

## CONTRARIAN

## COSA ASPETTARSI DAL DECRETO SUI RISTORI AGLI OBBLIGAZIONISTI

► Il viceministro all'Economia, Enrico Morando, ha detto che a breve termine sarà emanato un decreto legge per disciplinare la concessione dei ristori agli obbligazionisti subordinati delle quattro banche salvate. Si capisce che l'attesa potrebbe essere dovuta anche all'eventualità che vi sia altro da legiferare sulle banche in modo da evitare di dovere andare in Parlamento per normative concernenti gli intermediari della specie ogni 15 giorni. Dunque, si dovrebbe ritenere che, poiché si fa riferimento a una nuova misura legislativa, il sistema fin qui vigente, ma non applicato, dovrebbe essere o superato o significativamente modificato. L'introduzione di automatismi nel riconoscimento dei ristori sarebbe il principale elemento di innovazione. Si tratta di verificare, ora, se l'erogazione automatica riguarderà i titolari di obbligazioni della specie acquistate prima della comunicazione della Commissione Ue dell'agosto 2013 sul burden sharing - la condivisione delle perdite da parte di portatori di azioni e obbligazioni subordinate - o tutti i predetti obbligazionisti. Se si effettuasse una tale suddivisione, per la quale gli acquisti di obbligazioni successivi alla comunicazione dovranno essere sottoposti agli arbitrati con una normativa che corrisponderebbe nella sostanza a quella attuale oppure, in un'altra ipotesi, potrebbe essere modificata, si rispetterebbe un principio formale riguardante l'innovazione introdotta dalla comunicazione, ma non si terrebbe adeguatamente conto della situazione dei singoli clienti. Questi difficilmente hanno potuto conoscere la comunicazione in questione con le sue conseguenze, che aveva come destinatari, innanzitutto, gli Stati (e le banche) e non direttamente i risparmiatori, ai quali comunque non potrebbe essere rivolto il brocardo ignoranza legis non excusat. Si dovrà, poi, vedere se sarà posto un limite all'ammontare dei singoli ristori oppure se questi riguarderanno l'intero importo sottoscritto. Un altro punto riguarderà, per i ristori automatici, il loro eventuale aggancio con altre condizioni che li rendano possibili, quali il reddito personale e il patrimonio investito. Se però si reimpianta il sistema, sarebbe opportuno farlo in maniera generalizzata e con l'intento di una disciplina organica che includa i risparmiatori che abbiano sottoscritto obbligazioni sia ante, sia post-agosto 2013. È presumibile che questi ultimi siano stati più sottoposti alle sollecitazioni, in non pochi casi improprie, delle banche che avvertivano l'esigenza di rafforzare il patrimonio, sotto l'impulso delle richieste della Vigilanza unica, e la fronteggiavano con l'emissione di uno strumento più vantaggioso e tale da non implicare alterazioni dell'assetto proprietario. Una netta cesura temporale potrebbe tradursi in una normativa non equa, pur mettendo in conto, per alcune fasce, l'eccessivo affidamento della clientela alle banche e la non adeguata riflessione sull'elevatezza dei rendimenti. D'altro canto, se il ripensamento è stato approfondito, tanto da incidere decisamente su un'impostazione sulla quale a lungo si era riflettuto, allora questa volta non è consentito commettere nuovi errori. Questo aspetto della vicenda delle quattro banche è fondamentale per i profili di immagine e di fiducia negli istituti di credito e offre la misura dei danni compiuti dalla menzionata comunicazione e, più estesamente, dalla normativa sul bail-in. In sostanza sarebbe opportuna una regolamentazione unitaria che, sulla base di indicatori che consentono gli automatismi, superi il più possibile il metodo degli arbitrati che dovrebbe avere un valore residuale o limitato ai grandi investimenti. Bisognerà, comunque, vedere quali saranno state le intese con la Commissione Ue e se non sarà stato necessario compiere un'opera di ridimensionamento proprio per i veti e i vincoli posti, di fronte ai quali sarebbe da imboccare la strada del ricorso in sede giurisdizionale.

## Che importa se le stime del Def sono esatte? Tanto la manovra la fa Bruxelles

DI ROBERTO SOMMELLA

Nell'età dell'incertezza non c'è nulla di così poco definitivo delle stime del Documento di economia e finanza. Quello varato per il 2016 dal governo Renzi non fa eccezione. Sin da quando esisteva la legge finanziaria, il Dpef (acronimo che spiega meglio la natura previsione delle analisi dell'esecutivo) padre del documento attuale, e tutte le altre statistiche di Palazzo Chigi erano legate a tre variabili: onere del debito, crescita del pil, andamento dell'inflazione. Oggi, nell'era dell'euro, non è cambiato nulla, anche il fatto che spesso la realtà si discosta dai programmi. Il Tesoro italiano deve sempre trovare ogni anno la differenza tra gli interessi da pagare ai propri creditori e l'avanzo primario, quello che resta dalla differenza tra entrate e spese al netto delle cambiali da onorare. I soldi che sopravvivono a questa sottrazione si usano per finanziare investimenti, il calo delle tasse, anche attraverso riduzioni della spesa (sempre ardue dai tempi di Guido Carli e Paolo Baffi), politica dei redditi: ieri la limatura delle aliquote Irpef, oggi gli 80 euro. Perché allora l'esercizio dei tecnici di Pier Carlo Padoa-Schioppa e dei collaboratori del premier Matteo Renzi, è diventato così difficile? Per tre ragioni. Anzitutto, complici le nuove regole contabili europee - Fiscal compact, verifica comunitaria della legge di Stabilità - gli spazi di movimento dei governi nazionali sono sempre più risicati, perché tutti si sono impegnati ad avere il bilancio in pareggio anche in assenza di crescita; per questo, giustamente, anche noi italiani lo spostiamo al 2019. Secondo, perché dalla fine della crisi non si riesce a rilanciare gli investimenti (caduti del 20% in Europa dal 2008) sia privati, frenati dalla volatilità dei mercati, che pubblici, ingabbiati dall'assurda regola Ue che non permette di scompartirli dai vincoli di Maastricht. Terzo elemento di difficoltà quasi insormontabile è l'assenza d'inflazione.

Senza inflazione, anzi, in presenza di deflazione, ogni stima è destinata a sballare perché il pil nominale (crescita reale più aumento dei prezzi) sarà destinato a essere uguale al pil reale (crescita nominale meno inflazione) e al pil potenziale, normalmente stimato dalle organizzazioni internazionali. Ci si sorprende che il deficit del 2017 avrà bisogno di altri 11 miliardi di flessibilità per tendere dopo due anni a zero? Ma come potrebbe essere diversamente senza inflazione e senza una crescita almeno del 2%? Qualcuno ha dubbi che l'onere del debito monstre italiano e il suo rapporto sul pil sarebbe ancora al 132% della ricchezza nazionale se ci fosse un po' di inflazione da domanda in grado di aumentare il denominatore? È bene prendere atto che su queste variabili, a parte le riforme effettuate e la doverosa riduzione della spesa, l'Italia nulla può, come qualsiasi altro Paese europeo. E a nulla sembra servire anche il Quantitative easing della Bce. Dobbiamo quindi accontentarci di crescere quest'anno dell'1,2%, di avere un deficit-pil dell'1,8% nel 2017 e una disoccupazione poco sotto l'11%, quando negli Usa è al 5%? Certamente no. Ma il governo Renzi dovrebbe convincere la Commissione Juncker ad agire ancora più risolutamente sul pil dell'Eurozona, non solo con il sofisticato piano omonimo da 315 miliardi di euro (di cui a oggi sono stati mobilitati 76 miliardi, ma che di fatto finanzia progetti già bancabili) ma con decise politiche di opere pubbliche europee, tutte da svincolare dal Trattato. Servono uno, cento, mille ponti e autostrade, nuove infrastrutture, musei a cielo aperto, start up digitali, che rilancino il lavoro. E questo può avvenire solo se verrà attuata la Golden Rule, lo scomputo appunto dalle regole di bilancio comunitarie delle spese nazionali fatte per investi-

re sulla crescita. Senza questa mossa coraggiosa, sarà inutile lo sforzo quotidiano di spostare un po' più in là gli effetti del rigore sul debito, la morsa degli impegni di aumentare le imposte se non si taglierà la spesa (i 15 miliardi di clausole di salvaguardia che dai tempi di Tremonti vengono da tutti i governi posticipati) o la promessa di fare nuove privatizzazioni per ridurre l'indebitamento. Saranno tutte politiche dal fiato corto, pronte a essere smentite al prossimo aggiornamento. Esiste un'economia europea, non solo italiana, che va guidata con decisione. Un'ultima annotazione, in attesa che il Parlamento esamini il piano Renzi-Padoa-Schioppa, va fatta sull'ennesimo stop preventivo a richieste di nuova flessibilità dell'Italia, giunto dal vicepresidente della Commissione Jyrki Katainen, in quanto Roma avrebbe già utilizzato più di tutti gli altri le deroghe sui conti. Questa posizione è quanto meno confutabile, numeri e fatti alla mano. Lo sfioramento del 3% di rapporto deficit-pil di Francia e Germania a inizio millennio, il perdurante surplus commerciale di Berlino in barba alle leggi Ue, il salvataggio da 60 miliardi delle banche spagnole, gli aiuti europei a Paesi falliti come Irlanda e Portogallo, gli 86 miliardi di euro di nuovo prestito alla Grecia, la carta bianca sui migranti regalata a Londra per evitare la Brexit, come devono essere catalogati? Flessibilità o vere e proprie concessioni a necessità nazionali? Non si capisce perché Bruxelles usi la faccia feroce solo con un Paese fondatore, l'Italia, in prima linea peraltro nel difendere i principi di solidarietà e assistenza che la nostra Unione ha nel Dna e che spesso dimentica di possedere per occuparsi di decimali. Se questa è davvero la mentalità dei vertici Ue - francamente mi auguro di no - non ci sarà modo di trovare una via d'uscita comune dalle difficoltà enormi che ci attanagliano. A prescindere dall'accuratezza o meno del Def. (riproduzione riservata)

## Con l'ipo Aramco l'Arabia avvia l'era moderna

DI EDOARDO NARDUZZI

Economia di mercato e regimi non democratici possono convivere e anche bene per qualche tempo. Sono molti nel mondo gli esempi di Paesi governati da oligarchie non elette o prive di veri contropoteri capaci di contenerle. Ma è anche vero che nel lungo periodo maggiore libertà economica inevitabilmente si traduce in maggiore democrazia. È quasi impossibile fare avanzare le riforme economiche e adottare un modello di capitalismo pieno senza produrre effetti collaterali sugli equilibri istituzionali e sociali. Per questa ragione il recente annuncio del governo saudita, o meglio della monarchia wahabita, di voler parzialmente privatizzare, tramite quotazione in borsa, il colosso petrolifero nazionale Aramco, è di quelli che superano di gran lunga la sola dimensione finanziaria. Con la privatizzazione di Aramco l'Arabia Saudita comunica di aver deciso di avviare la stagione delle riforme e di voler marcare una discontinuità nel suo rapporto tra modernità e tradizio-

ne. Il principe ereditario Mohammad bin Salman Al Saud non ha fornito dettagli su quanto verrà quotato e cosa, ma i rumor in arrivo da Riyadh parlano di una quota pari al 10% della compagnia classata tramite le diverse società veicolo che interessano i diversi settori di business nei quali opera Aramco, un vero conglomerato dell'energia. Non la quotazione diretta di Aramco, quindi, ma di un fondo o di una società proprietaria del 10% del business di Aramco, un colosso che fattura oltre 300 miliardi di dollari annui e con riserve stimate pari a 270 miliardi di barili, che potrebbe valere tra i 2.500 miliardi di dollari, con una valorizzazione a 10 dollari al barile delle riserve oppure 10 mila miliardi se le stesse riserve sono valutate a 40 dollari al barile. Il 10% in borsa varrebbe tra i 250 e i 1.000 miliardi di dollari. Con il petrolio a 100 dollari la capitalizzazione, poi, diventerebbe stellare.

Qualsiasi parametro si applichi alle riserve (peraltro difficili da stimare puntualmente) Aramco sarà già nel 2016 la più grande società al mondo per capitalizzazione di borsa, superando Apple e Google e staccando Exxon di molte leghe. Qualunque decisione tecnica prenderà la casa reale saudita, quotazione solo alla borsa di Riyadh oppure anche a Wall Street oppure quotazione diretta o indiretta, il dado è tratto. Le riforme non sono più rinviabili se la casa regnante vuole stare agganciata alla globalizzazione. E per ottenere ciò deve accettare più economia di mercato e allora vuole anche dire che ha già messo in conto anche le riforme sociali. Difficile dire quando le donne potranno cominciare a guidare da sole per le strade di Dammam o camminare senza velo e con soltanto un foulard a coprire la testa, ma ormai è solo questione di tempo prima che la modernità, insieme agli analisti finanziari e agli investitori, sbarchi a Riyadh. (riproduzione riservata)