

7 0 8 1 2  
9 4771394677303  
UK £3.40 - Ch.fr. 10.00  
Francia € 6.00



Fidelity  
INTERNATIONAL



**POLEMICHE SE IL CAPO È STRANIERO, L'AZIENDA VA MEGLIO?**

# MILANO FINANZA

www.milanofinanza.it



Fidelity  
INTERNATIONAL



€ 4,20\* Sabato 12 Agosto 2017 Anno XXIX - Numero 158

MF il quotidiano dei mercati finanziari

Classeditori

Spedizione in A.P. art. 1 c.1 L. 46/04, DCB Milano  
\*Offerta indivisibile con MF Fashion  
(Milano Finanza € 3,80 + MF Fashion € 0,40)

**INCHIESTA**

*L'Italia ha pagato salatissimo il conto del terremoto finanziario cominciato nel 2007. Ma ora le banche sono più robuste, l'industria ricomincia a marciare e l'immobiliare si è risvegliato*

## Dieci anni di crisi È FINITA?

### Dieci investimenti per guadagnare in ogni caso

**ORSI & TORI**

DI PAOLO PANERAI

**G**li anniversari sono sempre un'arma a doppio taglio. Specialmente quando si vuole celebrare il decennale della più grave crisi finanziaria ed economica della storia degli ultimi due secoli del mondo occidentale. A dare il la alle celebrazioni (non certo una festa) del decennale della crisi esplosa nell'estate del 2007 e non ancora finita sono stati due dei migliori economisti italiani, **Francesco Giavazzi** e **Alberto Alesina**, che per l'occasione sono tornati a scrivere insieme per il *Corriere della Sera*. La loro tesi di fondo è che dalla crisi del '29, durante la quale il mondo occidentale si trovò senza liquidità finendo nella grande depressione, gli Stati e le banche centrali hanno imparato che la migliore ricetta per affrontare una crisi gravissima ed evitare che la recessione diventi depressione è quella appunto di inondare i mercati di liquidità. Partendo dal fallimento di **Lehman**,

il dissesto scatenante della crisi, gli Usa, specialmente con la **gestione Obama**, hanno immesso nel sistema miliardi e miliardi (esattamente 4 mila) di dollari e soprattutto hanno iniettato capitale nelle banche per salvarle e quindi salvare il sistema del credito e della gestione del risparmio, ancorché la causa principale della crisi fossero proprio le speculazioni e gli abusi delle banche. Il risultato, non solo a giudizio di Giavazzi e Alesina, è stato positivo perché gli Usa sono tornati quasi subito a crescere, le banche non sono fallite, anzi, e anche il denaro degli americani non è andato sprecato perché il Tesoro ha rivenduto in borsa le partecipazioni



THE SPIRIT OF PROJECT  
SISTEMA ARMADI COVER FREESTANDING DESIGN G.BAVUSO

Rimadesio

RIMADESIO.IT



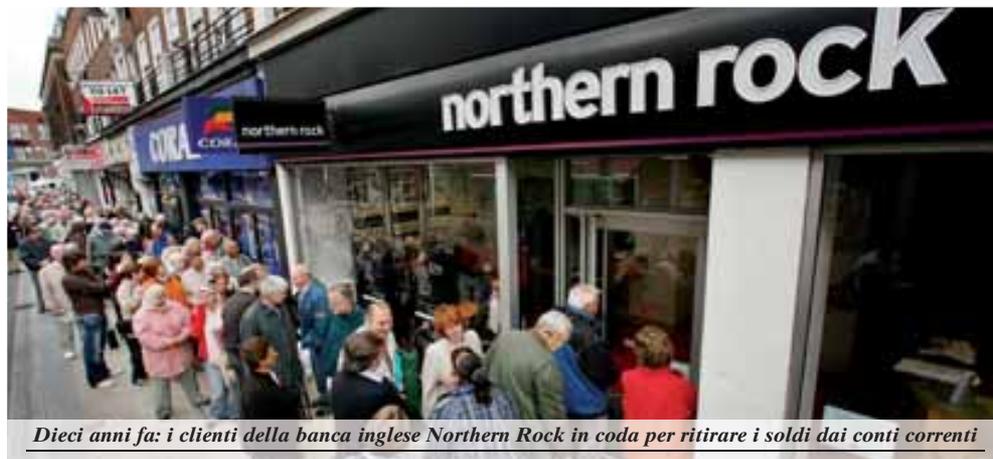
**IL DECENNIO PERDUTO/1** Nei dieci anni della Grande Crisi, l'Italia ha pagato un prezzo salato anche per le politiche imposte dalla Ue e dalla Bce (ai tempi di Trichet) Ora però sembra finalmente in grado di ripartire. A patto di non ripetere gli errori

# È finita davvero?

di **Giuliano Castagneto**  
e **Guido Salerno Aletta**

**I**l 17 agosto del 2007, dieci anni fa, la direzione di Bnp Paribas informò i responsabili di tre suoi fondi che non poteva più calcolare il valore degli asset in portafoglio, in massima parte titoli emessi a fronte di mutui subprime. In pratica quei fondi non valevano più nulla. Ciò innescò una crisi di liquidità che, come nella reazione a catena che avvia un'esplosione nucleare, travolse decine di altre istituzioni finanziarie. Tanto che sia la Fed che la Bce (allora guidata da Jean Claude Trichet) dovettero in tutta fretta intervenire, la prima con un taglio improvviso ai tassi (non accadeva dall'attacco alle Torri Gemelle), la seconda con massicce iniezioni di liquidità. Non bastò, perché un mese dopo la banca inglese Northern Rock chiese un prestito d'emergenza alla Bank of England e da lì cominciò una litania di crisi e dissesti bancari che culminò il 15 settembre 2008 con il crack di Lehman Brothers. Allora il governo Usa capì che doveva muoversi in prima persona per salvare il sistema finanziario americano, e con esso quello mondiale. Ma forse Washington si mosse in modo tardivo e non riuscì a impedire che la crisi travolgesse e stravolgesse tutto: dai valori di borsa ai tassi di disoccupazione, dai fallimenti delle imprese alle insolvenze bancarie, dalle finanze pubbliche alle politiche monetarie, con l'apparire per la prima volta di tassi negativi su depositi e obbligazioni.

**L'Italia ha pagato** un prezzo salatissimo, che si può riassumere in un dato, quello della disoccupazione. Nel 2007, ultimo anno di economia «in salute», era al 6,1%, mentre dieci anni dopo è all'11,7%, quasi il doppio. Nel frattempo il debito pubblico è arrivato al 132% del pil. Lo stesso pil negli ultimi dieci anni si è contratto del 7% in termini reali. Ciò non poteva non ripercuotersi sul sistema bancario, tanto che le sofferenze sono quadruplicate nel periodo da 47 a 192 miliardi (peraltro l'ultimo dato è già inferiore alla lettura dello scorso marzo, superiore a 200 miliardi). Non sorprende che il Ftse Mib, l'indice di Piazza Affari su cui le banche pesano moltissimo, si sia dimezzato da 44.364 a 21.404 punti (dato all'11 agosto). E ovviamente l'aumento del



Dieci anni fa: i clienti della banca inglese Northern Rock in coda per ritirare i soldi dai conti correnti

## L'ITALIA DOPO 10 ANNI DI CRISI

2007		2017
1493 miliardi	<b>PIL</b>	1734 miliardi*
1,7%	<b>CRESCITA DEL PIL</b>	1,2%**
2%	<b>INFLAZIONE</b>	1,1%
1602 miliardi	<b>DEBITO PUBBLICO</b>	2278 miliardi
103,10%	<b>DEBITO/PIL</b>	132,10%
1,60%	<b>DEFICIT/PIL</b>	2,4%*
6,10%	<b>DISOCCUPAZIONE</b>	11,70%
4,49%	<b>RENDIMENTO BTP</b>	2,01%
27 pb	<b>SPREAD SUL BUND</b>	159 pb
44.364	<b>INDICE FTSE MIB (PUNTI)</b>	21.814
47,2 miliardi	<b>SOFFERENZE BANCARIE</b>	192 miliardi
3089 miliardi	<b>RICCHEZZA FIN. FAMIGLIE</b>	3240 miliardi

\*a fine 2016, ultimo dato disponibile \*\* stima Istat

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

## QUANDO DRAGHI TIRÒ I FRENI

Gli asset in bilancio alle principali banche centrali



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

debito pubblico, stante la gelata del pil, ha portato lo spread da 27 a 164 punti base.

Adesso Fmi, Ocse e Banca d'Italia hanno rivisto al rialzo le stime di crescita del pil per il 2017, chi all'1,4 chi all'1,3%, ma il dato più significativo è che il miglioramento è di circa mezzo punto percentuale, non poco. Vorrebbe dire che, seppure molto indebolita da dieci anni tremendi, l'economia italiana sta recuperando vigore?

In effetti alcuni segnali di ritorno alla normalità si vedono. Stando a quanto riferisce l'ul-

tima Relazione Annuale della Banca d'Italia, è tornata a crescere la spesa pubblica, nonché l'accumulazione di capitale fisso, grazie anche agli incentivi varati dal governo nel biennio 2015-16 (tra cui quelli all'innovazione dell'Industria 4.0), oltre ai tassi d'interesse molto bassi. Queste tendenze si stanno rafforzando, anche perché, rileva Via Nazionale, risulta più facile per le imprese accedere al credito, considerato che la fase più acuta della crisi bancaria sembra ormai alle spalle, come evidenzia anche il citato calo del-

le sofferenze. Questo è anche il motivo per cui l'investimento in beni strumentali è attualmente più intenso tra le pmi, spina dorsale dell'economia italiana, molte delle quali esportatrici. Infatti le esportazioni dal 2010 hanno preso a crescere più della media del commercio mondiale. E sta aumentando la proiezione internazionale della manifattura italiana, soprattutto nelle produzioni di alta qualità. Non a caso negli ultimi dieci anni le aziende che più si sono apprezzate a Piazza Affari, sia nel paniere principale che sul segmento

Star (si vedano tabelle in pagina 9), sono proprio quelle, come Brembo, Luxottica e Campari, che vantano i marchi più conosciuti e apprezzati all'estero. Sembra emergere una nuova Italia, più pronta di quella precedente ad affrontare le sfide di un mondo che dalla Grande Crisi è uscito profondamente cambiato. Per rendersene conto basta dare un'occhiata alle performance della varie borse mondiali, in cui svettano gli Stati Uniti, che hanno aggredito prima di tutti gli altri la crisi e il cui punto di forza è soprattutto la tecnologia del Nasdaq, seguiti dalla Germania con la sua capacità strutturale di affermarsi sui mercati di tutto il mondo. L'Italia sembra ora rispondere bene, con imprese che investono, anche nell'innovazione, finanziate da banche che ricominciano a prestare, una volta alleggerite dalle sofferenze. Certo restano diversi elementi di rischio, a parte l'incertezza legata alle pulsioni populiste in diversi Paesi, inclusi gli Usa, che potrebbero portare a un aumento delle tendenze protezioniste, e all'insondabilità di Donald Trump in politica estera, soprattutto nel dissidio con la Corea del Nord. Anzitutto c'è da fare i conti con il debito pubblico, anche se il suo costo è molto diminuito grazie al Qe della Bce, da 83 a 65 miliardi di euro l'anno in cinque anni. Ma cosa succederà quando giungerà al termine il Qe di Mario Draghi?

**In effetti un altro fattore** di rischio che caratterizza l'economia globale oggi è l'elevatissimo peso assunto dalle principali banche centrali, che nel decennio 2007-2017 hanno triplicato gli asset in bilancio, passando da 6.200 a 18.800 miliardi di dollari. Sono loro i nuovi grandi creditori globali in un sistema economico e finanziario internazionale ancora squilibrato. Persistono Paesi strutturalmente eccedentari nel commercio, dalla Germania al Giappone, a fronte di altri sempre strutturalmente deficitari, come gli Usa, la Gran Bretagna e la Francia. Ma i surplus commerciali, i profitti e le rendite non alimentano più il debito crescente di Stati, famiglie e imprese. Solo Cina e Russia (quest'ultima forzata dalle sanzioni per l'annessione della Crimea e il sostegno ai separatisti in Ucraina) stanno modificando l'assetto produttivo per sostenere i consumi interni e sostituire le importazioni. Il 3 agosto scorso la Fed aveva asset per 4.446 miliardi di dolla-

ri, di cui 2.465 miliardi in titoli del Tesoro: il 23,2% del pil Usa, contro una media tra il 5 e il 6% del pil costantemente detenuta fin dal 1960. Anche la Bank of Japan ha più che quadruplicato gli asset, da 1.000 miliardi di dollari nel 2007 a 4.500 miliardi a luglio scorso, dal 21,5 al 94,1% del pil. Gli asset della People's Bank of China sono passati da 2.300 miliardi di dollari del 2007 ai 5.100 miliardi del giugno scorso. Raddoppio tuttavia di gran lunga inferiore all'andamento del pil nominale, scendendo dal 64,4 al 43,2%. Il sostegno di queste banche centrali all'economia è stato continuo e senza incertezze.

Solo la politica della Bce ha presentato un profilo anomalo, per via della exit strategy dalla politica monetaria superaccomodante, già pianificata a inizio del 2011. Dopo un aumento della liquidità durato ininterrottamente dal luglio 2007 al luglio 2012, c'è stata una forte contrazione protrattasi da allora fino a gennaio 2015: il discorso tenuto a Londra dal governatore Mario Draghi nel luglio di cinque anni fa, quando annunciò che avrebbe fatto di tutto per salvare l'euro dal collasso, coincide con l'inizio di una lunga restrizione monetaria, ribaltato solo dal marzo 2015 con il Qe, che prevede ancora l'acquisto di titoli di Stato per 60 miliardi di euro al mese. Le altre immissioni di liquidità decise da Draghi, dalle Ltro triennali effettuate tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012, alle T-Ltro, fino agli acquisti di Corporate bond e titoli cartolarizzati, non avevano neppure compensato il drenaggio di liquidità operato attraverso gli altri canali. In molte occasioni, era stata esplicitamente prevista la sterilizzazione di liquidità attraverso gli altri canali.

**Mentre a luglio 2007** le detenzioni complessive della Bce erano pari al 12,7% del pil dell'Eurozona, a luglio scorso erano quadruplicate, arrivando al 41,8% del pil, con attivi per 4.900 miliardi di dollari. All'inizio del 2015, prima dell'avvio del Qe, le detenzioni della Bce erano scese ad appena 2.400 miliardi di dollari (20,9% del pil), dopo essere arrivate nel luglio del 2012 al tetto di 4 mila miliardi (31,3% del pil). Il drenaggio di 1.600 miliardi di dollari, il 10,4% del pil dell'Eurozona, è durato ininterrottamente per 30 mesi: le banche del Nord Europa, che avevano ottenuto anticipazioni straordinarie di liquidità per fronteggiare l'illiquidità dei mercati dopo il crollo di Wall Street, vendevano ogni tipo di asset per rimborsare la Bce, soprattutto i titoli di Stato dei Paesi periferici, facendone crollare il valore. La speculazione si scatenò, alimentando il sadismo sociale contro i Paesi più deboli. Gli effetti congiunti della politica monetaria e di bilancio, entrambi restrittivi, sono stati fatali per molte economie

2007-2017: I TOP 15 DEL FTSE MIB		
	Prezzo 9/08/2017	Var. dall'8/08/07
◆ Brembo	13	+578,74
◆ Recordati	35,64	+526,58
◆ Campari	5,98	+200,84
◆ Terna	4,944	+96,97
◆ Luxottica Group	48,31	+87,82
◆ Exor	51,65	+80,42
◆ Azimut	18,79	+79,1
◆ Fiat Chrysler	9,985	+72,59
◆ Prysmian	26,86	+45,76
◆ Snam	4,042	+41,82
◆ Bca Mediolanum	7,3	+32,32
◆ Atlantia	26,16	+23,54
◆ STMicroelectronics	14,57	+12,15
◆ Hera	2,73	-1,66
◆ Buzzi Unicem	20,35	-8,95

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

2007-2017: I TOP 15 DELL'EUROSTOXX		
	Prezzo 9/08/2017	Var. dall'8/08/07
◆ Dialog Semicond Ls 2	38,115	+1.854,62%
◆ Ashtead Group Plc	1623	+1.029,04%
◆ Paysafe Group Ls	587	+763,24%
◆ Booker Group Plc Ord	196,6	+719,17%
◆ Wirecard Ag	67,5	+710,52%
◆ Plastic Omnium	32,525	+681,51%
◆ Sartorius Ag Vzo	83,21	+631,52%
◆ Rightmove Plc Ord 1p	4.122	+608,25%
◆ Micro Focus Ord 10p	2.097	+581,95%
◆ Hargreaves Lansdown	1.367	+570,1%
◆ Eurofins Scient.	462,8	+557,45%
◆ Btg Plc	648	+554,55%
◆ Duerr	97,59	+529,61%
◆ Recordati	35,64	+526,58%
◆ Randgold Res. Ltd	7.380	+520,17%

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

europee, con un'impressionante caduta dell'inflazione, passata dal +2,6% annuo dell'agosto 2012 al -0,6% del gennaio 2015.

Se tutte le banche centrali hanno drasticamente ridotto il costo del denaro per incentivare gli investimenti, la Bce si è pure avventurata nel territorio sconosciuto dei tassi negativi (ora per lo 0,4% su base annua) sui depositi bancari ulteriori rispetto alla riserva obbligatoria. L'afflusso di liquidità attraverso gli acquisti di titoli di Stato ha determinato rendimenti negativi su molte nuove emissioni, riducendo spread e l'onere per interessi. L'immissione di liquidità e la riduzione dei tassi di interesse, unite a condizioni più stringenti sul capitale bancario e alla debolezza dell'economia italiana, non hanno prodotto un aumento del credito al settore privato: nel marzo 2011 quello erogato alla famiglie e alle imprese non finanziarie ammontava a 1.495 miliardi di euro, con una crescita del 5,9% anno su anno; nell'aprile scorso si era ridotto a 1.400 miliardi (-95 miliardi). Considerando anche la pubblica amministrazione, la contrazione degli impieghi è stata di 131 miliardi, passati da 1.931 a 1.800 miliardi. La raccolta bancaria interna è rimasta stabile intorno a 1.724 miliardi, ma quella in obbligazioni si è dimezzata passando da 611 a 321 miliardi di

2007-2017: LE PRINCIPALI BORSE		
	Prezzo 9/08/2017	Var. dall'8/08/07
◆ Dow Jones - New York	22.048,7	61,44%
◆ Nasdaq Comp. - Usa	6.352,332	143,11%
◆ FTSE MIB	21.848,37	-46,25%
◆ Ftse 100 - Londra	7.498,06	17,27%
◆ Dax 30 Francoforte Xetra	12.154	59,8%
◆ Cac 40 - Parigi	5.145,7	-10,51%
◆ Ibex 35 - Madrid	10.596	-29,38%
◆ Nikkei - Tokyo	19.738,71	15,91%

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

euro. Il flusso di nuovo risparmio, la maggiore liquidità derivante dal Quantitative easing e l'avanzo commerciale sono stati investiti sui mercati finanziari, soprattutto esteri. Ci sono altre implicazioni del Qe, in termini di rinazionalizzazione e istituzionalizzazione del rischio. Gli acquisti di titoli di Stato italiani da parte della Banca d'Italia hanno sicuramente agevolato la riduzione del portafoglio dei non residenti: con detenzioni per 284 miliardi su un debito pubblico di 2.260 miliardi, ne ha assorbito il 12,5%. In Germania invece ci si lamenta del fatto che quasi la metà dell'attivo accumulato con il commercio estero, pari al 40% del pil, è rappresentato da asset detenuti dalla Bundesbank e da

2007-2017: I TOP 15 DELLO STAR		
	Prezzo 9/08/2017	Var. dall'8/08/07
◆ Reply	189,5	+630,53%
◆ Ima	82,75	+443,14%
◆ B Ifis	41	+440,32%
◆ La Doria	10,78	+396,77%
◆ BB Biotech	53,15	+346,79%
◆ Datalogic	26,32	+316,46%
◆ Txt e-solutions	12,03	+304,49%
◆ Interpump	24,46	+302,32%
◆ El En	25,34	+234,85%
◆ Marr	21,6	+192,35%
◆ Mutuonline	13,26	+164,82%
◆ Cembre	20,6	+154,57%
◆ Digital Bros	13,6	+139,65%
◆ B&C Speakers	11,44	+138,96%
◆ Tamburi	5,78	+137,61%

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

2007-2017: I TOP 15 DEL S&P 500		
	Prezzo 9/08/2017	Var. dall'8/08/07
◆ Netflix Inc	175,78	+6.747,15%
◆ Regeneron Pharma	474,09	+2.475,18%
◆ The Priceline Group	1906,8	+2.296,68%
◆ Incyte Pharmaceutica	130,08	+2.093,59%
◆ Skyworks Solutions I	104,74	+1.348,69%
◆ Alaska Air Group	84,34	+1.292,90%
◆ Amazon.Com, Inc.	982,01	+1.162,55%
◆ Edwards Lifesciences	116,26	+882,96%
◆ Concho Resources Inc	118,82	+822,52%
◆ Mastercard Inc Com	129,72	+776,37%
◆ Centene Corp	82,73	+773,6%
◆ Apple Inc	161,06	+741,29%
◆ Alexion Pharmac.	136,85	+739,7%
◆ Salesforce.com	90,12	+705,54%
◆ Constellation Brands	195,39	+700,12%

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

sono spesso gli stessi investitori tedeschi che vendono per ridurre la loro esposizione ai rischi esteri. La Bundesbank si ritrova così ad avere titoli di Stato tedeschi per 404 miliardi di euro, il 19% del debito pubblico di 2.086 miliardi. La Fed, come si è visto, ha in portafoglio titoli Treasury per 2.465 miliardi di dollari, l'11,7% di un debito federale di 21.037 miliardi. Il Qe della Bce è dunque molto più generoso con la Germania di quanto non lo sia stato quello della Fed, ma aggiunge liquidità dove non ce n'è bisogno per via dell'afflusso di capitali dall'estero in cerca di un porto sicuro e dell'avanzo commerciale. L'helicopter money delle banche centrali ha salvato il mondo dalla bancarotta, ma la liquidità, i risparmi e gli investimenti sono sempre più spesso in fuga dall'economia reale: la domanda finale non aumenta a un ritmo adeguato. Non basta più tenere a dieta i rentier, né si può tornare a crescere a debito in un contesto mondiale squilibrato: gli avanzi commerciali vanno riassorbiti con maggiore spesa pubblica e soprattutto con salari più alti. Dopo 10 anni festeggia chi ha accumulato squilibri esteri e chi ha puntato sul mercato interno, come la Cina. Chi ha praticato l'austerità, e fra questi c'è anche l'Italia, è ancora in mezzo al guado. (riproduzione riservata)