



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28402 - L.1972 - T.1851

Data Stampa 6640-Data Stampa 6640

Data Stampa 6640-Data Stampa 6640

Il dossier del credito

UNICREDIT IN GENERALI



Andrea Orcel

Ad di Unicredit

Unicredit non commenta le indiscrezioni di stampa relative a un ulteriore incremento della sua quota in Generali. E ribadisce di continuare a qualificare la presenza nel Leone di Trieste come «un investimento finanziario, ci garantisce un rendimento interessante». Nei giorni scorsi, in occasione dell'assemblea della compagnia assicurativa, è emerso che l'istituto di credito guidato da Orcel è salito all'8,72% del capitale

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28402 - L.1737 - T.1737



Data Stampa 0006640 LA STRATEGIA 040

DI ORCEL

Data Stampa 0006640 Data Stampa 0006640

Campagna tedesca con un occhio
alle Generali Greco pag. 24

LO SCENARIO

Orcel, campagna tedesca e un occhio alle Generali

L'acquisizione di Commerzbank continua a incontrare resistenze. Se non andrà in porto, Unicredit non resterà spettatrice del secondo tempo del risiko italiano



L'OPINIONE



L'OPINIONE

L'operazione di Piazza Gae Aulenti incassa il placet del ministro dell'Economia Giorgetti: "Rispettiamo il progetto, è ambizioso e ha razionali economici importanti"

Secondo Mediobanca Research se il gruppo milanese riuscisse a fondersi con quello concorrente otterrebbe "un vantaggio sulle prossime aggregazioni"

Andrea Greco

Dopo 18 mesi di corteggiamento, sempre vani, Andrea Orcel non vuole lasciare niente di intentato sul fronte tedesco. E il lancio dell'Ops di Unicredit su Commerzbank, con premio minimo (4%) subito superato in Borsa, ha un po' il sapore dell'ultimatum. Se la quota del 26,7% di Unicredit, appena cresciuta a un 32,64% virtuale tramite nuovi derivati, a fine operazione supererà il 40% che dà il controllo dell'assemblea, la storia può continuare. Diversamente, «ci prenderemo una pausa di 12-18 mesi e ci concentreremo su altre questioni interne», ha detto il banchiere italiano. Il che, sapendolo funambolico, può voler dire tante cose: dal semplice riavvio del buyback da 4,75 miliardi promesso ai soci a un ritorno in campo sul risiko italiano, dove gli ultimi sviluppi su Mps e Banco Bpm dicono che le sfere sono in movimento. Unicredit, che sul mercato domestico ha spazio per crescere, non vuol certo stare a guardare i balli altrui. Lo pro-

va il fatto che la banca si è presentata all'assemblea di Generali con l'8,72%, oltre un miliardo in più rispetto al 6,7% depositato nell'aprile 2025. Per fonti vicine alla banca è solo «un investimento finanziario»; ma da oltre 5 miliardi di euro.

In Germania, verso Pasqua, si è consumato lo sterile incontro tra Orcel e Bettina Orlopp, ad di di Commerz. La chimica tra i due resta a zero, per carattere e perché mancano i presupposti "politici" per un'aggregazione transfrontaliera: anche se tutti, perfino il cancelliere Merz, ne riconoscono l'urgenza a parole.

La banca italiana, che in Germania opera da vent'anni tramite Hvb, avrebbe titolo per integrare Commerz, che dalla crisi del 2008 ha avuto davvero «una storia di underperformance» (copyright di Orcel). Ma restano diversi ostacoli: oltre alla politica, un mercato gonfio di attese. Al lancio dell'Ops, più di un mese fa, il concambio proposto valorizzava 30,8 euro Commerz, oggi è sopra i 31 euro, ma la quotazione segna 34,4 euro, un 10% più in alto. Orcel ha sniegato, in una presentazione di da-

ti pubblici che precede il prospetto dell'Ops al via il 5 maggio, che Commerz «è sopravvalutata», proprio per le speculazioni partite nel settembre 2024, quando Unicredit entrò nel capitale. Da allora l'azione tedesca è raddoppiata, colmando un 22% di ritardo sul multiplo prezzo/utili del settore. Per questo l'ad di Unicredit si dice disposto «a un ritocco lieve» dell'offerta, e solo «con adesioni elevate», riducendo l'impiego di capitale (Unicredit stima 280 punti base di Ceti per salire al 50%, ma un controllo al 100% ridurrebbe l'assorbimento a 200 punti).

La partita in Borsa finirà a inizio giugno, ma oggi non si vede la fila



per consegnare titoli. Presto il cda di Commerz esorterà a non aderire a un'offerta che Orlopp non ritiene «un'aggregazione in grado di creare valore», bensì una «proposta di ristrutturazione autonoma, senza la comprensione di base dei fattori trainanti del nostro business model». Commerz non vuole rinunciare alla sua presenza internazionale a supporto delle imprese del Mittelstand, mentre Unicredit, ben più estesa, vorrebbe focalizzare la preda sui due mercati interni Germania e Polonia, limando i suoi costi dal 47% al 40% dei ricavi in due anni, e così alzando l'utile netto a 5,1 miliardi nel 2028, e a 6 miliardi nel 2030 in caso di fusione, con rendimento (Rote) del 25% annuo. Il piano *Momentum* varato da Orlopp stima un utile 2028 di 4,5 miliardi, con Rote al 15%, ma piazzerà nuove difese parlando al mercato l'8 maggio.

Tra i soci scettici, a dir poco, c'è il governo tedesco, cui resta un 12% dal salvataggio nel 2008, e che continua a ritenere «ostile e inaccettabile» la scalata. Per quel che possa valere, un placet politico Orcel l'ha però incassato, dal ministro dell'economia Giancarlo Giorgetti: «Rispettiamo il progetto di Unicredit, è ambizioso e se-

condo me ha razionali economici importanti». Il favore del Mef potrebbe anche diventare un freno, se Unicredit trasferisse la sede in Germania, da cui in caso di fusione originerebbe la maggioranza dei suoi ricavi e utili. Ma la banca continua a negare l'ipotesi di trasloco.

Come noto, e lo ha commentato Citi, l'Ops offre un premio limitato perché mira come primo obiettivo a portare Unicredit sopra la soglia del 30%, che darà flessibilità per poi crescere senza dover fare l'Opa obbligatoria, né diluirsi sotto soglia se Commerz cancellasse azioni proprie. Il paradosso è che più Unicredit compra, meno renderà il capitale investito a Francoforte: oggi la quota assorbe 100 punti base e porta 7-800 milioni di utili, per un 24-27% di resa. Per questo Citi scrive che Orcel dovrà calibrare molto bene eventuali rilanci: un esito intermedio, tra il 35 e il 40%, sarebbe subottimale.

Come che vada, la tempistica è lunga. Unicredit stima almeno un anno per ottenere le autorizzazioni al controllo, poi un periodo per unificare i due gruppi e la vera fusione, non prima di inizio 2029. Ma Orcel non starà ad aspettare tanto: «In

Italia il mercato è frammentato, noi abbiamo una quota del 9,9% quindi ci sono le basi per guardare opzioni che ci rafforzino», ha detto a *Bloomberg Tv*. L'ultima mossa, sul Leone triestino, conferma le mire di Unicredit. Per Generali, infatti, passano vari tasselli delle possibili nuove combinazioni del risiko nostrano. Sia nell'azionariato, dove Delfin con il 10% è un prospettico venditore (e Unicredit sta finanziando Leonardo Maria Del Vecchio per rilevare il 25% della holding da due fratelli). Sia ai vari livelli della "catena", dove stanno Mps e Banco Bpm, due gruppi già oggetto di vane trattative e attenzioni fin da quando Orcel arrivò, nel 2021. Mediobanca Research, che su Unicredit ha un "buy" con prezzo obiettivo a 92 euro, stima che Orcel «sia in grado di impegnarsi anche su altri fronti oltre a Commerz, dossier che si gioca in due fasi e su cinque anni»; e ritiene che inglobarla «darebbe all'istituto italiano un vantaggio sui rivali sulle future partite di aggregazione», dato che 10,5 miliardi dei 21 di utili stimati dal nuovo polo sarebbero cassa libera per tutti gli usi, acquisizioni comprese.

12%

Per il governo tedesco, al 12% di Commerz, la scalata è «ostile e inaccettabile»

LA FOTOGRAFIA
UNICREDIT A PIAZZA AFFARI



Fonte: Borsa Italiana

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS0840 - S.28402 - L.1972 - T.1619



I NUMERI

I PIANI DI UNICREDIT PER COMMERZBANK

	PIANO COMMERZBANK (MOMENTUM)	PIANO UNICREDIT (UNLOCKED)			COMBINAZIONE DELLE BANCHE
	2028	2028	VERSUS MOMENTUM	2030	2030
Cost/Income (in %)	47	40	-7 p.p.	37	30
Ricavi netti (in miliardi di euro)	14,0	13,6	-0,4	+15,0	45,0
Costi (in miliardi di euro)	7,0	5,7	-1,3	<6,0	<14,5
Utile netto (in miliardi di euro)	4,5	5,1	+0,6	6,0	21,0

Fonte: UNICREDIT



① Unicredit possiede il 26,7% di Commerzbank che sale al 32,64% con i derivati

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS0840 - S.28402 - L.1972 - T.1619

La quota di lavoratori sessantenni raddoppiata nell'ultimo decennio

È under 30 il 18,1% degli occupati, over 55 il 21 per cento. Intanto si svuota la fascia centrale più produttiva

I dati Inps

Passati dal 4,2 all'8,7% del totale: pesa lo squilibrio rispetto ai più giovani

In Italia la forza lavoro invecchia e perde la capacità di rinnovarsi. In base ai dati Inps sui lavoratori dipendenti del privato, tra il 2015 e il 2024 (ultimo aggiornamento) gli occupati sono aumentati del 25,4%, arrivando a sfiorare i 15 milioni, ma cambia profondamente la composizione generazionale: esplodono gli over 60 (+141% tra 60-64 anni e +231% oltre i 65), mentre si assottiglia il cuore del mercato del lavoro, quello tra i 30 e i 44 anni.

«Assistiamo a un progressivo spostamento verso le classi di età più mature, mentre si svuotano quelle centrali», afferma Pietro Checcucci, responsabile Inapp del gruppo di ricerca «Dinamiche demografiche e invecchiamento attivo». Il dato più evidente, in linea con il progressivo invecchiamento della popolazione, è l'allungamento dell'età lavorativa: i 60-64enni passano da 4,22 mila a oltre un milione; gli over 65 sono più che triplicati; la quota complessiva degli over 60 sale dall'4,2% all'8,7 per cento. Il trend riflette sia la dinamica demografica, sia l'effetto delle riforme pensionistiche, che hanno progressivamente spostato in avanti l'uscita dal lavoro.

Mentre gli estremi crescono, la fascia centrale si svuota: i lavoratori 35-39enni calano (-2,3%); i 40-44enni scendono ancora di più (-9,2%); anche i 30-34 anni crescono poco (+13,1%) e perdono peso sul totale. Il crollo dei 30-49enni è il segnale più critico perché riguarda il segmento più produttivo e stabile del mercato.

E infine i più giovani cercano di invertire la rotta (+63,5% tra 20 e 24 anni, +31% tra 25 e 29 anni) - segno di un ingresso sempre più dinamico nel mercato del lavoro, anche grazie agli incentivi sulle assunzioni - ma il trend non basta per riequilibrare il sistema: gli under 30 restano minoritari nella

forza lavoro, rappresentano il 18,1% del totale, e il loro aumento è insufficiente rispetto all'invecchiamento complessivo (il 20,8% ha più di 55 anni). «Gli under 30 sono sottorappresentati - aggiunge Checcucci - sia perché sono ancora nel sistema formativo, sia perché continuano a esserci barriere all'ingresso». Inet, ad esempio, restano un numero rilevante e i bollettini Uniocamere-Excelsior mettono in luce il mismatch tra domanda e offerta nell'accesso al mercato del lavoro.

Il rapporto 2025 dell'Istat (capitolo 4) si sofferma sulle organizzazioni pubbliche e private in sofferenza sul piano generazionale: nel 30% delle realtà censite dall'istituto gli over 55 sono più della metà. «Alcuni settori della Pa, come sanità e istruzione, sono particolarmente invecchiati negli ultimi anni - sottolinea il primo ricercatore Inapp -. Le imprese più piccole e quelle nel settore dei servizi registrano le maggiori criticità generazionali, mentre i più grandi riescono a dotarsi di una strategia. La desertificazione produttiva colpisce soprattutto i settori dove manca il cosiddetto "trasferimento d'impresa", come l'artigianato o la manutenzione». Istat, nel suo rapporto annuale, rileva anche una correlazione tra l'età più elevata dei lavoratori e quella degli imprenditori: «Più è anziana la leadership, più l'impresa tende a invecchiare», dice Checcucci.

I giovani si concentrano maggiormente nel turismo e nella ristorazione (dove rappresentano il 34,7% del lavoratori), nelle attività artistiche e intrattenimento (27,4%) e nei servizi alle imprese e commercio. Settori più flessibili, ma dove sono più diffusi contratti meno stabili. Gli anziani over 60 prevalgono nel lavoro domestico (36,6% del totale), nelle utilities (acqua, energia) e nel comparto della finanza e delle assicurazioni.

Il risultato è un mercato del lavoro più ampio, rispetto al 2015, ma sempre meno capace di innovare: «Le imprese con maggiori criticità sul piano generazionale - aggiunge Checcucci citando ancora il rapporto Istat - presentano indicatori peggiori legati alla capacità di innovare o investire in digitalizzazione».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Intrigo Generali

Lovaglio riflette sulla cessione della quota di Mps per evitare tensioni Unicredit, comparsa nel libro soci con l'8,7% del capitale, è salita ancora

220

In milioni di euro
i dividendi che
Generali frutta
a Piazza Gae Aulenti

8,72%

La quota di Unicredit
nel capitale di Generali
La cifra, però, sembra
essere più elevata

Il Monte nei giorni scorsi ha smentito l'ipotesi di una vendita in tempi brevi

GIULIANO BALESTRERI
MILANO

Liberarsi di Generali per concentrarsi sul terzo polo bancario, rafforzare il profilo commerciale ed evitare nuovi fronti di tensione. Luigi Lovaglio è forse l'unico banchiere italiano a non essere interessato al Leone di Trieste di cui, peraltro, è il primo azionista con il 13,2% del capitale in pancia a Mediobanca. Un atteggiamento che ha rilanciato le ambizioni di Andrea Orcel, numero uno di Unicredit, e messo in guardia l'amministratore delegato di Intesa Sanpaolo, Carlo Messina.

Un anno fa, Lovaglio definì la quota di Piazzetta Cuccia in Generali come un «nice to have» e iniziò a scavare un solco tra lui e l'imprenditore romano Francesco Gaetano Caltagirone, grande azionista di Generali e di Mps che lo stava sostenendo nella scalata a Mediobanca. E proprio l'ex ad di Piazzetta Cuccia, Alberto Nagel, per difendersi dall'offensiva di Siena provò a liberarsi di Generali offrendo il 13,2% in cambio di Banca Generali.

Tentativo fallito perché bocciato dall'assemblea dei soci lo scorso 21 agosto.

Lovaglio, però, ha imparato la lezione dall'ex rivale. E dopo essere tornato a sorpresa alla guida del Monte - era stato estromesso dalla lista del cda - vuole evitare una guerra di logoramento con gli ex alleati. Peraltro, nel primo consiglio d'amministrazione di Siena, il banchiere ha dimostrato di non voler guidare la banca collegialmente: nonostante una maggioranza di 8 consiglieri a 7, Lovaglio ha respinto la proposta della minoranza di indicare un presidente eletto nella lista del cda e ha assegnato tutte le poltrone di peso ai consiglieri di Plt. Una scelta che rafforza il controllo del banchiere proprio nel momento in cui sul tavolo potrebbero finire operazioni straordinarie.

A questo punto, la cessione della quota di Generali si profila come una delle poche leve strategiche in grado di cambiare davvero il profilo del Monte (anche se il Monte nei giorni scorsi ha smentito l'ipotesi di una vendita imminente). Un modo per spostare l'attenzione lontano da Siena. Di più: la valorizzazione dell'intera partecipazione porterebbe nelle casse del Monte quasi 8 miliardi di euro. Risorse che Lovaglio potrebbe decidere di utiliz-

zare per accelerare la costruzione del terzo polo bancario, a partire dal dossier Banco Bpm. Se per Lovaglio, quindi, la quota in Generali è semplicemente un nice to have che vale 330 milioni di euro sotto forma di dividendo - circa l'11% dell'utile Mps nel 2025 -, per altri banchieri italiani è un nodo cruciale per lo sviluppo industriale. E per i grandi azionisti privati, da Caltagirone a Delfin fino a Benetton, è lo snodo del risparmio tricolore: un salotto buono che si apre in oltre 50 Paesi del mondo.

Non per nulla nel 2017 Carlo Messina, amministratore delegato di Intesa Sanpaolo, studiò l'acquisizione del Leone: l'operazione non decollò e venne chiusa in un cassetto. Negli ultimi mesi, il banchiere ha smentito ogni possibile ritorno di fiamma sottolineando come i tempi siano cambiati e come per Intesa, Generali non sia più così interessante.

Orcel, invece, ha iniziato a prendere posizione sul Leone un anno fa. Una posizione costruita in derivati e mai smontata, anzi convertita integralmente in titoli fisici prima dell'ultima assemblea di Trieste. Unicredit è comparsa nel libro soci con l'8,7% del capitale: secondo quanto raccolto in ambienti finanziari da *La Stampa*, già giovedì scorso la quota potrebbe essere più alta, anche



per effetto di ulteriori posizioni costruite nel tempo e non interamente visibili. Secondo *Repubblica*, invece, ci sarebbero stati ulteriori movimenti intorno al titolo del Leone e Orcel sarebbe uno dei principali indiziati. Di certo, per effetto del buyback annunciato del ceo di Generali, la quota potrebbe salire ulteriormente.

Piazza Gae Aulenti ribadisce che si tratta di un mero «investimento finanziario» che frutta oltre 220 milioni di euro in dividendi, ma c'è anche «una partnership commerciale con Generali in diverse aree di business». Peraltro, come scritto da *La Stampa* a inizio febbraio, Orcel e Donnet hanno iniziato a discutere di come rafforzare ulteriormente questa intesa, allargando - se possibile - le aree di cooperazione. L'investimento di Unicredit, quindi, serve anche a proteggere i piani di sviluppo della banca: un eventuale riassetto della quota Mps potrebbe infatti rimettere in discussione gli equilibri attuali. Magari proprio da Intesa Sanpaolo.

Resta però il nodo politico: qualsiasi mossa su Generali difficilmente potrebbe prescindere dall'equilibrio tra i grandi azionisti italiani e dal ruolo del governo in una partita considerata strategica. —

REPORTAGE/STEFANIA



Il simbolo Il leone alato di San Marco è il simbolo di Assicurazioni Generali dal 1848

LE NOMINE PER LE AUTORITÀ DECISIVE
SU CONCORRENZA E COMPETITIVITÀ
(Data Stampa 0040 - Data Stampa 0040)

ANTITRUST E CONSOB VIETATO SBAGLIARE

di **FERRUCCIO DE BORTOLI**

Uno dei misteri politici del momento è come abbia fatto una maggioranza di governo, che si è vantata, giustamente e a lungo, di essere la più stabile in Europa, a disunirsi in maniera così clamorosa dopo il voto referendario del 23 marzo. Le possibili spiegazioni sono numerose. Smentendo una celebre frase di Giulio Andreotti, il potere logora anche chi ce l'ha, specie se gode di un'opposizione in ordine sparso. Chi governa si adagia, si illude di bastare a sé stesso, si inebria di sondaggi, nutre l'hybris.

La superbia è una brutta bestia. E allora il termometro del malessere non è tanto nelle dimissioni,

più o meno forzate, di ministri e sottosegretari, quanto nell'incertezza delle nomine nelle società controllate o partecipate. Tra gli esempi, il caso Leonardo che vede il licenziamento di chi ha quadruplicato il valore del gruppo e la spiacevole coda della presidenza dell'Eni ridotta a ripiego di circostanza. In Italia non c'è un commissioner, come nella normativa britannica, che giudichi la bontà tecnica delle nomine nelle società pubbliche. Se ci fosse sarebbe aggredito ogni giorno. Il grado di autorevolezza e solidità di un governo si misura nella capacità di scegliere, nominare e sostenere le persone giuste, rispettandone l'autonomia decisionale

IL POLSO DELL'AUTORITY



DALLA CONSOB ALL'ANTITRUST NOMINE, MERCATO E NUOVI EQUILIBRI

Quando l'appartenenza prevale sul merito, si scambia la fedeltà per lealtà, si esaltano i rapporti amicali, i casi sono due: o si è troppo sicuri della propria posizione di comando da non avere più paura del giudizio dei mercati e delle comunità di riferimento o si è in piena sindrome di fine stagione. Entrambi gli scenari non sono particolare positivi per il governo Meloni.

Ora si parla molto della presidenza della Consob, già ampiamente scaduta con l'addio di Paolo Savona (ri-compensato all'epoca per la mancata

nomina a ministro dell'Economia nel Conte 1) e, ancora di più nei prossimi giorni, di quella dell'Autorità per la concorrenza e il mercato. Il mandato del magistrato Roberto Rustichelli, nominato sempre ai tempi del governo gialloverde (e proposto dai presidenti delle Camere, Casellati e Fico) terminerà ufficialmente il 5 maggio.

Il valore

Le scelte per i vertici di due delle più importanti authority sono un passaggio assai significativo. Non solo

per il mondo dell'economia, ma anche e soprattutto per gli equilibri di potere in una democrazia rappresentativa. Basta leggere l'ultimo bel libro di Marta Cartabia (*Custodi della de-*



mocrazia, Egea) per ben rendersi conto di quanto siano importanti le autorità indipendenti, non solo le Corti, per valutare lo stato di salute di un sistema democratico.

La vicenda Consob è già al centro delle polemiche intestine nella maggioranza di governo, con Forza Italia contraria all'indicazione del sottosegretario all'Economia, il leghista Federico Freni. Una nomina di questo tipo, senza nulla togliere alle qualità della persona, è inopportuna. È sconsigliabile che chi è in posizione terza sia chiamato a giudicare l'applicazione di norme di cui è autore. O a intervenire in questioni, non prive di code giudiziarie, come la scalata di Monte Paschi a Mediobanca.

Freni poi sarebbe coinvolto, insieme agli altri commissari, nelle delibere sulle conseguenze di un'operazione nella quale il governo è stato parte determinante. La legge Frattini imponeva un stop di almeno dodici mesi tra una posizione e l'altra. Il successivo decreto Severino sollevava una questione di incompatibilità. La prassi non è stata sempre rispettata in questi anni. Le nomine delle authority restano politiche. Anche quando c'è una sorta di velo istituzionale, con il passaggio dalle presidenze di Camera e di Senato. È stato chiesto, comunque, un parere all'Avvocatura generale dello Stato.

Per la sostituzione di Rustichelli si fanno i nomi dell'attuale segretario generale dell'Autorità, Guido Stazi, che appare il favorito, e di un membro del collegio, Saverio Valentino. Forte è anche la candidatura del segretario generale della Presidenza del Consiglio, Carlo Deodato, ma sembra che Meloni non voglia privarsi del suo stretto collaboratore.

La contemporaneità delle due nomine, Consob e Antitrust, dovrebbe

favorire le compensazioni politiche all'interno della maggioranza. Anche questa è una cartina di tornasole della solidità di una coalizione che solo qualche mese fa appariva sufficientemente granitica.

Il panorama

La scelta per l'Antitrust è delicata anche per ragioni legate al radicale cambio di idee sul valore della concorrenza in un mondo in cui l'innovazione sembra prerogativa esclusiva di Stati e oligopolisti. C'è il ritorno prepotente del potere pubblico nell'economia. Il protezionismo è tentazione quotidiana e, soprattutto, popolare. Di questi temi si discuterà in un convegno internazionale (*Competition policy for european competitiveness*) organizzato a Roma per il 29 aprile, dall'Associazione italiana antitrust con la partecipazione di molti dei presidenti di autorità straniere. «Difendere i principi della concorrenza — spiega il presidente dell'Associazione italiana antitrust, Alberto Pera — pur in un contesto così cambiato e con il rilancio delle politiche industriali, è ancora più necessario. L'innovazione richiede massa critica, non c'è dubbio. L'Unione ha bisogno di campioni europei nei mercati mondiali è vero. Ma questi devono essere il frutto di aggregazioni di società cresciute grazie alle libertà del mercato. I grandi operatori digitali, per esempio, non sono la conseguenza di fusioni tra imprese esistenti, ma il risultato di un mercato aperto a *start up* innovative che ha consentito loro una formidabile crescita interna. Non bastano le concentrazioni, occorre un contesto culturale e normativo favorevole alla creazione di nuove imprese. E in questo le autorità indipendenti hanno un ruolo

ancora più importante. Per esempio nell'individuare e suggerire modalità per la rimozione di quelli che Draghi chiama i "dazi interni": cioè i vincoli spesso di carattere normativo o amministrativo che a livello nazionale proteggono gli operatori delle diverse giurisdizioni europee e così impediscono lo sfruttamento delle potenzialità del mercato unico. Analisi teoriche ma, soprattutto, studi empirici, mostrano come non solo spinta concorrenziale sia necessaria per incentivare l'innovazione nel mercato, ma come la riduzione della concorrenza, dovuta al prevalere di posizioni dominanti o a una maggiore concentrazione o a una applicazione meno rigorosa della normativa, riduca anche l'innovazione e la crescita della produttività». Intanto la proposta di Bruxelles dell'*Industrial accelerator act*, prevedendo quote negli appalti pubblici riservate ad aziende europee e limiti alle importazioni e agli investimenti, soprattutto americani e cinesi, pone agli esperti e ai difensori della concorrenza una non trascurabile sfida culturale.

La possibilità che l'Unione aumenti dal 14 al 20% il peso della manifattura solleva forti dubbi visto anche il peso rilevante e crescente dei servizi nell'economia moderna. «Storicamente — conclude Pera — le politiche di sostituzione delle importazioni sono state la maledizione delle economie sudamericane; hanno avuto successo negli anni '60 e '70 in Giappone, soltanto perché il mercato protetto era caratterizzato da una fortissima concorrenza interna, come a suo tempo notò Michael Porter, il guru della strategia industriale. Resta da vedere se questo sarà il caso in Europa: una ragione in più comunque per stimolare la concorrenza».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Le scelte per i vertici di due importanti istituzioni di vigilanza sono un passaggio significativo per il sistema. Come sta andando? Dopo l'addio di Paolo Savona alla Commissione, resta in sospeso tra i dissidi della maggioranza la proposta (discutibile) di sostituirlo col sottosegretario all'Economia Federico Freni

Tra una settimana si apre poi la partita per la guida dell'organismo che presidia la Concorrenza, visto che il magistrato Roberto Rustichelli termina il suo mandato ufficiale il 5 maggio

Tra i candidati gli interni Stazi e Valentino, oltre a Deodato segretario generale alla presidenza del Consiglio

La partita delle regole e dell'indipendenza in un'Europa che ha bisogno di nuovi campioni nazionali



Paolo Savona
ex presidente Consob



Roberto Rustichelli
Antitrust (in scadenza)



Federico Freni
Sottosegretario Economia





Prezzi e salari: che cosa non va

di **Milena Gabanelli**
e **Simona Ravizza**

Stipendi fermi, prezzi alti. Contratti scaduti e rinnovi più bassi dell'inflazione, fisco che discrimina. Le colpe dei sindacati e le aziende non al passo con i tempi.

a pagina 25

DATAROOM

Prezzi alti e salari fermi Cosa si è inceppato?

CONTRATTI SCADUTI E RINNOVI PIÙ BASSI DELL'INFLAZIONE
MISURE FISCALI DISTORSIVE CHE DISCRIMINANO E NON RISOLVONO
LE COLPE DI SINDACATI E AZIENDE CON REGOLE FERME AL 1993

di **Milena Gabanelli** e **Simona Ravizza**

Perché lo stipendio che i lavoratori dipendenti mettono in tasca non regge il passo dell'aumento dei prezzi e nel carrello della spesa non riescono più a mettere le stesse cose di sei anni fa? Vediamo che cosa è successo.

I ritardi nei contratti

Finché l'inflazione rimane bassa, i rinnovi, pur non tempestivi, riescono comunque a mantenere la tenuta delle retribuzioni contrattuali. Fra il 2015 e il 2021 sono cresciute in linea con i prezzi (in alcuni casi anche poco sopra). Il quadro cambia con l'inflazione alta. Nel 2022 i prezzi aumentano dell'8,5%, nel 2023 del 6,4%. Quando il caro vita accelera, il fattore tempo diventa decisivo e, se i rinnovi arrivano tardi, nella vita reale la perdita si è già prodotta riducendo la capacità di spesa dei lavoratori.

Nel settore pubblico prendiamo come riferimento due categorie tipo che, complessivamente, rappresentano quasi 2 milioni di lavoratori. Nel comparto Istruzione e Ricerca il contratto 2022-2024 è stato firmato il 23 dicembre 2025, circa 12 mesi dopo la scadenza. Nel comparto Sanità la firma è ar-

rivata il 27 ottobre 2025, 10 mesi dopo. Questo significa che, per lunghi periodi, i dipendenti hanno continuato a lavorare con trattamenti economici definiti prima della fiammata inflazionistica. Ed è quello che si sta verificando ora: tutti i contratti in essere nel settore pubblico a febbraio 2026 risultano scaduti.

Nel settore privato a febbraio i contratti scaduti riguardano il 12,7% dei dipendenti, ma solo il mese prima la quota era del 35,3%. Anche qui vale la pena guardare ad alcuni comparti che, in totale, rappresentano 4,5 milioni di lavoratori. Nel Terziario il contratto scaduto nel 2019 è stato rinnovato soltanto nel 2024, con un ritardo di 5 anni! Per i Metalmeccanici il rinnovo del contratto scaduto nel 2024 è arrivato nel 2025, dopo 17 mesi di trattativa e 40 ore di sciopero.



Nel complesso oggi tra scadenza e firma passano in media 14 mesi nel pubblico e 13,7 mesi nel privato. Il problema è talmente grave che il governo Meloni sta pensando di introdurre per legge, con il decreto Primo maggio, piccoli aumenti automatici per i contratti scaduti: il 30% dell'inflazione programmata dopo 6 mesi e il 60% dopo 12.

L'erosione del potere di acquisto

Se guardiamo al rapporto tra salari e prezzi, vediamo che rispetto al 2019 le retribuzioni lorde sono aumentate del 12,2%, mentre i prezzi sono saliti del 19,7%. Questo scarto di 7,5 punti è quantificabile in una perdita annua di potere d'acquisto di oltre 3.000 euro per un insegnante, di circa 3.200 per un infermiere, arriva quasi a 3.400 per un commesso ed è pari a 1.755 per un metalmeccanico. I conti riportati sono elaborati per Dataroom dagli economisti Simone Pellegrino (Università di Torino), Marco Leonardi (Università di Milano) e Leonzio Rizzo (Università di Ferrara). Leonardi e Rizzo, autori del saggio *Il prezzo nascosto* (Egea), collocano questo fenomeno dentro una tendenza che parte da lontano: nel periodo 1991-2024 i salari lordi reali, cioè al netto dell'inflazione, sono aumentati del 32% in Francia, del 33% in Germania e del 48% nel Regno Unito. L'Italia, sola tra i grandi Paesi Ocse, registra invece un meno 2,4%.

Il fisco-tampone

Per consentire di recuperare una parte della perdita del potere d'acquisto sul lavoro dipendente, il governo Meloni è intervenuto attraverso il sistema fiscale. Per ridurre l'Irpef, oltre al taglio delle aliquote al 23 e al 33%, viene introdotto un bonus monetario (fino a 20 mila euro di reddito) e una nuova detrazione da lavoro dipendente (1.000 euro tra i 20 e i 32 mila euro, poi a scalare fino a 40 mila). Ma ridurre il danno non significa annullarlo. Infatti nei profili considerati restano in tasca 1.468 euro in meno per un insegnante, 1.688 in meno per un infermiere e 1.187 in meno per un commesso. Solo il metalmeccanico chiude con un minimo scarto: 37 euro in più l'anno. Questi interventi però stanno creando la distorsione del sistema fiscale.

L'Irpef, sulla carta, si fonda su un principio semplice: a parità di reddito il prelievo dovrebbe essere uguale. Ma quando l'imposta viene riempita di bonus, detrazioni e correttivi pensati per sostenere il reddito da lavoro, si producono discriminazioni. Infatti categorie diverse di lavoratori, a seconda del beneficio fiscale a cui hanno accesso, pur avendo lo stesso reddito finiscono con il pagare imposte differenti. Come pure i pensionati.

C'è poi un secondo effetto, più tecnico ma molto concreto, che riguarda gli aumenti di stipendio. Quando un lavoratore riceve un aumento, su questo aumento si applica l'aliquota di legge e contestualmente le detrazioni e agevolazioni da lavoro dipendente si riducono. Alla fine l'aumento lordo in busta paga si traduce in un aumento netto poco significativo.

Ed è proprio per evitare che i già esigui

aumenti concessi dai contratti vengano poi erosi dal sistema fiscale che il governo, con la legge di Bilancio 2026, introduce una misura temporanea sugli aumenti legati ai rinnovi contrattuali: si applica un prelievo del 5%. Nella pratica un metalmeccanico C3 con una retribuzione annua lorda di 30 mila euro nel 2024 riceve 638 euro lordi in più. Con il prelievo agevolato del 5% paga 32 euro di imposte. Con il sistema ordinario ne pagherebbe 227. Una differenza non da poco, ma questa misura è temporanea: dal 2027, salvo proroghe, si tornerà al regime ordinario.

Anche questo intervento, però, non risolve il problema strutturale. Lo attenua per un periodo limitato e, nello stesso tempo, introduce nuove differenze. La prima è tra categorie di lavoratori: la misura si applica ai dipendenti del settore privato e non a quelli del pubblico. La seconda è tra chi rinnova il contratto entro il 2026 e chi lo rinnova dopo: i primi possono usufruire del prelievo ridotto, i secondi no. Per questa ragione, sostiene il governatore della Banca d'Italia Fabio Panetta, i redditi da lavoro dovrebbero crescere prima di tutto attraverso la contrattazione e non per via fiscale.

Il sindacato e le soluzioni

La partita dei salari la devono giocare i sindacati, che dovrebbero ritrovare forza e ruolo. Oggi sono tanti, disuniti e deboli. Spesso arrivano ai tavoli in posizione difensiva, dopo quasi 40 anni passati a trattare più per salvare posti di lavoro che per migliorare i salari, perché le regole della contrattazione sono ancora quelle fissate a luglio del 1993. Nel frattempo però l'economia è cambiata e le imprese competono solo sul costo del lavoro: o tengono i salari bassi o minacciano di chiudere. È il caso delle tante aziende di subfornitura che lavorano per i grandi gruppi stranieri. Tutto questo finisce sui tavoli contrattuali e chi non ha la forza di tenere il punto cede. Infatti è ormai diventata una regola quella di arrivare a firmare i rinnovi contrattuali quando il triennio è già scaduto da tempo, con la busta paga ferma. Nel settore pubblico funziona lo stesso schema con l'aggravante che l'azienda è lo Stato, dove i partiti che governano ministeri e funzionari considerano i dipendenti pubblici marginali nella ricerca del consenso. Paradossalmente la politica presta più attenzione ai balneari che agli insegnanti o agli infermieri. Dunque se alla fine i sindacati sono sempre più fragili (e accade in tutto il mondo) dipende sia dai cambiamenti strutturali dell'economia, sia dal loro asservimento alla politica e dalla loro incapacità di trovare nuove forme di contrattazione. In questo contesto anche la politica fiscale deve cambiare direzione. A insistere su questo punto è l'Ufficio parlamentare di Bilancio nell'audizione sulla Finanziaria 2026: per non alimentare distorsioni l'Irpef deve essere uguale per tutti in base alle fasce di reddito, e va separata da bonus e detrazioni che invece dovrebbero diventare strumenti di sostegno al reddito mirati alle famiglie che ne hanno più bisogno.

Dataroom@corriere.it
© RIPRODUZIONE RISERVATA

I ritardi nei rinnovi dei contratti



Fonte: Elaborazione su dati Istat (2026) per Dataroom di Simone Pellegrino, Università di Torino e lavoci.info

Lavoratori in Italia



Crescita dei prezzi e aumenti dei salari
base 2015 = 100



Inflazione molto alta (2022-23): rinnovi contrattuali non adeguati

Il gap rimane



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - DS8840 - S.28404 - L.1620 - T.1619

Come cambia il potere di acquisto

Reddito netto 2026 rispetto al 2019 (€)	Variazione senza riforme fiscali	Beneficio da riforme fiscali	Variazione con riforme fiscali
Pmi commercio e servizi			
Responsabile vendita (quadro)	-3.491	1.785	-1.706
Commesso (IV livello)	-3.398	2.211	-1.187
Lavoro pubblico			
Insegnante scuole superiori*	-3.042	1.574	-1.468
Collaboratore scolastico	-2.031	1.499	-532
Medico	-4.309	1.442	-2.867
Infermiere	-3.203	1.514	-1.688
Metalmecchanico			
Quadro	-2.013	2.055	41
Operaio specializzato	-1.755	1.792	37

*laureato (18-24 anni di servizio)
Fonte: Elaborazione per Datareport di Marco Leonardi (Università degli Studi di Milano) e Leonzio Rizzo (Università degli Studi di Ferrara)

Le tasse sui rinnovi contrattuali



- Discrimine** (Warning icon): Il 5% sull'aumento si applica solo per:
 - il settore privato e non per il pubblico
 - l'anno 2026
 - i contratti rinnovati entro il 2026
- (Warning icon): A parità di reddito i dipendenti pagano meno Irpef dei pensionati

Infografica di Cristina Pirota



ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DEL CLIENTE CHE LO RICEVE - S.28404 - L.1620 - T.1619