

## CONTRARIAN

## MERKEL PIÙ TENERA? SI PASSI ALL'INCASSO ALLA COMMISSIONE UE

► Molti hanno notato il tono meno chiuso e indisponibile delle dichiarazioni di Angela Merkel e di Wolfgang Schäuble sugli interventi pubblici nelle banche, con riferimento specifico al caso del Montepaschi, anche se la genericità delle affermazioni si presta a volgerle, all'occasione, nel significato ritenuto più opportuno. Intanto però i toni sono diversi ed è già un sia pur lieve progresso. Per spiegare il cambiamento alcuni hanno fatto riferimento al referendum costituzionale autunnale e alle presunte preoccupazioni della Merkel per il rischio di un indebolimento del governo e del premier, Matteo Renzi. Secondo costoro, creare



Angela Merkel

oggi un altro problema all'esecutivo italiano sarebbe visto come improvviso dalla Cancelliera. Molto più semplicemente si dovrebbe pensare, per individuare una motivazione, al fatto che anche in Germania, approssimandosi la pubblicazione

dei risultati degli stress test e, prima ancora, profilandosi una sentenza della Corte di giustizia europea probabilmente non così favorevole ai rigoristi in materia di burden sharing, si cominci ad aggiustare il tiro. Si estende, insomma, la consapevolezza che tra Deutsche bank e altri istituti con esposizioni in derivati, Sparkasse e Landesbank con problemi anche di capitalizzazione e di sottrazione di fatto alla Vigilanza unica, non si è sottratti a rimbalzi autolesionistici che possono derivare dal rigorismo cieco finora mostrato nel sostenere rigidamente la condivisione delle perdite e il bail-in, senza valutare le aperture che le stesse norme relative offrono. Se poi le cose dovessero prendere un'altra piega, la flessibilità delle dichiarazioni rese sarà utilizzata all'uopo, senza che si potrà essere presi in contropiede: così avranno pensato i dichiaranti, primario rimanendo l'interesse di tutelare il sistema bancario tedesco, in prossimità di una scadenza importante in cui bisognerebbe osservare, ad opera dei partner europei, come per misurare lo stress, sarà considerata la ingente mole di derivati nei quali sono esposte banche tedesche e non solo la Deutsche bank. In sostanza, se ne deduce che bisogna verificare il danno che possono arrecare alcune normative per poter mutare una posizione che, diversamente, resterebbe ancorata alla strenua rigidità. Allora c'è da sperare che la posizione espressa sia coerente e che non si ostacoli un intervento pubblico di sostegno - nel caso specifico, nel Monte - che venga dispiegato senza penalizzare gli obbligazionisti subordinati, siano essi retail oppure istituzionali. Ben diverso, invece, sarebbe se si volesse tutelare solo il retail e, poi, semmai ammettere agli arbitrati gli investitori istituzionali o, comunque e peggio ancora, assimilarli tout court agli azionisti: si è già ricordato al riguardo la grave vicenda portoghese che ha visto la penalizzazione di creditori proprio in questa categoria di obbligazionisti. Al punto in cui siamo, allora, la cartina di tornasole della bontà delle tesi tedesche, data la particolare influenza che esse esercitano sulla Commissione Ue, potrà essere data dal riscontro di una diversa disponibilità di quest'ultima, verificabile con l'accelerazione del negoziato con l'Italia. In ogni caso, un'accelerazione si impone e dovrebbe essere richiesta con forza dal governo italiano.

## Se non ora che i tassi a lungo termine sono negativi, quando investire nelle infrastrutture?

DI PIETRO CALÌ

**T**empi duri per investitori e risparmiatori: la Bce, con la politica dei tassi negativi, ha reso non redditizie le attività finanziarie senza rischio, sconvolgendo la gestione tradizionale dei portafogli. Le attuali dinamiche economiche stanno scardinando i concetti dell'economia classica. Nei giorni scorsi per la prima volta il rendimento medio ponderato dei titoli di Stato è passato in negativo. Tra poco anche i titoli emessi dalle aziende più grandi e solide diventeranno di fatto inutilizzabili ai fini di un'allocatione di lungo periodo. Il problema che si pone non è tanto per la gestione della liquidità, quanto per le esigenze di pianificazione finanziaria a lungo termine. In Giappone, dove i tassi sono a zero da parecchi anni, si sta assistendo a un boom della vendita delle casseforti. Ma è un'alternativa impraticabile da quelle istituzioni finanziarie, come i fondi pensione o le assicurazioni, preposte alla gestione dei grandi rischi che i risparmiatori devono fronteggiare nel corso del loro ciclo di vita. Se queste soluzioni «collettive» non sono più finanziariamente sostenibili, le conseguenze sociali ed economiche diventano preoccupanti: il risparmiatore razionale comprende la necessità di ridurre i consumi e aumentare il volume dei risparmi per ottenere la copertura desiderata. Un comportamento virtuoso a livello individuale genererebbe un comportamento vizioso a livello collettivo, riducendo i consumi aggregati e provocando un'ulteriore caduta della crescita economica. Esattamente il contrario di ciò che la Bce di Mario Draghi cerca di ottenere con i tassi negativi. Senza addentrarsi nella discussione sulle conseguenze macroeconomiche di una politica monetaria così aggressiva, viene quindi da chiedersi se sia possibile assecondare la

spinta della Bce all'interno di un portafoglio disegnato per soddisfare esigenze di risparmio di lungo periodo, senza assumere posizioni adatte più al tavolo verde che a una sana e prudente gestione.

Ciò che resta all'investitore attento è il buon senso nel capire come gli affari non si annidino nella speculazione di colui che pensa di prevedere il futuro, ma nella saggezza di chi comprende il vantaggio nell'acquistare a basso prezzo la proprietà di un'azienda che non delude su fatturato, profitto e dividendo.

Come sempre, il settore finanziario è il termometro più importante per comprendere lo stato di salute delle proprie sostanze. Le banche delle economie sviluppate hanno mostrato dal 2007 una forte spinta al rinnovamento che ha portato con sé bilanci più robusti. Se confrontiamo il Tier 1 (coefficiente patrimoniale) dei principali istituti europei notiamo un notevole rafforzamento, basti pensare alla spagnola Santander, passata da 6,3 al 10,1% sul Tier 1 oppure alle italiane IntesaSanpaolo e Unicredit (da 7,2 a 13,1 la prima e 6,1 a 10,9 la seconda). In tale contesto le difficoltà non mancano e gli stress rigorosi della Banca Centrale Europea hanno fatto qualche vittima emotiva che ha saziato parecchi speculatori ribassisti (casi Banca Mps e Carige). Lo stesso Warren Buffet ha dichiarato la sua difficoltà nel comprendere i futuri sviluppi dei tassi negativi: cosa c'è di più assurdo di un mondo in cui chi prende a prestito soldi viene pagato anziché remunerare lui il creditore? Il «bene» denaro sta vivendo un mondo alla rovescia. Una soluzione del puzzle potrebbe essere l'investimento diretto in un settore strategico dell'economia

reale, quello delle infrastrutture. Queste sono fondamentali ai fini della produttività, il cui crollo drammatico è «il» problema di tutte le economie contemporanee, non solo di quella italiana. Porti, autostrade, reti distributive sono forme di investimento inadatte per il tipico fondo comune; ma sono ideali per il perseguimento di obiettivi temporali di lungo periodo, come quelli dei fondi pensione e delle assicurazioni Vita. È evidente che, se non si fanno investimenti, la produttività continuerà a peggiorare e per l'economia diventerà impossibile crescere a tassi sufficientemente elevati da assicurare la sostenibilità del welfare state. È necessario innovare nelle forme di partenariato pubblico-privato; dare certezza sui tempi di realizzazione delle opere e sulle regole di tariffazione futura; proseguire nell'allentamento dei vincoli e dei costi per assicurazioni e fondi pensione all'investimento «paziente». I tempi di realizzazione di un nuovo tunnel ferroviario o di ammodernamento di una vecchia rete distributiva sono estremamente lunghi e richiedono un forte esborso iniziale. Questo significa che per parecchi anni la liquidabilità dell'investimento è praticamente nulla e di fatto aumenta solo dopo che il progetto è realizzato e gli introiti (pedaggi, royalties) cominciano a fluire. In compenso, fatto salvo per l'avvento di una tecnologia così rivoluzionaria da rendere obsoleta l'opera, questi introiti continueranno a fluire per decenni. Bisogna rompere le resistenze corporative, ma, parafrasando l'economista americano Lawrence Summers, se non ora, quando? I tassi sono nulli o negativi, è il momento migliore per ripristinare le infrastrutture usurate e realizzarne di nuove. (riproduzione riservata)

\*partner, Copernico Sim

## A Londra non conviene uscire subito dall'Ue

DI CARLO PELANDA

**N**onostante le affermazioni di Theresa May che promettono un avvio rapido dell'uscita del Regno Unito dall'Ue, dubito che Londra lo farà e/o che deciderà velocemente. Tale ipotesi appare ora improbabile, ma non riesco a ignorare, accettando le conseguenze di un errore, un calcolo costi/benefici e uno scenario che la rendono invece molto probabile. Cameron strappò all'Ue, mesi fa, condizioni di eccezionale vantaggio: restare nell'Ue con accesso pieno al suo mercato pur non aderendo al progetto unionista, con il diritto di limitare il recepimento di norme europee. Che la formula «un piede dentro, uno fuori e mani più libere» fosse la più vantaggiosa era ed è ancora vero. Dal 2013 Londra ha inaugurato una nuova strategia mercantilista: sempre alleata dell'America, ma svincolata abbastanza da questa allo scopo di creare una relazione privilegiata con la Cina, restando nel mercato europeo, senza vincoli politici eccessivi,

in concorrenza con Berlino per essere considerata da Pechino una base utile a penetrare in Europa e globalizzare lo yuan. Il successo di tale strategia varrebbe quasi l'1% di pil in più all'anno per il Regno Unito in forma sia di investimenti industriali sia di incremento degli affari finanziari. L'uscita dall'Ue, combinata con l'incertezza sui termini di un'eventuale ri-associazione economica, renderebbe meno appetibile per la Cina una relazione privilegiata con il Regno Unito. E ciò renderebbe Londra anche meno influente in Asia. La convergenza con la Cina, infatti, fu anche una risposta alla formazione dell'area di libero scambio americano centrica nel Pacifico (Trattato Tpp) che porta Canada e Australia più decisamente sotto l'influenza dominata statunitense, rendendo ininfluente Londra sia nel Commonwealth che negli af-

fari asiatici. Ovviamente Londra potrà di nuovo convergere verso l'America, ma subendo danno: Washington sceglierebbe Berlino come interlocutore europeo e New York prenderebbe il dominio della piazza finanziaria. In sintesi, per diventare indipendente da una Ue in cui ha mani libere, Londra diventerebbe dipendente dall'America e irrilevante. Per questo penso che Londra rifletterà a lungo prima di confermare l'uscita, oppure che aspetterà l'esito delle elezioni americane per capire i possibili scenari. Soprattutto se Washington vorrà spaccare l'Ue per aggregare e portare nell'area del dollaro i Paesi europei più filo-atlantici (e così far fallire il progetto euroasiatico tedesco-russo-cinese), oppure riprendere il trattato per un mercato euroamericano integrato (Ttip). Nel secondo caso Londra resterebbe, nel primo uscirebbe per facilitare la disgregazione e prendere leadership nel post. (riproduzione riservata)