ANALISI

Giovanni Negri

Nei fallimenti rischiano i creditori commerciali

Tra misure d'emergenza e interventi strutturali il nuovo decreto legge sulle banche arriva alla conversione in legge bordeggiando tra due necessità. Quella di fare fronte al rimborso degli obbligazionisti dei quattro istituti di credito finiti in default (Banca Marche, Carichi, Carife e Banca Etruria) e quella di mettere nelle mani delle banche strumenti più incisivi per la riscossione dei crediti. Sul primo versante, la disciplina deve essere ancora completata dalle misure sugli arbitrati, date ormai di imminente presentazione al Consiglio dei ministri, ma intanto i criteri messi in campo per gli interventi a regime dovrebbero permettere una buona copertura della platea degli interessati.

Discorso diverso per le misure più ambiziose che dovrebbero consentire una riduzione dei tempi di escussione delle garanzie dei creditori finanziari. In attesa di una riforma strutturale dell'intera Legge fallimentare (di là da venire, visto che alla Camera solo da pochi giorni sono iniziate le audizioni sulla delega Rordorf) con la riscrittura complessiva della disciplina dell'insolvenza, il decreto legge, convertito ieri, sceglie, verrebbe da dire ancora una volta, di puntare su alcune misure tampone, sia pure significative.

Esordio dunque per il patto marciano e il pegno non possessorio. Con il primo a rafforzare il vantaggio delle garanzie a disposizione delle banche e il secondo a permettere, anche, una maggiore circolazione dei finanziamenti. A "condire" il piatto, un pacchetto di misure sulle procedure esecutive in funzione soprattutto di taglio dei tempi.

Interventi decisivi? Sarebbe azzardato affermarlo. Anche se al Governo c'è chi ritiene che dai 40 mesi oggi necessari per le esecuzioni immobiliari si potrebbe passare a non più di 7 o 8. Favorendo in questo modo, sia pure in maniera indiretta, la formazione di un mercato dei non performing loans più strutturato. Va tenuto presente infatti un elemento di assoluto rilievo, la generale non retroattività delle misure introdotte. Che, in larga parte almeno, non potranno essere applicate all'imponente stock di 200 miliardi di crediti deteriorati e ai poco meno di 90 miliardi di sofferenze.

E comunque un giudizio compiuto deve anche tenere conto di un elemento forse ovvio, ma da non dimenticare. Che attiene a ogni scelta nel complesso campo della tutela del credito. E cioè che il "gioco" non è a somma zero: il rafforzamento degli strumenti a disposizione dei creditori finanziari, leggendoli le banche, ha come contrappeso l'indebolirsi delle tutele per quelli commerciali, leggendoli i fornitori. Trattandosi di imprese in difficoltà, la possibilità del fallimento non è poi del tutto remota. E a quel punto, al netto del pacchetto di garanzie frutto anche del decreto legge, a disposizione dei creditori rimasti resterebbe veramente poco o nulla.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



CRISTALLO HOTEL SPA & GOLF - CORTINA
1.200 METRI SUL LIVELLO DELL'OSPITALITÀ.
LA MERAVIGLIA DI UN'ESTATE NELL'ASSOLUTO RELAX.

Che gli Italiani siano il popolo con l'ospitalità nel cuore è risaputo. Ma c'è un luogo, sotto il cielo di Cortina, che porta questo valore al top e dona alle maestose cime delle Dolomiti e alla natura più incontaminata un aspetto accogliente e al tempo stesso esclusivo. È il Cristallo Hotel Spa & Golf, un Cinque Stelle Lusso unico nel suo genere. Qui, circondati dal comfort e dalla privacy, potrete scoprire il benessere della Spa e delle suite, vivere il prestigio del Golf Club e immergervi in indimenticabili attività. Perché questo è ciò che troverete al Cristallo Hotel Spa & Golf: il più alto livello di ospitalità d'Italia.

CRISTALLO
HOTEL SPA & GOLF
CORTINA D'AMPEZZO

HIGH ITALIAN HOSPITALITY

Via Rinaldo Menardi 42 - 32043 Cortina d'Ampezzo (BL) Dolomiti Italy
Tel.+39.0436.881111 - Fax.+39.0436.870110 - info@cristallo.it - www.cristallo.it



Audi
Official partner

Turchia nel mirino. Il bilancio finale dell'attentato terroristico è di 42 morti, di cui 13 stranieri e 239 i feriti. Nessun italiano coinvolto

La pista Isis per la strage di Istanbul

Ha agito un commando di 7 persone: oltre ai tre kamikaze, tre sono in fuga, uno arrestato

Vittorio Da Rold

Il giorno dopo l'attacco suicida del commando composto da 7 persone (tre uccisi, tre in fuga e uno arrestato) che ha fatto ripiombare Istanbul nel terrore, si torna a volare all'aeroporto di Ataturk.

Il sangue è stato lavato e i detriti portati via a tempo di record, nella zona del terminal dei voli internazionali, dove uomini armati di pistole e kalashnikov e imbottiti di esplosivo, martedì sera alla 22.10, hanno sparato sulla polizia e sui viaggiatori e poi quando si sono visti braccati si sono fatti esplodere. L'esecutivo turco ha deciso di riportare tutto alla normalità a tempo di record, per dimostrare che il Paese della Mezzaluna non ha paura.

Nel mirino ancora un volta c'è stato un aeroporto internazionale. Martedì sera lo scalo Ataturk di Istanbul è stato teatro di un triplice attentato kamikaze che ha ucciso, secondo l'ultimo bilancio, 42 persone, di cui 13 stranieri. Fra questi non figurano italiani. Altre 239 persone sono rimaste ferite, alcune in modo grave. La Turchia ha decretato una giornata di lutto nazionale. Unanime la condanna internazionale, da Bruxelles, dove al momento dell'attacco si svolgeva il vertice dei leader europei, fino a Washington e Mosca. Il traffico aereo ieri mattina ha cominciato lentamente a riprendere.

Il premier turco Binali Yildirim ha puntato il dito contro lo Stato islamico: «In base alle nostre informazioni - ha detto dal luogo dell'attentato - gli indizi convergono su Daesh» (acronimo arabo di Isis). I tre kamikaze erano arrivati all'aeroporto, che si trova sulla sponda europea della megalopoli ed è uno dei più frequentati d'Europa, a bordo di un taxi come è avvenuto nell'attentato all'aeroporto di Bruxelles.

In alcune immagini registrate dalle telecamere di sicurezza si osserva uno dei kamikaze fuggire dalla polizia, facendosi poi esplodere dopo essere rimasto a terra, ferito. Altri testimoni hanno affermato che altri due attentatori si sono fatti saltare in aria al terminal dei voli internazionali.

Nell'attacco 49 ambulanze hanno trasportato i feriti principalmente in tre ospedali situati nei pressi dell'aeroporto. Yildirim ha sottolineato che è «significativa» che l'attacco terroristico sia avvenuto in concomitanza con i passi di riconciliazione avviati dalla Turchia con Israele e la Russia in questi ultimi giorni. Un giornalista turco della Dogan tv ha detto che l'intelligence turca aveva avvisato una ventina di giorni fa del rischio di un attacco all'aeroporto di Istanbul.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Dopo la strage. Operai al lavoro nel terminal devastato dell'aeroporto Ataturk di Istanbul, dove ieri sono ripresi i voli

La diplomazia del Cremlino. Il presidente russo risponde al rinnovo delle sanzioni Ue e rilancia i legami con Ankara

Putin fa pace con Erdogan e prolunga l'embargo all'Europa

di **Antonella Scott**

Sel disgiunge con la Turchia è alle porte, quello con l'Unione Europea può attendere: Vladimir Putin non farà quel primo passo verso l'Europa, a proposito delle sanzioni, che Nicolas Sarkozy gli aveva suggerito nei giorni scorsi al Forum economico di San Pietroburgo. Al contrario, ieri il presidente russo ha firmato l'ordine che prolunga fino al 31 dicembre 2017 l'embargo sui prodotti alimentari di Paesi che l'Ukaz non nomina, limitandosi a citare «la difesa degli interessi nazionali della Federazione Russa» e i «provvedimenti economici» adottati con relativo decreto del 6 agosto 2014: quello che per la prima volta introdusse le controazioni russe nei confronti di Stati Uniti e Unione Europea, la risposta di Mosca alla crisi ucraina.

Proprio ieri il ministro degli Esteri francese, Jean-Marc Ayrault, in conferenza stampa a Parigi accanto al collega russo Sergej Lavrov aveva ribadito che le sanzioni europee nei confronti della Russia dovrebbero essere abolite il prima possibile, sempre che Mosca eserciti un ruolo positivo nella realizzazione degli accordi di pace di Minsk. Ma proprio perché nell'Est Ucraino

na non si riescono a vedere progressi concreti, a Bruxelles i leader europei hanno intanto confermato un prolungamento delle sanzioni che Angela Merkel ha definito «tristemente necessario». La speranza tuttavia è che questo rinvio - fino al gennaio 2016 - possa essere l'ultimo: dietro sollecitazione di diversi Paesi, tra cui l'Italia, il presidente del Consiglio Ue, Donald Tusk, ha promesso per ottobre un ampio dibattito sul tema.

Ma intanto la svolta è arrivata sul fronte turco: innescata dalle scuse che il presidente Recep Tayyip Erdogan ha presentato a Putin lunedì. Lo zar le ha aspettate per mesi, da quando il 24 novembre scorso un bombardiere russo venne abbattuto in Siria, presso il confine con la Turchia che Ankara sosteneva fosse stato violato dal Sukhoj-24.

Le ritorsioni attuate dalla Russia - blocco di viaggi vacanze e voli charter, bando sulle importazioni di frutta, verdura e carne dalla Turchia, visti e restrizioni sulle attività di imprese turche in Russia - si sono aggiunte alle sfide che Ankara sta vivendo, prima tra tutte quella del terrorismo. È stato proprio dopo aver presentato per telefono a Erdogan le condoglianze per le vittime dell'attentato di martedì

era all'aeroporto di Istanbul che ieri Putin ha accettato di voltare pagina e di rilanciare la cooperazione bilaterale «reciprocamente vantaggiosa», a partire dalla rimozione del divieto ai viaggi dei turisti russi in Turchia.

«Voglio iniziare dalla questione del turismo - ha detto

Putin dopo aver parlato con il presidente turco -. Chiedo al Governo russo di avviare il processo di normalizzazione dei legami economici e commerciali con la Turchia». Secondo una fonte ufficiale turca citata dalla Cnn Turk, Putin ed Erdogan potrebbero tornare a incontrarsi personalmente per la prima volta dal novembre scorso in settembre, in occasione del G-20 in programma in Cina.

La "pace" dovrebbe rilanciare i progetti energetici rimasti in sospeso, il gasdotto Turkish Stream su cui Gazprom torna improvvisamente a essere possibilista e la centrale nucleare da 20 miliardi di dollari che i russi devono costruire nella Turchia meridionale.

Ma oltre agli aspetti economici, il disgelo tra Russia e Turchia - parallelo a quello annunciato dopo sei anni tra Turchia e Israele - potrebbe avere importanti conseguenze in Siria, dove Putin ed Erdogan combattono su fronti opposti: il primo a fianco di Bashar Assad, il secondo sostenendo l'opposizione al presidente siriano. Difficile immaginare in che modo si potrebbe concretizzare questo impegno ma Russia e Turchia - ha detto ieri Lavrov in Francia - riprenderanno a collaborare per cercare una soluzione alla crisi siriana. Inizieranno a parlarne domani a Sochi, dove Lavrov incontrerà il ministro degli Esteri turco, Mevlut Cavusoglu.



UN SEGGIO PER DUE

Italia e Olanda si alterneranno al Palazzo di Vetro

Compromesso raggiunto alle Nazioni Unite tra Italia e Olanda che propongono di dividersi un anno per uno il seggio come membro non permanente nel Consiglio di Sicurezza per il biennio 2017-2018. L'intesa ha precedenti rarissimi.

www.ilsote24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Al largo della Sicilia

Recuperato il relitto del «grande naufragio»

La Marina Militare italiana è riuscita a recuperare ieri dal fondo del mare il relitto del peschereccio naufragato il 18 aprile 2015 al largo della Sicilia - a 100 miglia dalle coste italiane - e a 40 dalla Libia - con 700-800 migranti a bordo, quasi tutti africani: una delle peggiori tragedie avvenute nel Mediterraneo. Solo 28 persone riuscirono a sopravvivere: tra loro il presunto capitano e un mozzo, ora sotto processo a Catania.

Il relitto si trovava a una profondità di 370 metri: il recupero - reso difficile dal maltempo nei giorni scorsi e dalla scarsa visibilità - è stato reso possibile grazie a un modulo calato in mare dalla nave Levo-Il Ivory: un grande telaio meccanico che ha "incrociato" il relitto del peschereccio.

La seconda fase dell'operazione, il sopralluogo, vedrà entrare in azione i vigili del fuoco. «Occorre controllare la consistenza strutturale del relitto - ha detto l'ispettore Paolo Quattropiani del comando provinciale dei pompieri di Siracusa - e lo stato di conservazione dei corpi e allo stesso tempo fare una prima stima numerica delle vittime che sono nel relitto».

Il peschereccio, congelato azoto liquido, viene condotto nel porto di Augusta dove il ministero della Difesa ha fatto realizzare una "cittadella" operativa di 150 esperti forensi che lavoreranno per l'identificazione delle vittime. Ma forse non sarà mai possibile conoscere il numero preciso delle vittime di quella notte, quando l'imbarcazione si capovolse. La maggior parte dei passeggeri si trovava sotto coperta: il naufragio servì a mobilitare le capitali europee, che inviarono rinforzi per cercare di creare una rete di sicurezza e aumentare le possibilità di salvare le ondate di migranti usati dagli scafisti.

Da allora decine di migliaia di persone sono state salvate, ma altre migliaia sono annegate ancora nel Mediterraneo: da quel 18 aprile, stima l'Onu, 4.927.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'ANALISI

Alberto Negri

Il prezzo della politica spericolata di Erdogan

L'attentato di Istanbul sarà probabilmente seguito da altri e ci riguarda direttamente per evidenti questioni di sicurezza e per il nostro futuro geopolitico. Niente di quello che avviene nella polveriera turca succede per caso. Chi semina grandine raccoglie tempesta, è il caso di ricordarsi adesso che al popolo turco si indirizza il sostegno dell'Europa dettato da una doverosa solidarietà contro il terrorismo ma anche dall'accordo con Ankara sui migranti: è stato il presidente Erdogan insieme all'ex primo ministro Davutoglu ad aprire «l'autostrada della Jihad» che ha consentito a migliaia di miliziani di andare a combattere in Siria per abbattere Bashar Assad.

L'Occidente e l'ex segretario di Stato Usa Hillary Clinton lo sapevano perfettamente perché nel 2011 si riteneva che Assad sarebbe caduto in pochi mesi, come gli altri rais arabi. Un errore di calcolo paragonabile a quello che fece Bush jr. scoprendo che il vaso di Pandora con l'attacco all'Iraq nel 2003. Non dimentichiamo che l'ambasciatore americano in Siria e quello francese il 6 e 7 luglio 2011 passeggiarono in mezzo ai ribelli di Hama: era il segnale di via libera alla guerra con ogni mezzo. Un "pro memoria" volatizzato dalle esitazioni di Obama nel 2013 a bombardare Assad e che oggi spiega la ribellione di un manipolo di diplomatici americani.

Quella contro Damasco non era soltanto una legittima rivolta contro un regime brutale ma una guerra per procura contro l'Iran scita, strettamente legato ad Assad come agli Hezbollah libanesi e al governo di Baghdad. È questo l'asse scita. La Siria del padre di Bashar, Hafez, era stato l'unico Paese arabo a schierarsi con Teheran quando fu attaccato da Saddam Hussein nel 1980, un conflitto durato otto anni con un milione di morti e che aveva visto le monarchie del Golfo, Arabia Saudita in testa, versare 60 miliardi di dollari all'Iraq a guida sunnita: un investimento colossale svanito quando il Paese è andato in mano alla maggioranza scita. Il fronte sunnita ha cercato la rivincita nella guerra contro Damasco, diventata ancora più aspra quando l'Iran ha firmato nel

luglio 2015 l'accordo sul nucleare con il Cinque più Uno. L'intervento della Russia il 30 settembre scorso ha salvato Assad ma ha anche allargato le dimensioni di conflitto che oggi è al centro della maggiore spartizione in zone di influenza dai tempi di Yalta e che deve tenere conto non solo del Medio Oriente ma anche dell'Est Europa e dell'Ucraina.

La Siria è una sorta di Jugoslavia araba - come non fosse bastata la disgregazione di quella Tito - che per la sua composizione settaria ed etnica sarà quasi impossibile pacificare senza un accordo tra Stati Uniti, Russia e potenze regionali. Tenendo presente che l'irruzione del Califato, nato da una costola di Al Qaeda, non solo ha reso il conflitto una carneficina ma lo ha esteso con il terrorismo dal Medio Oriente all'Europa.

Se è vero che l'Isis arretra, è evidente che in Iraq e Siria si combattono due guerre diverse. In Iraq contro l'Isis è schierata una coalizione a guida americana che appoggia le forze governative irachene sostenute da milizie curde e sciite. In Siria a condurre la guerra ai jihadisti (e all'opposizione) è Assad con l'Iran e la Russia: qui una vittoria contro l'Isis è una sconfitta non solo per Erdogan ma anche per l'Occidente.

Agli errori di calcolo sulla sorte di Assad, Erdogan ne ha aggiunti altri fatali. Il presidente turco pensava di mettere le mani sugli ex possedimenti ottomani come Mosul e Aleppo, per questo ha sostenuto il Califato, al punto che l'intelligence occidentale ritiene che recentemente abbia aiutato l'Isis a spostare 6 mila uomini sul fronte siriano. Non solo: ha usato i jihadisti contro i curdi. Naufragato l'accordo di pace con Ocalan, Erdogan ha lanciato un'offensiva contro il Pkk e ostacolato in ogni avanzata dei curdi siriani contro l'Isis, ora aiutati anche dagli americani. E adesso la Turchia si trova davanti un incubo strategico: che i curdi, prima o poi, costituiscano uno stato ai suoi confini.

Ecco perché Erdogan è stato costretto a fare la pace con Israele e riaprire i canali diplomatici con Putin. Con la fine dell'Isis si avvicina l'ora della verità: la guerra che lui voleva portare contro Assad è rientrata in casa sua e cerca una via di uscita. Voleva diventare il nuovo sultano del Medio Oriente, si è trasformato nel "padrino" di jihadisti che ora lo ritengono un traditore. I frutti avvelenati questa politica spericolata non riguardano solo la Turchia: il bastione atlantico sul fianco sud del Mediterraneo vacilla mentre l'Europa affronta la dura prova della Brexit. Turandoci il naso forse dovremo aiutare persino l'inaffidabile "alleato" Erdogan.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Sud America. Maduro chiede un intervento della Corte Suprema per lo scioglimento: troppe ingerenze su materie di competenza presidenziale

Venezuela, il governo vuole chiudere il Parlamento

di **Roberto Da Rin**

Il cielo sopra Caracas è addensato di nubi, referendum revocatorio, referendum di revocatorio no. Molta incertezza nella politica, dubbi sul prosieguo dell'attività parlamentare. Certezza invece sulla difficoltà di reperire generi alimentari.

Il Venezuela in mezzo al guado. La spaccatura tra governo e opposizione si dispiega su una vicenda dolorosa, inerente la negazione dei più elementari diritti, quella della libertà di opinione: per l'opposizione si tratta di...prigionieri politici, per il governo di...politici in prigione. Questione di prospettive.

Di sicuro la retorica rivoluzionaria di Hugo Chavez e poi di Nicolas Maduro - l'eroinismo, lo sviluppo, l'eguaglianza - trascolora in una crisi economica drammatica.

Le prove tecniche di dialogo registrate nelle ultime settimane sono già sfumate. Tutto in alto mare. Il governo di Maduro sta valutando di chiedere alla Corte suprema lo scioglimento del parlamento, controllato dall'opposizione: l'entourage di Maduro «vuole raggiungere l'abolizione del Parlamento», ha spiegato ai giornalisti il portavoce della coalizione di governo, Didaco Bolivar. Troppe ingerenze parlamentari in mate-

rie di politica estera.

Per il Venezuela non si intravede alcuna exit strategy.

Nel mese di maggio ci sono state 170 manifestazioni di protesta contro la mancanza di alimenti e medicine. In giugno il bilancio pare ancora più pesante. «A onore del vero il cibo c'è - spiega Alvaro Gutierrez, piccolo commerciante di materie plastiche - ma è l'approvigionamento che risulta

PETROLIO ULTIMO APPIGLIO

La crisi economica rimane acuta: inflazione al 700% e tessera annonaria per il ritiro di beni di consumo essenziali. La speranza resta il greggio

complicato». Burro, farina e pasta si trovano solo a giorni alterni, presentando la carta di identità. L'ultimo numero, pari o dispari, sancisce il diritto all'acquisto. Si o no, una cabala impietosa, per un Paese con straordinarie ricchezze naturali. Secondo uno studio della Ong, Centro de documentacion y analisis para los trabajadores, il 37% dei lavoratori resta in coda ogni giorno per reperire alimenti e farmaci di prima necessità.

Le imprese non se la passano

meglio: Coca Cola ha smesso di produrre in Venezuela a causa della scarsità di zucchero. E si allunga la lista delle compagnie aeree internazionali che rinunciano a volare in Venezuela o riducono i voli. Alitalia ha interrotto da tempo, Latam e Lufthansa hanno dimezzato il numero di voli.

Mauro Baffie, dirigente di molti anni la Voce d'Italia, un quotidiano storico, quello della comunità italiana a Caracas, e racconta con amarezza che «di tessera annonaria aveva sentito parlare da suo nonno, in tempi di guerra. In Italia, prima che milioni di italiani migrassero a Caracas dopo aver patito la fame... Ma c'è un dettaglio importante: l'Italia lo era, il Venezuela non è in guerra».

Molti osservatori ritengono che un peso rilevante, nella soluzione di questa crisi, sarà giocato dalle Forze armate. Finora fedeli a Maduro, anche se qualche defezione è già stata rilevata. Le esercitazioni civico militari del mese di maggio hanno comunque costituito uno dei momenti più critici della crisi in corso. Come se Palacio Miraflores avesse voluto mostrare i muscoli in un momento drammatico per il Paese.

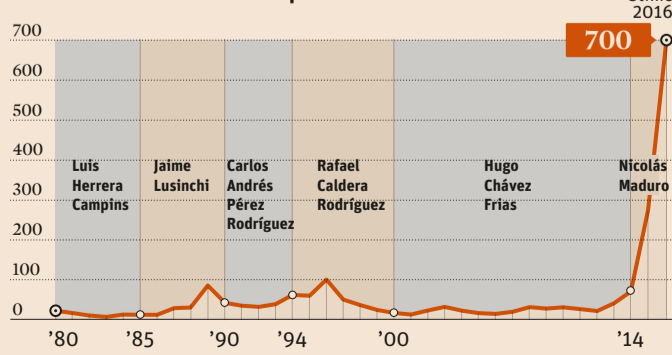
Eppure da dispetto di un contesto politico così deteriorato molti investitori continuano a scommettere sul Paese. Il recupero del prez-



Referendum sì, referendum no. Il giorno in cui si decide la legittimità delle firme

Un'iperinflazione da record

Prezzi al consumo. Variazione percentuale annua



© RIPRODUZIONE RISERVATA

BREVI

Dal mondo

FRANCIA

Minacce dei terroristi a Charlie Hebdo

Nuove minacce contro Charlie Hebdo, il settimanale satirico francese gravemente colpito dai terroristi il 7 gennaio 2015. Secondo informazioni di Le Parisien, la direzione del giornale, che vive sempre sotto la protezione della polizia, ha presentato una denuncia dopo il ripetersi di messaggi «che lasciano intendere» nuovi attacchi contro diversi membri della redazione. Il 7 gennaio 2015 morirono, sotto i colpi di un commando terrorista, 12 persone, fra cui 5 disegnatori storici del giornale.

VOLO EGYPTAIR

La scatola nera: fumo a bordo dell'aereo

I dati di una delle scatole nere dell'aereo EgyptAir precipitato il mese scorso hanno mostrato che l'allarme antincendio era scattato, circostanza coerente col rinvenimento da parte degli inquirenti di fumo nei rottami del velivolo. «I dati registrati mostrano la coerenza coi messaggi automatici

dall'aereo: fumo nella toilette e in cabina», hanno riferito gli investigatori. «Parti della sezione frontale dell'aereo - hanno aggiunto - mostrano segni di danni da alta temperatura e fuligine».

STATI UNITI

Trump recupera su Hillary Clinton

Si accorciano le distanze tra Hillary Clinton e Donald Trump. Secondo l'ultima rilevazione della Quinnipiac University, la candidata democratica ha solo due punti di vantaggio sullo sfidante repubblicano, 42 contro 40%. I dati rivelano anche la sfiducia degli elettori, secondo cui nessuno dei due candidati sarà un buon presidente e che l'attuale campagna ha aumentato i livelli di odio e pregiudizio nel paese. Lo pensano il 61% degli americani. Di questi, il 67% pensa che sia colpa di Trump mentre il 16% accusa Hillary Clinton.

NECROLOGI

Il giorno 28 giugno 2016 si è spento serenamente il

PROF. ENRICO VIGANÒ

Ne danno la dolorosa notizia la nipote Marvi e famiglia.

BREXIT

L'estate dell'incertezza

2. BORSE E VALUTE

www.ilssole24ore.com

IL SOLE 24 ORE - **Giovedì 30 Giugno 2016**

IL GIOCO DELL'IMPREVEDIBILITÀ

Le conseguenze della Brexit toccano economia, finanza, politica e psicologia e sono destinate a farsi sentire per i prossimi anni

di **Walter Riolfi**

Ci vuole una buona dose d'ottimismo per credere che il peggio sia alle spalle. Due giorni al rialzo sui mercati finanziari hanno un poco rincuorato, ma le conseguenze dell'uscita della Gran Bretagna dall'Unione europea sono talmente vaste, proiettate su più livelli (economico, finanziario, politico e psicologico) e dilatate in un arco temporale di due anni almeno, da riuscire del tutto imprevedibili. E, per quanto sia un'ipotesi molto improbabile e più sollecitata dalla speranza che avvalorata dalla ragione, non è nemmeno detto che il sì al referendum sulla Brexit significhi davvero l'uscita dall'Unione.

Procediamo con ordine e partiamo da ciò che sembra relativamente più facile da pronosticare: l'economia. È ragionevole che quella d'eurozona, come ha detto Mario Draghi, possa crescere a

nanze di un Paese che ha il maggior debito pubblico d'eurozona, dopo la Grecia s'intende.

Se c'è una previsione relativamente facile, è che nei prossimi mesi i titoli di Stato (in generale) dovrebbero comportarsi meglio delle azioni, non fosse altro perché le banche centrali saranno costrette a rendere ancor più espansiva la loro politica monetaria: la Bce, aumentando la liquidità alle banche e incrementando gli acquisti di titoli sul mercato, la BoE, tagliando i tassi (ora allo 0,5%) e varando un nuovo *quantitative easing*, la BoJ, esasperando ancor più la già sua estrema politica monetaria e la Fed, rinunciando ad alzare i tassi d'interesse almeno per i prossimi 18 mesi, come stimano gli operatori. Di conseguenza, la follia dei rendimenti sotto zero potrebbe acuirsi e già parecchi analisti vedono il rendimento del Bund a meno 0,3, meno 0,4%, con ulteriore grande sofferenza per banche e assicurazioni: che non è la cura più adatta per un sistema bancario che, specie in Italia, è sotto pressione.

Sidirà che molto dipende dalle risposte che saprà dare l'Unione europea. Ma, da come si sta mettendo la discussione sulla possibilità di ricapitalizzare le banche italiane, si ha l'impressione che la politica non abbia colto ancora la gravità della Brexit: quella contingente e soprattutto quella potenziale, poiché la spinta alla disgregazione dell'Ue, sollecitata dal referendum britannico, s'ingigantisce constatando l'inerzia di gran parte dei governi nazionali cui Bruxelles è assoggetta. A questo punto, la psicologia può giocare un ruolo predominante fino ad esaurire, con il risorgente nazionalismo, la voglia di protezionismo e il trionfo delle più diverse insofferenze, le tensioni sociali e non solo all'interno del continente europeo.

Tra le poche cose su cui, al momento, si può contare è la volontà della Bce di evitare che il contagio si trasferisca ai titoli di Stato dei Paesi a rischio, come invece avvenne tra il 2011 e il 2012. Ma Draghi può fare ben poco per evitare disastri in economia e nulla per arginare il contagio politico della Brexit. Un'eventuale recessione troverebbe non solo la Bce, ma anche le altre banche centrali, con un arsenale vuoto di munizioni. Paradossalmente, sebbene la credibilità delle banche centrali sia in netto calo, dopo 8 anni di politiche ultraespansive, che in Europa, negli Usa e in Giappone non hanno prodotto risultati apprezzabili, si continua a guardare a loro nella speranza che attraverso interventi coordinati riescano a fronteggiare questa crisi dai molteplici aspetti. Dopo anni di schermaglie monetarie, allo scopo prevalente di cercare competitività indebolendo le valute, pare che le grandi banche centrali abbiano ritrovato una condotta più equilibrata, cosicché sul mercato dei cambi si stadiando quella volatilità, invece cresciuta sulle borse. Si ha tuttavia l'impressione che sui mercati ogni seduta sarà per i prossimi mesi una storia a sé, nel tentativo di interpretare gli umori degli investitori alle eventuali risposte che arriveranno dalla politica.



BANCHE CENTRALI

Dopo 8 anni di politiche monetarie espansive, i mercati continuano ad affidarsi alle cure della Bce e della Fed

POCHE CERTEZZE

Si stima che ulteriori tagli ai tassi d'interesse spingano ancor più sotto zero i rendimenti dei titoli di Stato

un ritmo dello 0,5% meno del previsto: che non è poco, considerando che le stime additavano fino a poco tempo fa un Pil attorno all'1,5% ed è molto se si pensa che la crescita dell'Italia era prevista attorno all'1% per i prossimi due anni. Ovviamente la Gran Bretagna soffrirebbe ancor di più e, secondo alcuni economisti, rischierebbe la recessione. Diverso è il caso degli Stati Uniti che, per lontananza dalle cose d'Europa, si vedrebbero solo limare il Pil di qualche decimo: poca cosa se si crede che l'America possa crescere a ritmi del 2% annuo.

Il limite di queste previsioni è d'essere costruite su modelli di base, su assunzioni che nulla di più grave possa accadere. Ma, a ben guardare, la quantità di «se» in gioco è talmente alta da rendere solo vagamente indicative quelle stime. Può darsi che i mercati le stiano prendendo per buone e dunque stiano valutando che i ribassi subiti dalle Borse siano adeguati. Il dubbio che anche queste considerazioni pecchino di ottimismo è ragionevole, visto che Wall Street resta a un passo dal massimo storico, con prospettive di certo non migliorate, né in economia e tanto meno sul fronte dei profitti aziendali (in costante revisione al ribasso). Le Borse d'eurozona, invece, sono del 13% più basse rispetto a inizio anno (e del 23% dai massimi relativi del 2015). Per Piazza Affari il ribasso si misura addirittura in un 34% dal luglio scorso e parrebbe, così, aver scontato il peggio. Parrebbe, se qualche ben più grave accadimento dovesse interessare il sistema bancario italiano e le fi-

Valute

Sterlina sotto pressione, le «divise rifugio» sono yen e franco svizzero

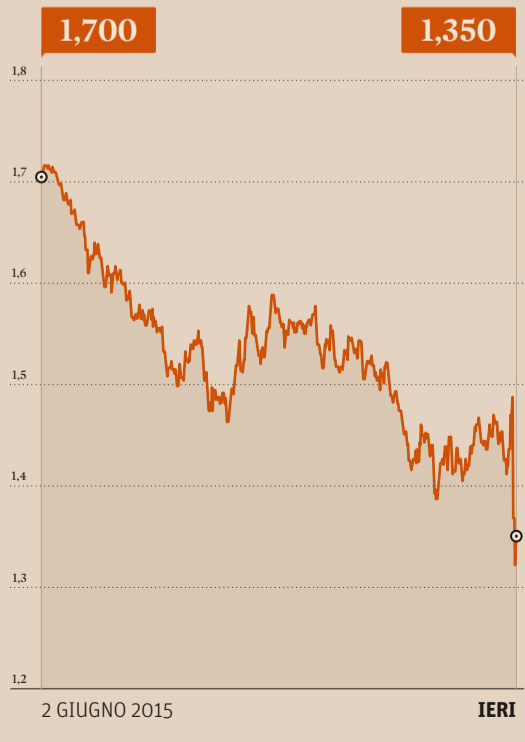
di **Riccardo Sorrentino**

A flessione è stata davvero brusca. Come brusco è stato il passaggio dalle attese della vigilia, che puntavano alla vittoria del Remain, ai primi risultati nella notte con il prevalere del Leave. Il ritorno della sterlina ai minimi di 31 anni fa segnala una fuoriuscita precipitosa di capitali, tornati negli Usa oppure fuggiti in Svizzera e Giappone, in previsione di più ingenti flussi di risorse in cerca di spiagge più sicure.

► pagina 14

LA BRUSCA FLESSIONE DELLA STERLINA

Dollari per Sterlina



© RIPRODUZIONE RISERVATA

Borse

Torna la volatilità, ecco i nuovi equilibri fra i diversi settori

di **Nicola Borzi**

Dopo il crollo delle prime sedute, le Borse europee stanno tentando di recuperare il terreno perso per lo shock del referendum britannico del 23 giugno che ha sancito la Brexit. Al netto dell'effetto cambio - che però si fa sentire con un deprezzamento del 10% circa -, l'indice Ftse 100 di Londra è tornato in linea con la chiusura della seduta di giovedì 23 giugno, quando l'esito del voto non era ancora noto. Ma l'impatto di lungo termine della consultazione è tutto tranne che irrilevante.

► pagina 15

IL CONFRONTO FRA GLI INDICI



Erasmus e università

Studenti «globetrotter»: avanti (per ora) i progetti sugli scambi culturali

di **Marina Castellaneta**

L'onda lunga della Brexit rischia di impattare sugli studenti, sulle università, sui ricercatori e, più in generale, sulla formazione. Ambiti ai quali il Regno Unito ha aderito senza i mille distinguo che caratterizzano la partecipazione di Londra alla Ue. Tra gli effetti più eclatanti, in prospettiva, l'uscita dal programma per istruzione, formazione e gioventù, noto come Erasmus+. Nell'immediato, però, proseguono i progetti sugli scambi culturali.

► pagina 16

CHI SCEGLIE LONDRA E CHI SCEGLIE ROMA

Mobilità studenti Italia - Regno Unito, anno scolastico

| | Italia verso Regno Unito | Regno Unito verso Italia |
|-----------|--------------------------|--------------------------|
| 2007/2008 | 1.498 | 772 |
| 2008/2009 | 1.521 | 809 |
| 2009/2010 | 1.758 | 868 |
| 2010/2011 | 1.849 | 911 |
| 2011/2012 | 2.037 | 947 |
| 2012/2013 | 2.262 | 1.001 |
| 2013/2014 | 2.360 | 1.122 |
| 2014/2015 | 2.695 | 1.078 |

[Fonte: Indire]

SHOCK BREXIT

EUROPA, SVEGLIATI

Nell'editoriale sul Sole 24 Ore di venerdì 24 giugno, il direttore Roberto Napolitano sollecita i leader europei a non fare più finta di niente, a non girarsi come sempre dall'altra parte, per costruire una nuova Europa dando subito un segnale su lavoro, investimenti, sicurezza e immigrazione, e completando l'unione bancaria

Guida famiglia

La collana. Con Il Sole 24 Ore

Tutti i martedì e i mercoledì l'economia diventa facile



■ Crisi e dintorni. Le tensioni finanziarie e le ripercussioni sull'economia reale. Le regole dei mercati e i comportamenti degli investitori.

Questi temi sono al centro del sesto quaderno della collana «L'economia per la famiglia» oggi in edicola con Il Sole 24 Ore. Una nuova iniziativa di carattere divulgativo che si sviluppa in 24 uscite lungo tutta l'estate, sempre con due appuntamenti settimanali il martedì e il mercoledì.

La prossima settimana saranno approfonditi due argomenti di grande rilevanza in questi anni di primato della finanza sull'economia reale e di nuove disuguaglianze sociali. L'ottavo inserto in uscita martedì 5 luglio si occuperà infatti di «La Borsa e le bolle», con un'analisi che intreccia le dinamiche dei mercati e la psicologia dei risparmiatori. Il giorno successivo sarà la volta de «Il lavoro e il salario».

Radio24. Oggi alle 10.30

Investire informati: a «Cuore e Denari» tutto sulla Brexit e i nostri risparmi

■ Come gestire i propri risparmi in questa fase così delicata? Quali sono i rischi del mercato? Quali gli strumenti più adatti al nostro profilo di rischio? E quali sono le occasioni di investimento che si possono sfruttare al meglio nonostante l'elevata incertezza della fase attuale? A tutte queste domande risponde oggi «Cuore e denari», il programma in onda su Radio24 alle 10 e 30. Debora Rosciani e Nicoletta Carbone ne parlano con Monica Defend, Head of Global Asset Allocation Research di Pioneer Investments.

Domani

03. L'economia reale

Se Brexit porterà la Gran Bretagna in recessione, anche gli altri Paesi europei rischieranno un rallentamento dell'economia? Come impatterà Brexit sugli investimenti italiani e inglesi? Che effetti ci si può attendere sull'interscambio commerciale dopo il deprezzamento della sterlina?