



AI
Anthropic sospende i modelli più potenti su pressing del governo
A.C. a pag. 2



L'IMPRESA
Reagens, Usa e India trainano l'espansione globale
A.C. a pag. 8



SUMMIT CHAMPIONS
Carraro (Morellato): «In azienda il coraggio deve permeare tutto»
Fabiana Storti a pag. 5

Il tycoon resta ottimista: «E Hormuz riapre». Ma Teheran frena sui tempi: «Non entro le prossime 24 ore»

Trump: «Oggi la firma dell'accordo»

Il memorandum dovrebbe escludere il nucleare e rappresentare una cornice preliminare

Editoriali

ATTENZIONE ALLA SUPER INTESA

di **Stefano Feltri**

Il grande entusiasmo tra politici e commentatori per l'operazione annunciata da Intesa Sanpaolo sul Monte dei Paschi è quantomeno prematuro. Nessuno osa però sollevare dubbi sulla più grande banca italiana, influente inserzionista dei media e con generose fondazioni bancarie nell'azionariato. Un approccio laico consiglia però una certa prudenza, almeno fino a quando non si capirà la reale portata del progetto.

CONTINUA A PAGINA 9



— Il presidente Usa Donald Trump (Imagoeconomica/Daniel Torok)

Ieri il premier pakistano Shehbaz Sharif, mediatore tra Washington e Teheran, aveva annunciato la possibile conclusione dell'intesa entro 24 ore. Ma il portavoce del ministero degli Esteri iraniano Baghaei ha frenato: nessun calendario definitivo, la cerimonia non si terrà a breve. Il documento in discussione non è un trattato definitivo, bensì una cornice di principi per la cessazione delle ostilità. Il dossier nucleare resta escluso e verrà affrontato solo entro sessanta giorni dalla sottoscrizione. Sullo sfondo, l'Iran pianifica le esequie della Guida Suprema Khamenei, ucciso nel raid israelo-americano di febbraio: le cerimonie funebri si terranno tra il 4 e il 9 luglio a Teheran, Qom e Mashad.

Alberto Cantoni a pagina 2

LO STRABISMO DA DEFICIT E SUPERBONUS

di **Dario Laruffa**

La polemica in tema di politica economica evidenzia svariati casi di strabismo. Strabismi non di Venere. Si guarda ad alcuni problemi, ma spesso ne sfuggono alla vista altri, a volte tutt'altro che secondari. Due casi: il superbonus del 110% e le preoccupazioni sul fatto che l'Italia sia o meno in Procedura di infrazione per l'andamento dei conti pubblici secondo le regole dell'Euro. Superbonus. Note le polemiche sui costi, appare invece del tutto assente dal dibattito politico un quesito di base.

CONTINUA A PAGINA 9

MEDIA

Amadeus torna in Rai? Ma stavolta la porta è chiusa

Andrea Vianello a pagina 13

Il figliol prodigo Amadeus difficilmente tornerà a casa Rai, ma la nostalgia dice qualcosa sul rapporto tra volti televisivi e aziende. Il passaggio al Nove non ha prodotto i risultati sperati: alcuni conduttori trovano il loro "vestito su misura" solo su certe frequenze. Come Pippo Baudo fu la Rai e la Rai fu Pippo, anche Ama sembra aver trovato nel servizio pubblico il suo porto naturale. Perché, tra Rai, Mediaset e Discovery, non tutti i travasi riescono: ognuno il suo. E mentre il mercato dei conduttori assomiglia sempre più a quello del pallone, certe bandiere possono ancora mancare.

SOTTO LALENTE

I poli It alla prova dell'Ai: i limiti del buy & build

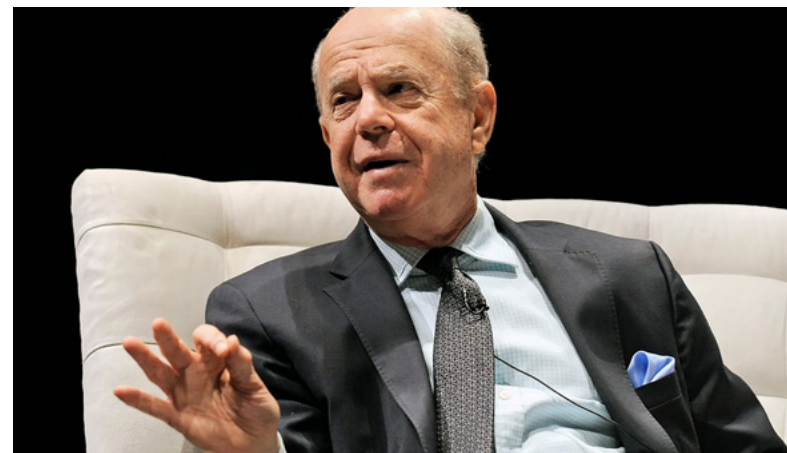
Caterina Della Torre a pagina 6

Il private equity ha fatto dell'It italiano uno dei terreni privilegiati della strategia buy&build: acquisizioni, aggregazioni e crescita dimensionale per costruire piattaforme da valorizzare alla successiva exit. I casi Lutech, Namirial e Finomina mostrano però il rovescio del modello: integrazioni complesse, leva finanziaria elevata e redditività non sempre consolidata. Mentre l'Ai accelera la trasformazione del settore, resta aperta la domanda: i fondi avranno il tempo di costruire vero valore industriale o lasceranno al prossimo proprietario una transizione ancora incompiuta?

L'INTERVISTA

Altman: «Credito sotto stress. E gli Usa rischiano più dell'Ue»

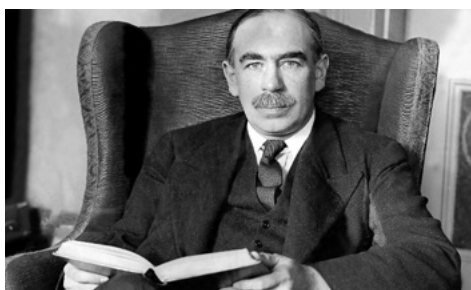
Maria Gaia Fusilli a pagina 10



OGGI SULL'INDICE

L'incertezza è la trama dell'esistenza economica

di **Camilla Valletti**



DOMANI SU MONITOR

Sempre meno società quotate ma valutazioni alle stelle

di **Maria Gaia Fusilli**



CUOA BUSINESS SCHOOL

L'offerta formativa CUOA

MBA, master, corsi executive e percorsi formativi su misura per manager, imprenditori e professionisti.

Scopri di più su www.cuoa.it

EDITORIALI

■ SEGUONO DALLA PRIMA

E Unipol e Bper si prendono quasi solo i costi

I RISCHI DELLA CONCORRENZA DELLA GRANDE INTESA



di **Stefano Feltri**

Cioè se include una integrazione con Generali per costruire un gruppo europeo protagonista in una competizione allargata all'Europa o se invece l'ad Carlo Messina si accontenterà di sfruttare crescenti rendite di posizione e potere nel mercato italiano.

Dalla fusione tra Intesa e Sanpaolo Imi nel 2007, la banca voluta da Giovanni Bazoli si è espansa sollevando ogni volta dubbi di antitrust e di eccesso di concentrazione, e ogni volta promettendo revisioni del perimetro, cessioni di sportelli, limiti.

Nei momenti decisivi, domande e dubbi sono svaniti in fretta, quando la politica appoggiava l'espansione: l'acquisto dei resti di Veneto Banca e Popolare di Vicenza a un euro con 5 miliardi di euro di dote pubblica, poi la fusione con UBI nel 2020, adesso l'intervento sul Monte Paschi che consente a governo e azionisti vari (Caltagirone, Delfin) di superare un fastidioso stallo e costruire uno di quei campioni nazionali che tanto piacciono dalla destra di governo.

Il fatto che poi che Intesa si prenda Mediobanca, ora dentro il perimetro di Mps, ma lasci il marchio del Monte dei Paschi al partner Unipol per integrarlo con Bper è una raffinatezza che denota la caratura politica dell'operazione: così la sinistra, o quello che ne resta, potrà continuare a illudersi di "avere una banca" (come diceva una volta Piero Fassino) senza però conservare alcun potere o influenza reale. Le cooperative dietro Unipol e Bper si prendono quasi soltanto costi, cioè la rete di sportelli.

E Intesa cosa vuole fare davvero? Come ha osservato Ignazio Angeloni, già direttore generale per la stabilità finanziaria della Bce, ci sono due scenari: quello di una Intesa Plus tutta nazionale, una grande banca italiana con molto potere di mercato e

poca concorrenza, o quella di una Euro-Intesa che si proietta all'estero.

Per farlo però dovrebbe integrarsi con Generali, e questo sembra il naturale secondo tempo dell'operazione attuale: Messina non soltanto sta acquisendo, con Mps-Mediobanca, il 13 per cento di Generali, me ne ha anche comprato un altro 3 per cento proprio mentre annunciava la scalata a Siena.

Sia che Intesa resti nazionale, sia che nella versione Intesa-Generali tenti operazioni simili a quelle di Unicredit-Commerzbank, quando la politica italiana avrà finito di spellarsi le mani negli applausi potrebbe porsi qualche domanda su come proteggere gli interessi dei clienti italiani.

Se la concorrenza stimola a migliorarsi ogni giorno, la scarsa competizione può incentivare qualche rilassatezza nella cultura aziendale.

Due episodi, che non indicano niente di generale, ma che sono fatti: il garante della privacy ha sanzionato Intesa per 17,6 milioni di euro per aver spostato sulla banca digitale Isybank 2,4 milioni di clienti senza chiederglielo (già l'Antitrust aveva criticato l'operazione e poi accettato i rimedi).

Sempre il Garante della privacy ha multato Intesa per altri 31,8 milioni per le falle nella protezione dei dati rivelate dall'attività di un impiegato pugliese che per due anni ha curiosato nei conti dei correntisti più noti. Non è emerso che lo facesse per conto di altri, ma certo la protezione dei dati dei clienti di Intesa era migliorabile.

Negli ultimi anni le banche hanno fatto soldi con il margine di interesse, cioè con la differenza tra il costo del denaro raccolto e i rendimenti di quello prestato: con tassi bassi della Bce, i margini aumentano. Ora che Francoforte aumenta di nuovo i tassi, quel margine di interesse si ridurrà, spingendo le banche ad alzare le commissioni per non perdere ricavi.

Se confrontiamo l'andamento dei ricavi da commissioni di Intesa Sanpaolo tra il 2019 e il 2025, vediamo che sono cresciuti in linea con il settore (+25,2 per cento nelle commissioni nette).

Ma i rincari maggiori sono stati per i servizi che si fondano sulla rete commerciale e la relazione con la clientela: se i costi dei conti correnti sono aumentati solo del 6,8 per cento, perché si tratta di una commodity dove c'è grande concorrenza, le commissioni del collocamento titoli sono cresciute dell'84,8 per cento in sei anni, quelle per incassi e pagamenti del 50,2 per cento.

Una Intesa più grande e con meno concorrenza potrebbe essere tentata dall'estrarre ancor più valore dalla sua vasta clientela.

Se il progetto Mps andrà in porto, poi, la nuova Intesa si ritroverà nell'azionariato due gruppi industriali importanti come Delfin e Caltagirone.

La Bce adotta ogni tipo di regola e provvedimento per evitare che imprenditori industriali possano condizionare le politiche di credito delle banche, e qua in Italia si disegnano arabeschi societari per ottenere esattamente quel risultato.

Il governo, o almeno Giorgia Meloni da palazzo Chigi, sembra soddisfatto di tutto questo. Probabilmente perché pensa che una singola grande banca-Paese sia un interlocutore più affidabile e prevedibile (cioè influenzabile) di entità più internazionalizzate come l'Unicredit di Andrea Orcel, che infatti con la politica litiga spesso.

Come regola generale, se la politica approva il consolidamento di un settore, allora i clienti di quel settore possono avere qualche legittima preoccupazione. Come dice il premier Mark Carney parlando di geopolitica – ma vale anche per la finanza – «se non sei al tavolo, allora sei sul menu».

SUPERBONUS E DEFICIT, QUEGLI STRABISMI CHE FANNO PERDERE DI VISTA I PROBLEMI



di **Dario Laruffa**

Il 110% aveva in sé, in partenza, un vincolo e una missione di natura ambientale: siamo in grado di dire se il provvedimento abbia funzionato dal punto di vista ecologico, legato al risparmio energetico? Avendo ben chiaro che, come abbiamo imparato, il risparmio energetico è questione tutt'altro che solo ambientale, per quanto è rilevante sia economicamente sia sul più complessivo fronte dell'indipendenza nazionale.

Ricordate? Nacque imponendo concrete misure di risparmio, con il salto di due classi energetiche attraverso cappotti termici, pompe di calore, schermature solari, materiali ecologici. Tutto un arrovellarsi e distinguere fra interventi trainanti e trainati. Alla fine, tutti lavori autocertificati, sottoscritti da professionisti accreditati (per carità): ma i controlli?

Ci sono stati, i controlli, sulla parte fiscale e su opere addirittura mai realizzate. Hanno funzionato e hanno riportato miliardi nelle casse dello Stato. Ma nulla ci dice se il Superbonus sia stato o meno anche occasione per, diciamo, "distrazioni ambientali". Eppure il risparmio energetico e il rinnovamento urbano erano i punti di partenza.

Per questo una verifica sul campo non sarebbe secondaria. Non appare impossibile, in tempi di intelligenza artificiale, definire un campione significativo di abitazioni sul territorio nazionale che abbiano fatto ricorso al 110%. Secondo passo: verificare quanto le abitazioni consumassero fra gas ed elettricità prima del Superbonus. Terzo passo: vedere quanto consumano dopo, in termini di quantità, ovviamente, non di prezzi. Naturalmente considerando possibili variabili intervenute, come ad esempio un cambiamento del numero delle persone per ogni singola unità o significative modifiche climatiche nel periodo in esame, con potenziale impatto sui consumi.

Sulla vicenda esistono stime iniziali – positive sulla minore emissione di CO₂ – di Nomisma, ma non ne sono state pubblicate le metodologie; mentre nel 2022 Banca d'Italia prevedeva che «i benefici ambientali del Superbonus 110% ripagherebbero i costi finanziari in circa 40 anni». Auguri.

Un rapido riassunto delle puntate precedenti ricorda invece dove lo sguardo sia stato puntato. Costi del Superbonus: 220 miliardi di euro di spesa pubblica (tre volte il previsto), pur con 116 miliardi di euro (al 2025) di investimenti aggiuntivi generati (fonte Mef). Effetti su crescita e occupazione: sino al 2023 positivi (fonte Ufficio parlamentare di bilancio), poi ridotti o annullati di pari passo al ridimensionamento del bonus, via via tagliato sino al 50%, zone terremotate escluse. Effetti futuri sul debito pubblico: per il 2025-2027 oltre 100 miliardi di euro, il 4,6% del Pil (fonte Upb). Efficacia: il 36% degli interventi sarebbe stato effettuato comunque (Upb).

Effetti sulla diatriba politica: varato nel maggio 2020 dal governo Conte II (il Conte giallo-rosso), il 110% è da sempre difeso dal Movimento 5 stelle. Draghi vuole cambiarlo radicalmente: Conte minaccia la crisi, tutti si oppongono, inclusi Lega e Forza Italia. Meloni, all'opposizione, lo definisce: «uno strumento molto utile per rilanciare l'economia e sostenere un settore in difficoltà (edilizia, ndr), fatto in gran parte da piccole e medie imprese». Alla fine Draghi lascia perdere.

Arrivata al governo nel 2022, Giorgia Meloni cambia idea: il 110% è «un disastro», «la più grande truffa ai danni dello Stato», «una misura irresponsabile». Il ministro dell'Economia Giancarlo Giorgetti parla di «un mostro per la finanza pubblica». Certamente il 110% è stato usato più a lungo e più intensamente del previsto e questo ne ha fatto salire i costi, però...

Altro caso di strabismo: cosa cambia se l'Italia è o non è sotto procedura europea di infrazione per ec-

cessivo deficit pubblico.

Il fatto che lo sia ancora per frazioni di decimale (sulla base dei dati 2025 che dovremmo recuperare nel 2026) ha motivato note polemiche: opposizione contro governo («avete fallito»), governo contro Ragioneria generale dello Stato e Istat («non siete stati attenti, qualcuno ha tradito»).

In realtà essere "controllati speciali" conta molto se chi compra i tuoi titoli di Stato si sente insicuro. E così, sinora, non è. Il differenziale di rendimento dei Btp decennali è di 74 punti nei confronti degli analoghi tedeschi, a nostro svantaggio: migliorabile, ma sostenibile. I tedeschi nel 2026 e 2027 avranno un rapporto deficit/Pil poco sotto e poco sopra il 4%; il noto limite fissato dai trattati è il 3%. La Francia accusa un rapporto deficit/Pil attorno al 5% nel 2025-2027; il suo spread è inferiore al nostro, a quota 65 punti. E i francesi hanno un debito che sfiora il 120% del prodotto interno, sono più vicini a noi che ai tedeschi. Morale: il giudizio su un Paese si basa su un intreccio di elementi e il sentimento dei mercati finanziari conta più degli occhi cattivi di Bruxelles.

Le regole dell'euro prevedono, è vero, sanzioni anche aspre per chi non si metta in regola in tempi decenti. Ma dovrebbero essere varate in ultima istanza dai ministri della zona euro, non dai burocrati di Bruxelles. Lo pensate realistico? No, e infatti non è mai accaduto.

E dunque, chi se ne frega degli "occhi cattivi di Bruxelles"? Certo che no. Acquisire flessibilità sul risparmio energetico – oltre che sulle spese militari – è cosa buona e giusta, purché non venga intesa come un "liberi tutti". Questa flessibilità dovremo ripagarla.

I conti pubblici in ordine possono costare voti se perseguiti seriamente, o procurare consensi se messi in discussione per propaganda; ma servono a noi, non agli euroburocrati.