



Senato della Repubblica



Camera dei deputati

Giunte e Commissioni

XVII LEGISLATURA

RESOCONTO STENOGRAFICO

n. 34

COMMISSIONE PARLAMENTARE D'INCHIESTA
sul sistema bancario e finanziario

AUDIZIONE DEL PROFESSOR LUCA RICOLFI, ORDINARIO DI
PSICOMETRIA PRESSO L'UNIVERSITÀ DI TORINO

35^a seduta: venerdì 15 dicembre 2017

Presidenza del vice Presidente BRUNETTA,
indi del Presidente CASINI,
indi del vice Presidente MARINO Mauro Maria

I N D I C E

Audizione del professor Luca Ricolfi, ordinario di psicometria
presso l'Università di Torino

PRESIDENTE:		<i>RICOLFI</i> Pag. 4, 7, 8 e passim
– BRUNETTA (FI-PdL), deputato	Pag. 3	
– CASINI (AP-CpE-NCD), senatore	7, 8,	
	9 e passim	
– MARINO Mauro Maria (PD), senatore .17, 22,	25	
BRUNETTA (FI-PdL), deputato 9, 16, 21 e passim		
MARINO Mauro Maria (PD), senatore	15	
DELL'ARINGA (PD), deputato	17, 21	
D'ALÌ (FI-PdL XVII), senatore	22	

Sigle dei Gruppi parlamentari del Senato della Repubblica: ALA-Alleanza Liberalpopolare Autonomie: ALA; Alternativa Popolare-Centristi per l'Europa-NCD: AP-CpE-NCD; Articolo 1 – Movimento democratico e progressista – Liberi e Uguali: Art.1-MDP-LeU; Federazione della Libertà (Idea-Popolo e Libertà, PLI): FL (Id-PL, PLI); Forza Italia-Il Popolo della Libertà XVII Legislatura: FI-PdL XVII; Grandi Autonomie e Libertà (Direzione Italia, Grande Sud, Popolari per l'Italia, Riscossa Italia, Salute e Ambiente): GAL (DI, GS, PpI, RI, SA); Lega Nord e Autonomie: LN-Aut; Movimento 5 Stelle: M5S; Partito Democratico: PD; Per le Autonomie (SVP, UV, PATT, UPT)-PSI-MAIE: Aut (SVP, UV, PATT, UPT)-PSI-MAIE; Misto: Misto; Misto-Campo Progressista-Sardegna: Misto-CP-S; Misto-Fare!: Misto-Fare!; Misto-Federazione dei Verdi: Misto-FdV; Misto-Fratelli d'Italia-Alleanza Nazionale: Misto-FdI-AN; Misto-Insieme per l'Italia: Misto-IpI; Misto-Italia dei valori: Misto-Idv; Misto-Lega per Salvini Premier: Misto-LpSP; Misto-Liguria Civica: Misto-LC; Misto-Movimento la Puglia in Più: Misto-MovPugliaPiù; Misto-Movimento X: Misto-MovX; Misto-Sinistra Italiana-Sinistra Ecologia Libertà: Misto-SI-SEL; Misto-UDC: Misto-UDC.

Sigle dei Gruppi parlamentari della Camera dei deputati: Partito Democratico: PD; Movimento 5 Stelle: M5S; Forza Italia-Il Popolo della Libertà-Berlusconi Presidente: FI-PDL; Articolo 1-Movimento Democratico e Progressista: MDP; Alternativa Popolare-Centristi per l'Europa-NCD: AP-CPE-NCD; Lega Nord e Autonomie- Lega dei Popoli-Noi con Salvini: LNA; Scelta Civica-ALA per la Costituente Liberale e Popolare-MAIE: SC-ALA CLP-MAIE; Sinistra Italiana-Sinistra Ecologia Libertà-Possibile: SI-SEL-POS; Democrazia Solidale-Centro Democratico: DES-CD; Fratelli d'Italia: FDI; MISTO: MISTO; MISTO-Civici e Innovatori-Energie per l'Italia: MISTO-CI-EPI; MISTO-Direzione Italia: MISTO-DI; MISTO-Minoranze Linguistiche: MISTO-MIN.LING.; MISTO-Alternativa Libera-Tutti Insieme per l'Italia: MISTO-AL-TIPI; MISTO-UDCIDEA: MISTO-UDC-IDEA; MISTO-Partito Socialista Italiano (PSI)-Liberali per l'Italia (PLI)-Indipendenti: MISTO-SIPLI-I.

Interviene il professor Luca Ricolfi, ordinario di psicometria presso l'Università di Torino.

I lavori hanno inizio alle ore 10,15.

Presidenza del vice Presidente BRUNETTA

SULLA PUBBLICITÀ DEI LAVORI

PRESIDENTE. Comunico che ai sensi dell'articolo 10, comma 3, del Regolamento della Commissione, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche mediante l'attivazione del sistema audiovisivo a circuito chiuso e la trasmissione diretta sulla *web-tv*.

Audizione del professor Luca Ricolfi, ordinario di psicometria presso l'Università di Torino

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione del professor Luca Ricolfi, ordinario di Analisi dei dati presso l'Università di Torino.

L'audizione è stata convocata alla luce della lettera *a)* del comma 1 dell'articolo 3 della legge istitutiva, che attribuisce alla Commissione il compito di verificare gli effetti sul sistema bancario italiano della crisi finanziaria globale e le conseguenze dell'aggravamento del debito sovrano.

Chiediamo al professor Ricolfi di illustrare alla Commissione la sua opinione sulla genesi della crisi finanziaria globale e del debito sovrano, così da permetterle di coglierne pienamente le conseguenze di breve e di medio periodo sul sistema bancario.

Ricordo all'audito che è possibile svolgere i nostri lavori anche in seduta segreta, per cui, ove fosse necessario, lo prego di avvisarci e procederemo a sospendere le forme di pubblicità.

Se i colleghi lo consentono, mi permetterei di ricordare a me stesso, alla Commissione e al professor Ricolfi le osservazioni conclusive del professor Tabellini, che abbiamo audito l'altro ieri, del suo *paper* e del suo *speech*: «La crisi finanziaria origina da fattori esterni che interagiscono con le fragilità storiche dell'Italia. Durante la crisi le banche stentano a finanziarsi e sono costrette a ridurre il credito alle imprese. La recessione che ne segue fa salire i crediti deteriorati nel portafoglio delle

banche. Ciò è un ulteriore freno alla ripresa economica. Ora l'Italia si trova in una situazione ancor più fragile, soprattutto a causa dell'elevato debito pubblico».

Sempre l'altro ieri, nella successiva audizione della dottoressa Cannata, dirigente generale del Tesoro per il debito pubblico, abbiamo appreso delle grandi difficoltà del nostro Paese dal punto di vista economico e finanziario tra l'autunno e l'inverno 2011-2012, talché in quei mesi esso arrivasse vicino al *default* – la dottoressa Cannata l'ha ripetuto più volte – in ragione della crisi finanziaria globale che si era sviluppata e, a detta di taluni commissari, della speculazione finanziaria che si era scatenata contro il nostro Paese e il nostro debito sovrano, nonché, sempre secondo alcuni commissari, in ragione delle manovre speculative di alcuni operatori e specialisti (come Deutsche Bank, i cui rappresentanti audiremo la prossima settimana).

Per questa ragione, chiediamo al professor Ricolfi, anche sulla base delle sue recenti analisi sulla vulnerabilità dei conti pubblici dell'Italia, di illustrarci, secondo queste sue analisi e questi suoi indicatori, quale fosse la vulnerabilità dei conti pubblici del nostro Paese in quel periodo e in quelli successivi, per verificare i fondamentali del nostro Paese e soprattutto, se speculazione ci fu, come questa impattò sui nostri conti pubblici e sui nostri fondamentali economici.

Mi fermo qui e lascio la parola al professor Ricolfi per il tempo che ritiene opportuno; poi ovviamente, come sempre, apriremo la discussione con i colleghi commissari.

Presidenza del Presidente CASINI

RICOLFI. Vi ringrazio per l'invito. In realtà, non avevo inteso di dover fare un'introduzione, però la farò, perché non c'è alcun ostacolo al farla.

Comincerei subito delimitando il contenuto del mio intervento: quello che posso raccontare è come il gruppo di ricerca della Fondazione David Hume, costituito da specialisti di statistica, analisi dei dati e psicomètria, sia giunto a costruire negli anni scorsi un indice di vulnerabilità dei conti pubblici. Questo è quello che posso raccontare.

Non penso di fare alcuna imputazione causale; ognuno, cioè, potrà dedurre da quello che racconterò le conseguenze che ritiene opportune.

Comincio con una breve storia: siamo da anni molto insoddisfatti del tipo di strumenti statistici con cui viene valutato lo stato dei conti pubblici dei Paesi occidentali. Abbiamo cominciato a lavorare su questo problema proprio nel 2010-2011, quando c'erano le prime avvisaglie di un'evoluzione negativa dello *spread*. Il nostro punto di partenza è stata l'insoddisfazione per i principali strumenti disponibili, cioè, da un lato, il rapporto

debito-PIL, che è un indicatore estremamente rozzo (come sapete, il Giappone ha un rapporto pessimo, ma non è punito dai mercati con tassi d'interesse particolarmente alti), ma anche gli altri strumenti. Per esempio, le agenzie di *rating* sembrano comportarsi in un modo incapace di prevedere l'evoluzione delle reazioni dei mercati quando la situazione di un Paese cambia. Normalmente, cioè, la valutazione delle agenzie di *rating* segue l'andamento dei rendimenti, non lo precede. Non solo, ma abbiamo dimostrato con un'analisi statistica che in moltissimi casi i giudizi che danno i mercati e le agenzie di *rating* sono discordi.

D'altro canto, non è nemmeno ragionevole affidarsi completamente al giudizio dei mercati, cioè ai rendimenti richiesti per i titoli di Stato di un Paese, perché questo giudizio dei mercati che si esprime nei rendimenti è perturbato da fattori che poco hanno a che fare con la vulnerabilità dei conti pubblici di un Paese (per esempio la speculazione, l'andamento delle borse, ma anche la politica monetaria: i rendimenti di un Paese possono migliorare o peggiorare in funzione della politica monetaria della banca centrale). Quindi anche il giudizio dei mercati, cioè i rendimenti effettivi richiesti ai titoli di Stato di un Paese, per noi non è uno strumento accurato di valutazione della vulnerabilità strutturale dei conti pubblici.

Sulla base di questa insoddisfazione per gli strumenti tradizionali (rapporto debito-PIL, agenzie di *rating* e rendimenti dei titoli di Stato), dato che lavoro in una facoltà di psicologia e con colleghi psicometrici, abbiamo provato a impostare il problema combinando strumenti dell'econometria e della psicomетria. In termini molto semplici, possiamo dire questo: abbiamo cercato di ricostruire la mente dei mercati, cioè come funziona il mercato come meccanismo collettivo che elabora informazioni parziali che arrivano dalle varie economie e le sintetizza in un numeretto che è il rendimento richiesto ai titoli di Stato di un Paese. Con grande sorpresa ci siamo resi conto, intanto, che il comportamento dei mercati attraversa due cicli. Gli psicologi direbbero che si comporta come un paziente maniaco-depressivo: ci sono periodi in cui i mercati sono in sonno e silenti (pensate ai primi dieci anni dopo l'introduzione dell'euro, in cui i titoli della Grecia, dell'Italia, della Germania e della Francia avevano una differenza in termini di punti base ridicola, piccolissima); e periodi in cui i mercati entrano, invece, in una fase di eccitazione o fibrillazione – noi l'abbiamo chiamata di allarme – e spesso esagerano nella valutazione negativa dei conti pubblici di un Paese o nella valutazione positiva e rassicurante dei conti pubblici di altri Paesi.

Su questa base ci siamo chiesti: ma se noi non guardiamo quello che il mercato stabilisce in una certa settimana o in un certo giorno e guardiamo al comportamento dei mercati in un periodo più lungo e in uno spettro di Paesi più ampio, esiste una *ratio* dei mercati? Si può dire che i mercati si comportano come una mente che elabora delle informazioni in modo coerente? La risposta è: sì.

Impostato il problema in questo modo – dirò fra poco sulla base di quali dati – siamo stati in grado di costruire un'equazione che prevede

il comportamento dei mercati (inteso come rendimenti richiesti ai titoli di Stato di un Paese) con un'accuratezza elevatissima, cioè con un R^2 del 94 per cento, che è altissimo in questo campo. Qual è la base su cui abbiamo lavorato per stimare questa equazione? La base è costituita dai 40 Paesi appartenenti all'OCSE o all'Europa, in sostanza i Paesi più sviluppati del mondo. Ci sono tutti tranne l'Estonia, per cui non ci sono dati. Quindi, sono 40 Paesi e abbiamo lavorato all'inizio su quasi venti anni, dal 1° gennaio 1999 fino a tutto il 2016. Poi abbiamo ristretto la nostra analisi, per la stima dei parametri del modello, al periodo in cui i mercati non sono in sonno: ovviamente, per capire come i mercati elaborano le informazioni che trovano, dobbiamo utilizzare il periodo nel quale i mercati non dormano. Il periodo in cui i mercati non hanno dormito è sostanzialmente costituito dagli otto anni che seguono la crisi di Lehman Brothers, da tutto il 2009 fino a tutto il 2016. Questa è la base empirica del nostro lavoro: 40 Paesi e otto anni. In questo ambito spazio-temporale, il nostro indice di vulnerabilità dei conti pubblici di un Paese prevede molto accuratamente i rendimenti che i mercati richiedono ad ogni Paese di questo insieme di 40 economie avanzate. Come dicevo, il *fit* di questo modello è altissimo: siamo intorno al 94 per cento. Vi ho riportato nelle fotocopie un diagramma che mostra l'accuratezza con cui il modello prevede i rendimenti richiesti, ma il punto importante è che questa equazione di regressione è stata costruita utilizzando esclusivamente parametri strutturali. Noi abbiamo fatto un'analisi per scoprire quali sono le variabili che influenzano il giudizio dei mercati e abbiamo incluso nel modello solo quelle variabili e solo con il peso che risulta dal comportamento effettivo dei mercati. Faccio una piccola digressione di metodo. Quando un'agenzia di *rating* o un istituto costruisce un indice di salute dei conti pubblici o di vulnerabilità dei conti pubblici, l'approccio *standard* è stabilire quali sono gli ingredienti dell'indice e dare un certo peso a ciascun indice. Questo non lo abbiamo fatto: dato che siamo un gruppo di psicometrici, abbiamo impostato il problema in un altro modo. Ci siamo chiesti non quali sono, secondo noi, i fondamentali che determinano i rendimenti richiesti e con che peso ciascuno di questi fondamentali deve entrare; lo abbiamo chiesto ai dati. Dai dati sono emerse cinque, sei o sette variabili importanti, che entrano con certi pesi, che funzionano in modo diverso nella zona euro e fuori dalla zona euro e che, molto sinteticamente, si possono elencare. Le variabili importanti sono: la competitività del Paese, misurata con l'indice del World Economic Forum (WEF); l'inflazione; l'andamento del PIL; l'andamento delle entrate; l'andamento del debito estero pubblico; l'andamento del debito estero privato e l'appartenenza alla zona euro. Queste sono le variabili che i mercati elaborano per richiedere implicitamente un certo rendimento ai titoli di Stato di un Paese.

L'indice che abbiamo costruito lo abbiamo chiamato vulnerabilità strutturale (VS). È un indice che non è stabilito dall'analista: non siamo noi che decidiamo né le variabili né i pesi. È deciso dalla nostra ricostruzione del modo in cui la mente dei mercati funziona nel momento in cui chiede a un certo Paese un certo rendimento e ne chiede a un altro Paese

un altro, oppure nel momento in cui il rendimento richiesto a un singolo Paese varia da un periodo all'altro.

Ho quasi finito l'introduzione.

PRESIDENTE. Faccia pure. Sono cose importanti, che rimangono agli atti. Vada tranquillamente. Non c'è fretta.

RICOLFI. Pensavo soprattutto di dover rispondere a delle domande.

Ho fatto questa introduzione per delimitare il contenuto del mio intervento. Ciò che posso dire è che noi abbiamo, per ogni Paese di questo gruppo di 40, la serie storica dal 1999 al 2016 del suo grado di vulnerabilità come percepito dai mercati. Questo è quello che abbiamo a disposizione. In vista di un paio di eventi, di cui uno è questo, l'indice dell'Italia è stato perfezionato. Per l'Italia abbiamo fatto un seminario al MISE un paio di mesi fa, alla fine di ottobre, e per quell'occasione abbiamo aggiornato l'indice dell'Italia all'ottobre del 2017. Per questa occasione, cioè per questa audizione, il mio gruppo, la Fondazione David Hume, ha preparato una mensilizzazione dell'indice costruito per l'Italia. Questo ci permette di apprezzare con notevole precisione come è variata la vulnerabilità strutturale dei conti del nostro Paese mese per mese. Abbiamo la serie storica completa dal 1999, però vi abbiamo riportato il periodo di interesse dal 2009 al 2016 e la traiettoria della vulnerabilità ha un certo interesse. Non so se è opportuno che illustri già cosa risulta dal diagramma.

PRESIDENTE. Sì, a questo punto.

RICOLFI. Nella memoria che ho consegnato c'è il primo diagramma con i Paesi. Poi c'è un secondo diagramma, che si trova a pagina 3, dove c'è una linea blu, che voi vedrete in grigio, e una linea tratteggiata. Come si interpretano queste due linee? La linea tratteggiata indica i rendimenti richiesti all'Italia mese per mese e vi mostra molto chiaramente che, a partire dall'agosto 2010, c'è un'impennata. C'è una crescita che diventa particolarmente ripida nel 2011 e c'è un picco che viene toccato alla fine del 2011. Questa è la linea tratteggiata. La linea continua, che è blu nell'originale, indica, invece, il nostro indice VS, che indica qual è, secondo l'indice, il grado di vulnerabilità dei conti pubblici. La linea mostra che il massimo grado di vulnerabilità dei conti pubblici viene raggiunto a metà del 2009, come è abbastanza logico a causa della recessione, ma che da quel momento fino alla fine del 2011 c'è un costante miglioramento perché diminuzione della vulnerabilità stessa vuol dire miglioramento della situazione del Paese dal punto di vista della vulnerabilità.

È anche curioso ciò che succede dopo: dopo, nel 2012, e fino a metà 2013, c'è un aumento della vulnerabilità che però invece è accompagnato da una tendenza al calo dei rendimenti. Quindi noi abbiamo questo curioso fenomeno. C'è un conflitto, c'è un conflitto aperto. Per mia curiosità

sono andato a vedere prima di questa audizione cosa succede negli altri Paesi...

PRESIDENTE. Questo non c'è.

RICOLFI. No, questo non c'è, ma noi abbiamo prodotto quattrocento pagine, questa è una sintesi. Negli altri Paesi, dicevo, la situazione per lo più, la situazione prevalente, è di una corrispondenza anche nel tempo fra l'andamento dei rendimenti richiesti dai mercati e l'andamento del nostro indice, cioè la correlazione tra queste due variabili è positiva. In Italia e in pochi altri Paesi è negativa, cioè vuol dire che i mercati si comportano all'opposto di quello che l'evoluzione dei fondamentali del Paese farebbe supporre.

PRESIDENTE. È scoraggiante.

RICOLFI. Non lo so, io...

PRESIDENTE. Non è incentivante di comportamenti virtuosi, diciamo.

RICOLFI. Non è confortante, effettivamente. Per completezza abbiamo fatto poi un grafico che è l'ultimo che trovate – purtroppo qui l'assenza dei colori ci crea qualche problema – in cui oltre alle curve della vulnerabilità strutturale (indici VS) e dei rendimenti (linea tratteggiata) compaiono due cose molto importanti: il tasso di riferimento della BCE, che è la linea nera spessa in basso, e il *rating* delle agenzie. Mi permetto di fare un commento il più asciutto possibile di questo grafico, faccio qualche osservazione. Se noi vogliamo vedere la sequenza degli eventi del 2011, che cosa abbiamo? Abbiamo in un primo tempo il risveglio dei mercati, e cioè la linea tratteggiata sale; abbiamo le agenzie completamente ignare e ferme, immobili, in sonno.

PRESIDENTE. Qual è la linea delle agenzie?

RICOLFI. La linea delle agenzie è quella rossa; la linea che è indicata come *rating* medio è quella delle agenzie. Si vede che solo nell'autunno le agenzie si svegliano, mentre i mercati si erano svegliati molto prima. Però in entrambi i casi quello che è interessante è il confronto con l'andamento della vulnerabilità strutturale, che effettivamente smette di migliorare alla fine del 2011 ma era migliorata fino ad allora: la prima svolta di peggioramento della vulnerabilità dei conti pubblici ce l'abbiamo alla fine del 2011, tra novembre e dicembre per quello che si vede dal grafico. L'altra linea che riporto nel diagramma è il tasso di riferimento della BCE: voi sapete che Trichet ha aumentato ad aprile il tasso di riferimento, poi c'è stato un altro aumento se non ricordo male a luglio e quindi, dicevo prima, la sequenza di eventi è questa: prima partono i mercati, poi la

BCE alza, due volte, il tasso di riferimento, e solo a quel punto le agenzie cominciano a modificare il *rating*. Dal 2012 in poi le agenzie sono sempre più severe con l'Italia e questo effettivamente è abbastanza giustificato perché fino a metà del 2013 la vulnerabilità dei conti pubblici aumenta, quindi in questo caso le agenzie vedono, come dire, più chiaramente la situazione di quanto facciano i mercati. I mercati segnalano un continuo miglioramento della situazione dell'Italia con un abbassamento dei rendimenti, mentre il nostro indice di vulnerabilità strutturale dice il contrario: no, attenzione, le cose stanno peggiorando. Questo è segnalato dalle agenzie, ma non dai mercati.

Quindi, in conclusione, cosa voglio dire: che l'Italia è uno dei pochi casi in cui i mercati si sono mossi in modo diverso dall'indice di vulnerabilità strutturale pur essendo l'indice di vulnerabilità strutturale costruito utilizzando la mente dei mercati. Cosa vuol dire dal punto di vista interpretativo? Vuol dire che il nostro indice di vulnerabilità strutturale dice come i mercati giudicherebbero l'Italia, o il Paese che stiamo considerando, ove noi fossimo in grado di neutralizzare i due gruppi di fattori che abbiamo neutralizzato con il nostro indice, e cioè la speculazione, l'andamento delle Borse, i fattori contingenti che possono influenzare ovviamente il rendimento richiesto in un certo momento; e la politica monetaria. Il nostro indice misura la vulnerabilità strutturale dei conti a prescindere da elementi che nulla hanno a che fare con la vulnerabilità; il fatto che ci sia speculazione o le borse vadano male o la politica monetaria sia espansiva o restrittiva non ha nulla a che fare con la vulnerabilità strutturale dei conti pubblici. Ebbene, il nostro indice misura questo, la vulnerabilità dei conti pubblici dovuta ai fondamentali e al netto, ripeto, dei movimenti di breve periodo anche speculativi, al netto dell'orientamento espansivo o restrittivo della politica monetaria. E quando si costruisce questa serie storica si trova che in Italia, a differenza di molti altri Paesi, c'è conflitto soprattutto nel 2011-2012 – diciamo 2010-2013, un periodo un po' più ampio – c'è un conflitto netto fra ciò che i mercati esigono e ciò che dovrebbero esigere se i fattori di cui parlavo prima non fossero operanti. Io avrei concluso.

PRESIDENTE. Grazie, professore, grazie di questa analisi che certamente presenta aspetti di particolare interesse.

BRUNETTA (FI-PdL). La ringrazio, signor Presidente, grazie professor Ricolfi. Devo dire che ritrovo in questa ultima *slide* quella su *rating*, indice di vulnerabilità e indice di rendimenti al tasso BCE, un pezzo di storia d'Italia fuori dai luoghi comuni ma basato su analisi statistiche corrette e avvedute; e lì trovo anche una storia della politica economica di questo Paese fuori dai luoghi comuni. Perché, vado a memoria, vedo certamente analizzando l'indice di vulnerabilità strutturale un aumento della vulnerabilità – mi consenta, professor Ricolfi, questa mia rilettura rispetto alla sua – un aumento dell'indice di vulnerabilità all'inizio della crisi, vale a dire dopo i fatti americani dei *subprime*, quindi quando il nostro Paese –

tra dicembre 2008 e marzo 2009 è il picco della vulnerabilità – non è ancora preparato, non sta ancora reagendo a quanto è successo negli Stati Uniti e che si sta trasferendo in Europa, vedo il picco giugno 2009, e quindi a un anno grosso modo dall'arrivo in Europa della crisi Lehman Brothers, della crisi americana. Vedo però anche da questo punto in poi, dal giugno 2009 in poi, una riduzione dell'indice di vulnerabilità; quindi vuol dire che il sistema Paese, la politica economica del Paese, reagisce e riducendo l'indice di vulnerabilità migliora, come dire, le *performance* e rende i nostri conti pubblici più sostenibili, meno vulnerabili. A questa riduzione corrisponde, almeno in una prima fase, un *rating* medio piatto e quindi le agenzie di *rating* di fatto sono conservative, non peggiorano e non migliorano il *rating*. Se il professor Ricolfi le ha definite in sonno, lo sono anche rispetto al miglioramento perché avrebbero dovuto migliorare il *rating* in questo periodo e non lo hanno fatto, quindi dormivano, mentre l'indice di vulnerabilità migliorava. Quindi avrebbero dovuto mettere qualche più rispetto al *rating* base. Fino a giugno-luglio (luglio è un mese cruciale della nostra storia) abbiamo le agenzie di *rating* in sonno, e non tengono conto del miglioramento dell'indice di vulnerabilità – se posso permettermi – dovuto alle manovre di politica economica che l'Europa imponeva a tutti i Paesi dell'euro colpiti dalla crisi, e che volenti o nolenti il nostro Paese si trovava a realizzare. Le manovre di politica erano soprattutto – ricordo a me stesso – di sangue, sudore e lacrime, cioè manovre di taglio di spesa pubblica (le ho vissute in prima persona).

Vedo poi che questo indice di vulnerabilità migliora fino a giugno-settembre 2011, grosso modo, e le agenzie sono ancora in sonno; ma nel frattempo comincia a salire l'indice dei rendimenti, prima in maniera relativamente morbida (dal dicembre 2010). Vado a memoria: passiamo da rendimenti sotto il 100 a rendimenti che vanno verso il 200. Il nervosismo dei rendimenti non è assolutamente giustificato né dal *rating* delle agenzie né dall'indice di vulnerabilità, che invece migliora. Chiedo se il professore Ricolfi lo conferma. Quindi abbiamo un raddoppio dei rendimenti dal 2008-2009 al 2010, che aumentano praticamente senza ragione: probabilmente come effetto della schizofrenia dei mercati, così come individuata dal professor Ricolfi. Non avrebbero dovuto aumentare i rendimenti, perché l'indice di vulnerabilità era in miglioramento e perché i *rating* erano piatti. I *rating* non ci dicevano che le cose andavano meglio, ma neanche che andavano peggio; quindi i rendimenti non avrebbero dovuto aumentare. Ancora peggio – se mi consente il professor Ricolfi – quando i rendimenti dal valore di 200 schizzano verso l'alto fino a valori di 500-600, che sono i dati da luglio 2011 fino a dicembre-gennaio 2011. A quel punto le società di *rating* si svegliano (giugno-settembre 2011) e peggiora anche l'indice di vulnerabilità.

Abbiamo quindi una serie di andamenti assolutamente controfattuali: quando le cose vanno bene, i rendimenti salgono e le agenzie dormono; quando le cose non dico che vanno male, ma vanno peggio – pensiamo all'indice di vulnerabilità che sale dal dicembre 2011, vale a dire il Governo Monti, tanto per essere chiari – l'indice di vulnerabilità, come cal-

colato dal professor Ricolfi, aumenta; il *rating* per la verità peggiora; i rendimenti in una prima fase diminuiscono, poi continuano a salire e scendere, ma poi continuano a diminuire. Il tutto continua con un indice di vulnerabilità che sale fino al 2013 e poi rimane sostanzialmente piatto, con i rendimenti che scendono e con il *rating* medio che è comunque alto e negativo. È esattamente tutto il contrario di quanto doveva avvenire sulla base degli andamenti reali. Se questa non è speculazione! Tutto questo si può spiegare in termini di speculazione; c'è speculazione, masochismo, farci del male. Si possono usare tante definizioni atecniche – chiamiamole così – ma certamente vedere rendimenti che salgono in maniera forsennata, *rating* che seguono i rendimenti più che prevederli, e l'indice di vulnerabilità che decresce fino al massimo del picco per poi salire quando i rendimenti invece cominciano a scendere con i *rating* (a questo punto in sonno ma con giudizio negativo), mi porta a dire: se non è speculazione questa!

A questo punto, i fondamentali del Paese non c'entrano nulla; c'entra la speculazione e, se vogliamo, almeno per quanto riguarda il periodo dal novembre-dicembre 2011 in poi – ma questo lo dico io, con tutte le parzialità della mia visione – la cattiva politica economica: è esattamente il contrario della vulgata secondo la quale il Governo tecnico Monti avrebbe messo i conti a posto e avrebbe fatto le giuste manovre di politica economica. Se questo fosse stato vero, l'indice di vulnerabilità sarebbe diminuito; invece, da quel che vedo, dalla fine del 2011 alla data delle elezioni del 2013 l'indice di vulnerabilità sale anche con una certa tendenza veloce. Fermo restando il *rating* medio, che a questo punto diventa una barzelletta e che rimane sempre molto alto, con i rendimenti – barzelletta gli stessi rendimenti – che, invece di crescere in ragione dell'aumento della vulnerabilità e del *rating* tanto più alto, scendono. È esattamente il contrario di quanto ci si potrebbe aspettare.

Tutto ciò fa giustizia di tutti i luoghi comuni che si sono evidenziati in questi giorni, considerato anche quanto ha detto ieri la dottoressa Cannata. Il nostro Paese era oggettivamente vicino al *default*, ma era un *default* puramente speculativo a cui non corrispondeva un aumentato indice di vulnerabilità; anzi, il momento del rischio del *default* corrisponde con il momento più basso dell'indice di vulnerabilità; e corrisponde invece, guarda caso, al risveglio nervoso delle agenzie di *rating*, che a questo punto seguono la speculazione e non la giudicano.

Devo dire che questa cosa fa tremare le vene ai polsi. Questa tabella, più di qualsiasi altra chiacchiera, ci dice come sono andate veramente le cose; per chi le ha vissute non è altro che una conferma del nostro disagio mentre governavamo il Paese, ci ritrovavamo con un aumento dello *spread*, facevamo manovre di politica economica restrittiva di contenimento e vedevamo i *downgrading* del *rating* assolutamente non giustificati. Su tutto questo ovviamente ci sono delle indagini in corso da parte delle magistrature contabile e penale per quanto riguarda gli aspetti speculativi.

Ringrazio il professor Ricolfi e l'Istituto di ricerca David Hume perché questo grafico di pagina 4 spiega esattamente, più di qualsiasi altra analisi, un pezzo di storia del nostro Paese. Mi sono fermato al 2011-2012-2013, ma è interessante guardare fino al 2016, quando il *rating* medio continua ad essere pessimo, l'indice di vulnerabilità è stazionario in alto, ma un po' in riduzione, con i rendimenti affossati oltre il lecito a un certo punto. Quindi devo dire: amaro sorriso, il mio, perché dentro tutto questo grafico c'è la caduta di un Governo, la messa tra parentesi della democrazia nel nostro Paese, la spremitura della nostra gente, del nostro popolo, rispetto a manovre che hanno dovuto di fatto pagare la speculazione.

RICOLFI. Ringrazio l'onorevole Brunetta per la ricostruzione. Voglio aggiungere, però, qualcosa, distinguendo nettamente, in quello che sto per dire, quello che penso di poter affermare da quello che è solo una mia opinione.

Per quanto riguarda quello che penso di poter affermare, do due informazioni che non ho pensato di darvi nell'introduzione: una delle ragioni che ci hanno convinto a diffondere questo indice e anche ad accettare di parlare in questa sede è che abbiamo messo alla prova l'indice sulla storia di ogni Paese. Vi posso dire che, ad esempio, il nostro indice segnalava un deterioramento dei conti pubblici della Grecia e del Portogallo molti anni prima della crisi; cioè, l'indice è stato testato anche in modo qualitativo sulla storia degli altri Paesi e, in particolare, dei PIGS. Avevamo, già nel 2003, nel 2004 e, in alcuni casi, nel 2001, segnali, di cui i mercati non tenevano alcun conto, di deterioramento dei conti pubblici dei Paesi che poi sarebbero andati in *default*.

Chi volesse avere qualche informazione in più, anche se noi, per ora, abbiamo reso pubblica solo una piccola sintesi di questo lavoro, la trova sul sito della Fondazione Hume: c'è un mio articolo, di cinque o sei pagine, in cui si spiega cosa è stato fatto e come l'indice VS funzioni anche in altri Paesi. Il sito della Fondazione David Hume è www.fondazionehume.it (Hume è il filosofo): lì trovate e potete scaricare il testo. Ne ho una copia, se la volete per metterla agli atti della Commissione.

PRESIDENTE. Certamente, la mettiamo agli atti della Commissione.

RICOLFI. È ulteriore rispetto alle tre pagine che ho diffuso.

Detto questo, entro nella parte opinabile del mio intervento, quindi quello che sto per dire adesso non sono affermazioni, ma impressioni e opinioni. Se le ritenete inutili, interrompo appena voi lo stabilite.

Prima osservazione. L'onorevole Brunetta ha detto: se non è speculazione questa, che cos'è? Io penso che, nell'impennata dei rendimenti del 2011, la speculazione possa aver avuto un ruolo. Tra l'altro, adesso ci sono anche informazioni, pubblicate da «L'Espresso», sul comportamento di Deutsche Bank, che supportano questa tesi. Tuttavia, in un rapporto che è pubblico e che abbiamo consegnato a «Il Sole 24 ore» qualche anno fa

(abbiamo fatto anche un lavoro sulla vulnerabilità dei conti pubblici quando la Fondazione David Hume lavorava con «Il Sole 24 ore»), era emersa una cosa a mio parere molto significativa: il tasso di riferimento della Banca centrale esercita un effetto sui rendimenti non solo nel senso di alzarli o abbassarli, a seconda di qual è la politica della Banca centrale, ma anche nel senso di aumentare o meno i differenziali tra Paesi. Dalle equazioni del modello risultava che lo spettro di rendimenti possibili richiesti dai mercati ai Paesi (cioè il differenziale tra quello che si chiede alla Grecia e al Portogallo e quello che si chiede alla Germania o alla Francia) è mobile, è una sorta di fisarmonica: può essere molto ristretto o molto ampio, a seconda dei momenti. Il fattore fondamentale che allarga lo spettro è l'innalzamento del tasso di riferimento.

Pertanto, integrerei quanto ha detto l'onorevole Brunetta dicendo che probabilmente la mossa, avvenuta tra aprile e luglio, di alzare due volte il tasso di riferimento ha allargato i differenziali. Quindi, se dovessi dire quali sono i fattori cruciali che hanno creato disordine nei mercati, ne vedo due, non uno solo: c'è la speculazione, ma c'è anche la politica della BCE. Questa è la prima cosa che volevo dire.

La seconda osservazione riguarda i limiti del nostro indice e forse anche alcune possibili cattive interpretazioni dell'indice stesso. Mi sembra che l'onorevole Brunetta mettesse un po' in discussione il racconto della storia di questi anni, che forse enfatizza troppo il risanamento dovuto al Governo Monti ed eventualmente i disastri imputati al Governo precedente; quando l'onorevole Brunetta dice questo, secondo me, c'è una spiegazione di questo racconto ed è che esiste una distinzione logica e concettuale tra salute dei conti pubblici e vulnerabilità dei conti pubblici di un Paese.

Cosa voglio dire? La salute dei conti pubblici è un concetto contabile-ragionieristico. Non c'è bisogno di una grande teoria per stabilire se i conti pubblici di un Paese sono a posto o no: si guardano il debito e il *deficit* e la storia finisce lì. Se un Paese aggiusta i propri conti riducendo il perimetro della pubblica amministrazione e facendo risparmi di spesa, oppure li aggiusta aumentando le entrate, questo non cambia niente dal punto di vista contabile-ragionieristico della salute dei conti pubblici, perché si va a vedere soltanto il risultato: il *deficit* è alto o basso, il debito è alto o basso, è in corso di riduzione oppure no. Questo è il concetto di salute dei conti pubblici.

Sarebbe un errore pensare che noi abbiamo misurato questo. La vulnerabilità è un concetto diverso; la vulnerabilità significa non che i conti pubblici sono a posto o non lo sono, ma che il Paese è, appunto, vulnerabile a un aumento repentino dei tassi di interesse, rischia un aumento dei tassi di interesse e, quindi, anche degli attacchi speculativi oppure no. Questo è diverso.

Mi spiego con un esempio. Se un Paese ha i conti pubblici fuori quadro (cioè la salute dei conti pubblici non è buona), ma il PIL sta crescendo, questo riduce intrinsecamente la vulnerabilità. Se un Paese sta mettendo a posto i conti pubblici massacrando i contribuenti di tasse o,

invece, riducendo la spesa pubblica, questo fa una differenza, anche se in termini di salute non cambia niente. Posso mettere a posto il *deficit*, ma posso farlo, come hanno fatto molti Paesi del Nord, soprattutto riducendo la spesa, oppure posso farlo, come ha fatto l'Italia – ma come hanno fatto anche altri Paesi, compreso un Paese della Nord, la Finlandia – aumentando il perimetro della pubblica amministrazione e aumentando le tasse.

Voglio dire che, a mio parere – sto sempre esprimendo delle opinioni, tengo a precisarlo – il racconto che viene fatto del 2012-2013 come periodo di risanamento dei conti pubblici – che quindi è un racconto positivo – ha una sua giustificazione, nel senso che, effettivamente, vi è un miglioramento dal punto di vista ragionieristico-contabile; ma questo non significa che la vulnerabilità si riduca. La vulnerabilità, infatti, dipende anche da altri fattori.

Aggiungo una cosa che non ho detto e faccio un inciso tornando nel registro delle cose che, invece, mi sento di affermare: una cosa che è risultata dalla nostra equazione è che, sorprendentemente (l'abbiamo stimata sia nel 2011, sia dopo), non salta mai fuori, tra i fattori di vulnerabilità, il *deficit*. Il *deficit* non salta fuori, il famoso stare sopra o sotto il 3%; abbiamo cercato di farlo entrare nell'equazione in tutti i modi possibili, ma il *deficit* non entra mai nell'equazione. Quello che entra è il debito pubblico (che ovviamente è l'integrale del *deficit*, è la somma cumulata dei *deficit* del passato), nella quota detenuta da investitori esteri. Questo è quello che conta, ma il *deficit* non conta.

Perché faccio questa digressione? Per dire che vi è un racconto che enfatizza molto il cosiddetto consolidamento. L'avanzo primario, la riduzione dell'indebitamento netto: tutti concetti che hanno a che fare con la salute dei conti pubblici ma non con la vulnerabilità del Paese. Il concetto di salute – lo ripeto – è un concetto ragionieristico, giustissimo e importante; il concetto di vulnerabilità è un altro.

Ciò che può succedere in una certa fase storica (e mi riallaccio a ciò che diceva l'onorevole Brunetta) è che i due racconti, apparentemente incompatibili, siano entrambi veri. Può, cioè, succedere che un Paese stia risanando i conti pubblici ma stia aumentando la vulnerabilità; e che la stia aumentando perché, per esempio, deprime il PIL. Se la manovra, per correggere i conti pubblici, ammazza il tasso di crescita, la vulnerabilità del Paese aumenta, perché dipende pesantemente dall'andamento del PIL, ma la salute dei conti pubblici può migliorare.

Tra l'altro, per non parlare di cose troppo politicamente scottanti, possiamo parlare di un altro Paese, la Finlandia. La Finlandia, che è stata considerata per anni un Paese virtuoso, è però un Paese che ha corretto i propri conti pubblici con una enorme espansione della interposizione pubblica. Sono aumentate le spese e le entrate. E la Finlandia è attualmente uno dei malati d'Europa, è l'unico Paese del Nord che non si è ripreso. Altri Paesi, come il Regno Unito e la Germania, invece, hanno ridotto il perimetro pubblico.

In conclusione, volevo solo precisare che il nostro concetto non è ragionieristico. È un concetto dinamico, che dice quanto siamo esposti agli

attacchi. Dentro l'equazione dei conti pubblici non c'è l'indebitamento netto, che è l'ossessione dell'Europa ed è l'ossessione anche dei *media* perché, quando si parla di conti pubblici, si parla di debito e di *deficit*. Il debito è importante, nella componente estera. Il *deficit* non entra mai nell'equazione.

MARINO Mauro Maria (*PD*). Signor Presidente, innanzi tutto ringrazio moltissimo il professor Ricolfi perché ci apre uno scenario che, secondo me, sarà meritevole di considerazioni nella relazione conclusiva; apre, oltretutto, una dimensione diversa e interessante.

In piccola parte, ha già risposto alla domanda che io volevo porre perché, quando ha fatto la relazione introduttiva, io ho segnato che l'indice di vulnerabilità indica come i mercati giudicherebbero l'Italia se venissero azzerati i due fattori che non vengono presi in considerazione che, come appunto ella ha detto, sono la speculazione e la politica monetaria, mentre il vice presidente Brunetta aveva posto l'accento solo su uno dei due; adesso in parte ha risposto.

Mi piacerebbe sapere se si capisce, togliendo questi due elementi, quale rapporto ci sia nell'interpretazione: quanto pesano, cioè, la speculazione e la politica monetaria. Ne era stato, infatti, evidenziato uno solo; lei ci ha ricordato anche l'altro, che ci aveva detto precedentemente. Sarebbe interessante capire se c'è una valutazione del rapporto tra i due fattori, che voi non avete preso in considerazione, e che, quindi, danno il senso del delta, naturalmente, ma servono anche per noi per poterli interpretare.

In secondo luogo, io non voglio assolutamente difendere il Governo Monti, sul quale c'è un giudizio molto duro, ma mi viene da dire una cosa. Se io guardo questo dato e voi dite che esiste la possibilità che questo abbia una valenza predittiva, come successo per Portogallo e Grecia, allora, se io devo guardare questo grafico, noi abbiamo un indice VS che aumenta al massimo nel 2008-2009.

Ma questo, poi, si può poi riverberare su quanto accade successivamente? Questo schema serve soltanto come fotografia o ha anche una valenza predittiva rispetto a quanto può capitare dopo? Questo dato sarebbe infatti estremamente interessante per scenari che si possono delineare.

RICOLFI. La ringrazio di queste domande, entrambe difficilissime. Provo a rispondere partendo dalla seconda. La valenza predittiva esiste, ma in questo senso: se voi osservate un deterioramento dell'indice di vulnerabilità, un aumento della vulnerabilità dei conti pubblici di un Paese, e lo osservate per diversi anni, come è stato nel caso della Grecia e del Portogallo, la previsione che potete fare è una previsione condizionale, a mio parere. Come, infatti, dice il buon Nassim Taleb, o anche il buon Roberto Napoletano, esiste il cigno nero. Nella previsione non è che si prevede cosa succederà dei conti pubblici, ma si prevede condizionalmente che, se c'è un evento esogeno che crea disordine nei mercati internazionali, allora quel Paese lì è esposto. Quindi, previsione solo in questo senso.

Sulla questione dell'isolare speculazione e politica monetaria, io lo considero un suggerimento di ricerca, nel senso che è un'ottima idea provare a isolare due fattori. Noi non l'abbiamo fatto, forse perché non ci abbiamo pensato o perché non pensavamo che fosse così rilevante il lavoro che stavamo facendo. Ma anche perché, comunque, isolare i due fattori, cioè quanto ha contato la politica monetaria e quanto ha contato la speculazione, richiede di costruire dei modelli econometrici in cui le ipotesi del ricercatore, anche solo in termini di scelta della tecnica statistica, sono cruciali, ossia possono influire fortemente sui risultati. Quindi, se anche noi in futuro producessimo dei risultati, io li presenterei con una prudenza molto maggiore di quella che ho usato. Mentre sull'indice di vulnerabilità strutturale sono tranquillo, perché è fatto bene, misura ciò che deve misurare e lo difenderei a spada tratta, se anche domani vi presentassi una memoria in cui dico che il 30 per cento è dovuto alla speculazione e il 70 per cento alla BCE, la presenterei con un margine d'incertezza molto forte.

Approfitto del fatto di avere la parola per dire una cosa che ho dimenticato. Nell'ultima parte dell'intervento dell'onorevole Brunetta, egli ha fatto notare un aspetto dell'ultimo grafico che, a mio parere, è estremamente interessante: cioè che, man mano che passa il tempo e ci si avvicina al 2016, questi tre modi di guardare i nostri conti pubblici, cioè il *rating* delle agenzie (che è la linea in alto, fatta a scalini rossi nel grafico originale), il nostro indice di vulnerabilità strutturale e i rendimenti richiesti dai mercati (che sono l'indice tratteggiato), si divaricano enormemente.

Il nostro indice si situa in mezzo. Non ho detto prima una cosa tecnica: queste curve sono costruite nella stessa scala. Sono, cioè, tutte in punti base. Noi abbiamo convertito in punti base anche il giudizio delle agenzie. Quindi, quando diciamo che la linea rossa del *rating* delle agenzie è più alta della nostra, diciamo qualcosa di piuttosto preciso. Stiamo dicendo che, se riportiamo sulla stessa scala il giudizio delle agenzie, i rendimenti richiesti dal mercato e l'indice di vulnerabilità strutturale, vi sono centinaia di punti base di differenza.

Quando abbiamo fatto il seminario al MISE, abbiamo aggiornato l'andamento di questi tre indici nel 2017 fino a ottobre. Voi non avete il grafico sotto mano, ma io ce l'ho in mente a memoria. Quello di molto interessante che succede è che il nostro indice di vulnerabilità si avvicina molto ai rendimenti richiesti dai mercati. I mercati, cioè, sono sempre più esigenti con l'Italia nel 2017, c'è una tendenza dei rendimenti ad aumentare, mentre, viceversa, il nostro indice di vulnerabilità strutturale per la prima volta, fortunatamente, migliora.

BRUNETTA (*FI-PdL*). Mentre il *rating* è sempre il solito?

RICOLFI. Noi abbiamo valutato, addirittura, che ci siano parecchie tacche di differenza fra il *rating* delle agenzie e il *rating* che spetterebbe all'Italia.

BRUNETTA (*FI-PdL*). Quante sono le tacche?

RICOLFI. Sono tre o quattro tacche. Noi dovremmo, cioè, essere in zona A in questo momento, sostanzialmente. Ma perché? Di nuovo, perché il nostro non è un indice ragionieristico. Il nostro indice tiene conto del fatto che c'è un po' di ripresa dell'inflazione, che è una cosa che riduce la vulnerabilità nella zona euro; che c'è il PIL che è tornato in regione positiva; che ci sono, insomma, una serie di fattori per cui, ricalcolato l'indice fino ad ottobre, c'è una convergenza tra la curva del nostro indice e il rendimento richiesto dai mercati. E le agenzie sono completamente fuori scala.

Presidenza del vice Presidente MARINO Mauro Maria

(Segue RICOLFI). Ecco, mi ero dimenticato di aggiungere questo. Se desiderate avere anche l'indice aggiornato, noi disponiamo delle *slides* del seminario.

PRESIDENTE. Certo, professor Ricolfi, così depositeremo tutto agli atti della Commissione.

DELL'ARINGA (PD). Grazie, professor Ricolfi. Mi scuso perché non ho sentito la relazione, però ho raccolto le pagine, ho dato un'occhiata e ho sentito l'interlocuzione di Renato Brunetta (e, anche se non lo avessi sentito oggi, quello che ha detto non aggiunge molto a quello che abbiamo sentito in queste giornate), dove si presenta la sua interpretazione di quanto è successo negli anni 2011-2012.

Vorrei chiedere conferma dell'impressione che ho avuto dalla lettura e in parte riprendo una delle questioni che il senatore Marino ha sollevato.

Premetto che le mie scarse letture mi hanno portato in questi anni alla conclusione che l'interpretazione che va per la maggiore, per così dire, della crisi del 2011-2012 (definita come crisi dei debiti sovrani) è quella che credo in qualche misura vada accettata, cioè che improvvisamente è esploso un bubbone che si era preparato negli anni precedenti e che la data – nemmeno la violenza – dell'esplosione non fosse facilmente prevedibile (lo ribadisco, non lo erano né la data né la consistenza). È certo però che, *ex post*, uno poi spiega le cose, perché c'erano delle premesse, come la crisi del 2008-2009, cioè quella finanziaria. È chiaro che tutti credevano che potesse succedere, ma nessuno aveva previsto che sarebbe successo in quel giorno con quella tale violenza. Altrimenti, se tutti l'avessero prevista, magari non sarebbe neanche successa (ecco le capacità delle previsioni quando sono corrette).

Senza entrare e argomentare, perché poi ci sono una riflessione e una letteratura enormi su questo punto, faccio fatica se un elemento determinante di quell'aumento dello *spread* è stata la speculazione ed è stato de-

terminato da un atteggiamento quasi strategico, tendente a causare un evento per sfruttarne poi gli effetti, anche se ci può essere stato qualche caso (può darsi in Deutsche Bank, non lo so). Certamente però qui si parla di dimensioni tali per cui si tratterebbe veramente non dico di un complotto mondiale, ma quasi, per causare con la speculazione un evento che poi sarebbe stato sfruttato successivamente: non ci credo, come peraltro non ci credono molti.

Detto questo, che è solo una premessa, penso che questo lavoro, da quel poco che riesco a leggere, sia molto utile, soprattutto per avere costruito questo indice parlante. Questo è un lavoro che vorrei approfondire e approfondirò e penso che riveli un contributo molto importante.

Vorrei fare alcune osservazioni e vedere se sono basate su quello che ho capito, se ho capito bene. Innanzi tutto, anche con riferimento a quello che ho detto prima, un indice predittivo, cioè una correlazione variabile, va sempre interpretato con cautela, prima d'individuare un rapporto di causa-effetto, naturalmente. Penso che questo non ci sia nelle pagine che ho letto, ma questo è un *caveat* normale. Che dal *post hoc* si arrivi al *propter hoc* è sempre un problema, anche se siamo abituati a vedere correlazioni che ispirano e, oltre ad essere coerenti con una certa spiegazione, tendono a indurre il lettore a essere favorevole a un particolare tipo d'interpretazione. Tutti gli istituti internazionali lo fanno: l'OCSE non fa altro che mettere insieme variabili e fare correlazioni per dire che qualcosa è coerente con il discorso che sta facendo; fra questo, però, e individuare un rapporto di causa-effetto da un punto di vista scientifico sappiamo quali enormi difficoltà ci sono.

Ciò rileva dal punto di vista del ruolo dei fattori sottostanti e di altri fattori nel determinare quest'aumento dello *spread*. Lo ricordo perché, anche in una delle audizioni di ieri, quando si parlava dei derivati e delle previsioni che sono alla base di questi contratti dei derivati, è stato detto che di tutti i modelli previsivi utilizzabili nessuno era in grado di prevedere la bolla della crisi dei debiti sovrani. Molti riportano quasi in modo aneddotico il fatto che per la prima volta sia entrata nel vocabolario della popolazione italiana la parola *spread*, perché non era mai stata usata prima, evidentemente per dire quanto si trattasse di un fenomeno nuovo anche per la stessa vulgata popolare.

Vorrei aggiungere un elemento a questo e vado un po' più nello specifico – ma non nel concreto, perché anche le cose precedenti lo erano – sulla relazione che c'è fra le variabili che entrano nell'indice e quello che ci vuole spiegare, che è l'andamento dei tassi. E qui ci sono due grafici, uno a pagina 2 e uno a pagina 3. Quello di pagina 2, che è intitolato «capacità predittiva del modello», è di fatto un'analisi sezionale, come viene definita in termini statistici, e un'analisi fra Paesi, che è molto utilizzata. Gli istituti internazionali, quando vogliono mettere in luce correlazioni fra variabili nel loro andamento strutturale di fondo di medio e lungo periodo, usano grafici di questo genere, i quali sottendono però relazioni (ammesso che ci siano, perché anche questo grafico non è che dimostri che ci sia una relazione fra le due variabili, ma c'è una forte correlazione che natural-

mente può essere coerente con molti tipi di spiegazione). La correlazione però è molto interessante, come lo è il grafico. Vuol dire che certamente sui fattori strutturali di medio e lungo periodo questa correlazione fra l'indice che avete costruito voi e questo dato fattuale dell'andamento dei tassi d'interesse fa pensare molto circa la capacità di quest'indice di «spiegare», sempre con cautela, delle relazioni sottostanti di fondo (la debolezza e naturalmente i tassi d'interesse).

Altra cosa, e qui mi collego anche all'obiezione che ha fatto il senatore Marino, è il grafico successivo, che mette in relazione serie storiche di breve periodo. Sappiamo per esperienza che ci può essere benissimo una relazione di fondo molto forte fra dati di medio periodo e nessuna nel breve. Molte variabili si comportano in questo modo: io che studio i problemi del lavoro devo sempre spiegare come mai, se adottiamo una relazione fra Paesi, quando è alto il tasso di partecipazione degli anziani, lo è anche quello dei giovani. Allora le due cose sono collegate? Poi può darsi che nel giro di cinque o sei anni, se aumenta il tasso di partecipazione degli anziani, com'è successo nel nostro Paese, una delle cause – per carità, non voglio arrivare a una conclusione – possa essere che riduce il tasso di partecipazione dei giovani. Allora, nel breve periodo, c'è addirittura una relazione negativa e nel lungo ce n'è una positiva.

Non so se ragiono male nel leggere questi due grafici, ma nel passare dal primo al secondo, anche lì, secondo me, un po' di cautela ci dovrebbe essere.

In conclusione, a volte si dice che, oltre a questa relazione, possono incidere la politica monetaria e fenomeni speculativi. Allora, il mio amico Renato dice che qui non c'è alcuna relazione nel 2011 e nel 2012 fra i tassi e l'indice reale, quindi vuol dire che c'è stata speculazione. Anche qui, userei molta cautela per quello che dicevo prima: i fenomeni correlati agiscono nel medio periodo. E non è detto che, guarda caso, tra queste due variabili, il vostro indice e i tassi, ci possa essere anche una relazione non dico di breve periodo, ma di un breve periodo che va abbastanza verso il medio. Basterebbe forse accennare alla possibilità di ritardi nella correlazione tra le due variabili. È la cosa che ha detto il collega Marino, ma mi sembra che anche lei abbia detto che è successo in altri Paesi, quelli che hanno sofferto della crisi dei debiti sovrani come Portogallo e Grecia. Il modello ha previsto bene quei fattori di disturbo che successivamente avrebbero dato luogo agli eventi. Ma è esattamente il grafico come lo vediamo qui. Sto esagerando; sto facendo quasi una caricatura del ragionamento perché – ripeto – nell'andare a individuare dei rapporti anche ritardati starei molto attento perché c'è molto elemento non dico di casualità nei fenomeni della crisi dei debiti sovrani, ma c'è stato un cumulo di fenomeni che si sono distribuiti variamente nel tempo e che poi hanno fatto massa critica e si è scatenata questa tempesta che non definirei perfetta perché quel perfetta dà l'idea che sia stata provocata.

Queste sono alcune considerazioni. Non so se sono basate sul vuoto rispetto invece agli studi e sforzi che apprezzo che avete fatto voi.

RICOLFI. Rispondo molto volentieri.

Mi ha molto sorpreso sentire la riproposizione forse del contributo più importante di David Hume all'epistemologia contemporanea, cioè la messa in forse del concetto di causa. Noi sappiamo che il concetto di causa è stato messo in crisi da David Hume. La nostra fondazione si chiama David Hume, figuriamoci se non ci siamo posti i problemi che il professore Dell'Aringa giustamente solleva. Aggiungo che è quello che si insegna in tutti i corsi di metodologia della ricerca, statistica, econometria, psicomètria. Sottoscrivo, quindi, al 101 per cento ciò che ha detto il professore Dell'Aringa sulla cautela con cui dobbiamo prendere qualsiasi risultato che pretenda di stabilire dei nessi causali. Sottoscrivo, ma è appunto per questo che ho distinto nel mio intervento precedente, in modo forse addirittura un po' ossessivo, quel che è una mia semplice opinione. Quando ho detto quella cosa sul ruolo della BCE, è un'opinione. Non c'è nessuna dimostrazione dell'esistenza di una relazione causale. Alla domanda di Marino non sono stato in grado di rispondere perché non abbiamo fatto uno studio di questo genere. Non abbiamo isolato gli effetti della speculazione e gli effetti della politica monetaria. Tutto è giusto. È inutile che ribadisca un'opinione che ha lo *status* di opinione. Ciò che invece mi sento di difendere molto di più è il diagramma in *cross section*. Perché? Perché non sono sicuro che l'interpretazione di quella relazione sia di natura causale anche per ragioni tecnico-statistiche. Noi lavoriamo molto con modelli che non sono quelli degli economisti, ma quelli degli psicologi. Anche in questo caso non è questo il luogo per raccontare i dettagli, però noi ci siamo mossi in un'ottica psicomètrica e non econometrica.

La nostra idea è quella che ho esposto all'inizio. È possibile ricostruire con un'equazione il modo in cui funziona il cervello del mercato o la mente dei mercati? Naturalmente questa è una metafora. Non esiste la mente dei mercati, ma esistono milioni di soggetti istituzionali e non che interagiscono tra loro e con le loro decisioni portano alla formazione del sistema dei prezzi, portano alla formazione dei rendimenti dei titoli di Stato dei vari Paesi, e via dicendo. Cosa dice il nostro modello? Dice semplicemente che, se proviamo a vedere se i rendimenti sono governati esclusivamente da parametri strutturali, questo giochetto ci riesce terribilmente bene, e lo dico perché anche io conosco bene i diagrammi soprattutto delle organizzazioni internazionali che hanno un aspetto simile. Se lei nota, però, non hanno quasi mai un *adjusted R squared* di 0,92. Infatti, li guardo con grande sospetto questi diagrammi e, soprattutto, questi diagrammi di solito mettono in relazione una variabile con un'altra. Noi, invece, mettiamo in relazione un predittore, che ha otto ingredienti, con un'altra variabile, ma la nostra interpretazione non è causale. Noi diciamo semplicemente: a quanto pare i mercati reagiscono ai fondamentali dell'economia in questo modo. La relazione è solo in *cross section*? Sì, certo, è solo in *cross section* perché il nostro scopo era quello di depurare la relazione che andavamo a mettere in evidenza da quei due fattori di cui abbiamo così a lungo parlato: la speculazione e la politica monetaria. Noi

abbiamo aggregato il giudizio dei mercati lungo otto anni. Questa aggregazione ha la funzione di eliminare in grande parte gli effetti della speculazione, che è ovviamente per definizione di breve periodo, e della politica monetaria (che, di nuovo, è un fenomeno che ha un andamento oscillatorio) e abbiamo isolato la parte che ci interessava. Noi non cerchiamo di spiegare ciò che il mercato dirà domani mattina nel 2017, ma quello che il mercato tenderebbe a dire se non fossimo in condizioni particolari dal punto di vista del movimento di breve periodo (tipo borse) e dal punto di vista della politica monetaria. Io non interpreto quella relazione come una relazione causale.

Sulla capacità predittiva, è vero che noi non abbiamo provato a verificare la capacità predittiva anno per anno, ma non era lo scopo del modello. Noi abbiamo semplicemente notato che, nei Paesi in cui la crisi sarebbe stata più profonda nel 2009, 2010 e 2011, l'indicatore puntava decisamente verso l'alto. Mentre in Paesi che sono rimasti fuori (tipo la Svizzera o anche altri Paesi dell'euro) l'indicatore puntava verso il basso, verso una riduzione della vulnerabilità, ma non è né un modello causale, né un modello che cerca di prevedere ciò che succederà di lì a uno, due o tre anni. È inutile *laggare* le variabili in questo caso. È come quando lei fa una polizza. Non è che prevede che avrà un incidente tra una settimana, però sa che, se per caso c'è un incidente, c'è qualcuno che la risarcisce. Non avrebbe senso tentare di usare il modello per previsioni di periodo medio. Questo è quello che mi sento di dire.

Concludendo, se devo usare un termine epistemologico per definire il senso di quell'equazione, non è un'equazione che cerca di spiegare qualcosa con qualcos'altro, ma è un'equazione che cerca di interpretare un comportamento. Abbiamo cercato di interpretare il comportamento dei mercati ricostruendo la loro logica, che è risultata, tra l'altro, significativamente diversa nella zona euro e fuori dalla zona euro. Uno dei risultati della ricerca è anche questo: l'euro porta 200 punti base di vantaggio. È una cosa che mi ha sorpreso. Io addirittura pensavo potesse essere un *handicap*, come alcuni critici dell'Europa ritengono. Invece, dal modello risulta che il regime di funzionamento dei Paesi è diverso nella zona euro e non nella zona euro. Il far parte della zona euro abbassa i rendimenti di circa 200 punti, ma lo *switch* fondamentale è sull'inflazione. Nei Paesi *extra* euro c'è un comportamento ordinario dell'inflazione. L'inflazione aumenta i rendimenti perché quello che conta è il rendimento in termini reali. Invece, nei Paesi euro l'inflazione abbassa i rendimenti. È vantaggioso avere inflazione, cosa di cui anche Draghi sembra convinto.

BRUNETTA (*FI-PdL*). Quello che i politici chiamano il rendimento dell'euro.

DELL'ARINGA (*PD*). No, era solo... La risposta è stimolante e stimola da parte mia un'ulteriore osservazione che riguarda il 5 per cento di quello che è stato detto, su cui concordo. Per quanto riguarda questa idea, magari sbagliata, che può derivare dal ragionamento che ha fatto e, cioè,

che laddove non c'è correlazione nel breve periodo, sono gli altri due fattori che operano, avrei cautela a fare un'affermazione di questo genere, cioè che dove non c'è correlazione di breve periodo, come non c'è nel grafico dell'Italia, vuol dire che sono entrate in funzione la politica monetaria e la speculazione. Perché starei attento? Perché in quell'indice, che è composito, ci sono tanti fattori di base sottostanti che operano e non è detto che nel breve periodo tutti operino con la stessa velocità e con la stessa intensità. È una relazione mutevole nel breve periodo per cui può succedere che... Sono quegli stessi fattori, come ha detto anche lei, che sono importanti, ma che non mi permettono di dire che domani, dopo domani, ci sarà l'effetto, perché io non conosco esattamente come operano nel giro di un anno, un anno e mezzo, tre mesi, cinque mesi, per cui può darsi... Ecco ritorno a Marino, che ha avuto un'intuizione da grande economista – non economista finanziario e aziendale, perché questo lo è già, ma econometrico quasi – e ha osservato che lì, il fatto che succeda dopo due anni può essere dovuto al fatto che quegli stessi elementi che c'erano dentro, nell'indice, hanno gli effetti dopo, non perché sono entrate la politica monetaria e la speculazione.

RICOLFI. Non ho niente da dire, nel senso che le opinioni sono opinioni e io avevo espresso solo un'opinione.

PRESIDENTE. Grazie, comunque il dibattito ci sta sicuramente arricchendo.

D'ALÌ (FI-PdL XVII). Il professore ha anticipato la risposta ad una mia domanda che voleva essere identificativa delle differenze tra l'area euro e l'area non euro nell'analisi che ora hanno fatto.

Volevo fare due domande. Quanto incide nelle vostre valutazioni sulla vulnerabilità strutturale l'entità del debito pubblico di ogni Paese? E quindi, conseguentemente, se è vero che possa incidere parecchio, di cosa dobbiamo preoccuparci per un aumento eventuale dell'indice in caso di rialzo dei tassi?

Ultima domanda: la nuova politica economica degli Stati Uniti d'America, di diminuzione delle tasse, di concorrenza forte con il sistema Europa e di rialzo dei tassi, potrà avere un'influenza sulla vulnerabilità strutturale dei Paesi europei?

RICOLFI. Nel repertorio delle mie risposte esiste anche la risposta «non lo so». Quindi alla domanda sul rialzo dei tassi americani rispondo che non lo so, è una cosa che non sono in grado di valutare.

Invece sulle altre due domande forse qualcosa posso dire. Se noi facciamo una graduatoria della capacità di impattare sulla vulnerabilità delle varie variabili che abbiamo messo in evidenza, le due più importanti sembrano essere proprio il debito pubblico, il rapporto debito-PIL, e la competitività. Però il rapporto debito-PIL incide solo nella quota detenuta dall'estero, da investitori esteri. Se voi cioè mettete nell'equazione regres-

sione il debito detenuto dai privati o il debito totale, funziona molto meno bene che se mettete solo il rapporto tra debito pubblico, detenuto da investitori esteri, e PIL. Questa è la variabile influente. Noi abbiamo misurato l'influenza in termini di punti base e i punti base spostati sono parecchi, direi che è la variabile più incisiva.

Per quanto riguarda la seconda questione, cioè l'aumento dei tassi, penso che – però questa è veramente un'opinione – che dobbiamo davvero distinguere fra le conseguenze immediate di un aumento dei tassi e le conseguenze di medio-lungo periodo, dove quelle immediate possono anche essere drammatiche, nel senso che se c'è un improvviso rialzo dei tassi, questo è un meccanismo che può alimentare sia movimenti speculativi che, comunque, una spirale di peggioramento. Nel medio periodo dipende molto... Diciamo che il peso del nostro debito pubblico si traduce in interessi sul debito, ma il grosso degli interessi sul debito non è dovuto ai tassi di rendimento che i mercati ci chiedono in questo momento, ma a quello che ci hanno chiesto nei precedenti sei o sette anni. Ciò che si può dire è che in questo momento, per fortuna, l'indice di vulnerabilità strutturale, soprattutto nel 2017, mostra una tendenza al ribasso e, quindi, noi dovremmo essere nel breve periodo meno esposti ad un'eventuale situazione di turbolenza dei mercati finanziari. Anche questo però, di nuovo, lo dico come opinione, non ho alcuna competenza particolare per fare un'affermazione rispetto ad un'altra.

BRUNETTA (*FI-PdL*). Un suggerimento per la prosecuzione del suo lavoro. C'è stata una costante della crisi di Lehman Brothers in Europa. La costante è stata la strategia di contrasto alla crisi voluta dall'Unione europea, ma decisa sostanzialmente dalla Germania, che, in termini «atecnici» i giornalisti potrebbero riassumere in «sangue, sudore e lacrime, fate i compiti a casa». Lei ci ha detto che i mercati possono percepire, o almeno, l'indice può percepire questa strategia «sangue, sudore e lacrime, compiti a casa», in termini negativi, cioè non in termini di virtuosità, ma in termini negativi. E questo, intuitivamente, è comprensibile, anche se poi lei ci ha detto che per alcuni Paesi questo è stato percepito in termini negativi, quindi una sorta di aumento della vulnerabilità. Se infatti fai i compiti a casa, diminuisce la crescita del PIL, operi i tagli sulla spesa pubblica, che quindi si traducono in diminuzione della domanda, operi un aumento della tassazione che si traduce in una diminuzione dei consumi e, quindi, nuovamente in una riduzione del PIL, tutto questo invece che essere visto in termini di virtuosità – «ho fatto i compiti a casa, sangue, sudore e lacrime», quindi strutturalmente i miei conti sono migliori e sono più virtuoso – vengo giudicato male perché gli indicatori di cui tengono conto i mercati che, non se ho capito bene, sono il PIL, i consumi, la dinamica della domanda e così via, vengo giudicato male. Però lei ci ha detto che questo vale per alcuni, ma non vale per altri.

Per esempio, la Germania nel fare i compiti a casa ha avuto l'effetto contrario che negli altri Paesi – basti vedere il *surplus* della Germania – o per gli altri Paesi non dell'area euro. Quindi tutto questo apre un altro in-

teressante scenario da questo punto di vista. Però, mi sento di dire che qui ne escono male alla fin fine, non tanto i mercati perché essi hanno sempre ragione, ma ne escono male la BCE e le agenzie di *rating*, se posso permettermi. Perché la BCE opera in maniera piatta e praticamente sembra non accorgersi di nulla o, quando se ne accorge, fa male; le agenzie di *rating* sembrano dormire, quando non dormono fanno disastri e quando riprendono a dormire contribuiscono a ricreare altri disastri. Se è vero, professor Ricolfi, che siamo quattro tacche sotto il *rating* che dovremmo avere, questo non è solamente un fatto opinabile, ma ha dei costi spaventosi: quattro tacche vogliono dire costi del credito, costi del debito, merito di credito, valutazione del rischio Paese non credibile o non coerente con la realtà.

Quattro tacche potrebbero anche essere misurate in termini di costo o di freno o di peso. Noi stiamo correndo come certi atleti, che si allenano mettendo addosso quattro pesi da dieci chili (40 chili in tutto) e fanno i 100 metri per rafforzare la muscolatura. Ovviamente il risultato di quei 100 metri non sarà una *performance* ottimale, ma vi sarà un differenziale dovuto a quei 40 chili in più. Fa male la BCE con i suoi comportamenti e fanno male le agenzie di *rating*. Dopodiché i mercati hanno sempre ragione – lo dico con ironia – e questo la dice lunga anche sull'interpretazione di quanto è successo.

RICOLFI. Signor Presidente, vorrei aggiungere molto brevemente un paio di cose che non avevo detto prima. C'è un *report* precedente, pubblicato sul nostro sito e anche sul sito del «Sole 24 Ore», che dava anche un'altra informazione, cioè che i fattori politici di perturbazione pesano pochissimo. Abbiamo fatto anche una misurazione dell'influenza dei fattori politici, come ad esempio l'avvicinarsi di una scadenza elettorale o chi vince le elezioni, sull'andamento dei mercati. Questa analisi preliminare che abbiamo fatto qualche anno fa con «Il Sole 24 Ore» dava una percentuale di varianza spiegata molto, molto bassa. Chi è interessato può trovare il *report* sia sul nostro sito che su quello de «Il Sole 24 Ore».

Giustissimo ciò che diceva il presidente Brunetta. Che l'equazione può funzionare in maniera diversa fra Paesi è una delle cose che intendiamo approfondire; è stato un consiglio venuto dal dottor Hermitte del MEF nel seminario che abbiamo fatto al MISE. L'idea è di specificare il modello diversamente per i Paesi periferici e non periferici dell'euro.

Ma il punto più importante su cui ho chiesto la parola sono le quattro tacche a cui si riferiva il presidente Brunetta. Io aggiungerei un altro elemento: essere valutati in modo erroneo e troppo severo di tre o quattro tacche adesso ha dei costi enormi, ma se dovessero cambiare le regole sulle banche, cioè se il patrimonio delle banche fosse valutato diversamente quando detengono titoli di Stato in funzione del *rating* che le agenzie danno ai nostri titoli, sarebbe un disastro, una catastrofe. Trovarci domani con 100 euro di titoli di Stato che valgono solo 70 come collaterale perché il nostro *rating* è basso, significa di nuovo innescare una crisi bancaria. Dovessi governare io, sarei terrorizzato da questa eventualità: cam-

biano le regole; le regole vengono agganciate al giudizio delle agenzie di *rating*; il giudizio di tali agenzie sull'Italia è completamente sballato in questo momento.

BRUNETTA (*FI-PdL*). Ma anche allora.

RICOLFI. A voi interessa la ricostruzione di quello che è successo; a me come cittadino interessano i guai a cui posso andare incontro nei prossimi anni. Questo mi sembra un rischio molto sottovalutato.

Da questo punto di vista aggiungo un altro aspetto. Noi non abbiamo assolutamente la pretesa di sostituirci alle agenzie di *rating*, perché facciamo un altro mestiere, e il nostro indice misura qualcosa di ben definito e un po' diverso. Però trovo che il fatto che in Europa non esistano degli strumenti di valutazione dei titoli, di Stato e non, diversi da quelli emessi da Moody's, Fitch e Standard & Poor's è un problema molto serio. Quindi noi in futuro ci batteremo per immettere nella valutazione pubblica anche informazioni non dico alternative, ma complementari a quelle che danno le agenzie.

BRUNETTA (*FI-PdL*). Se oggi parliamo di quattro tacche anomale o sbagliate in miglioramento, ricordo a me stesso come un elemento che ha innescato la crisi è stato quello del doppio *downgrading* nel 2011-2012 che ha portato al collasso i nostri conti pubblici. Da quello che vedo nel grafico, quel doppio *downgrading* era altrettanto sbagliato in ragione dei fondamentali. È giusto dire che oggi la situazione è perfettamente, ha ragione, in termini di valore dei titoli posseduti dalle banche rispetto all'anomalia del *rating* del nostro Paese oggi, ma ricordo che quel doppio *downgrading*, che fra l'altro è stato oggetto di un processo a Trani sulle società di *rating*, in cui si è dimostrato *per tabulas*, anche con strumenti giuridici e analitici di inchiesta, non è stato motivato dai fondamentali di quel periodo e può avere innescato ulteriormente la crisi.

Concordo totalmente con le osservazioni finali del professor Ricolfi. Essere nelle mani delle società di *rating* che hanno così ampia aleatorietà nei giudizi è veramente una colpa enorme per l'Unione europea, ma si sta discutendo, come ben sa, su agenzie di *rating* europee. Questo dovrebbe essere *de iure condendo* da parte dell'Europa una delle più rilevanti riforme.

PRESIDENTE. Devo dire che il professor Ricolfi ci ha fornito una quantità di stimoli assolutamente interessanti. Se possiamo anche noi dare a lui un senso di positività, devo dire che questa valutazione della ponderazione dei titoli di Stato ad esempio nelle banche è un problema che abbiamo assolutamente presente. In questo momento ci stiamo occupando non soltanto di ricostruire il passato, ma vorremmo finire i lavori di questa Commissione cercando anche di avanzare delle proposte che servano per il futuro.

Come sa bene il senatore D'Alì, nelle conclusioni della seconda indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano avevamo considerato come due elementi di criticità innanzi tutto il completamento dell'Unione bancaria con il terzo pilastro, ma anche il non andare verso la richiesta di ponderazione dei titoli di Stato, che avrebbe evidentemente delle ripercussioni negative – strumentalmente negative, mi permetto di dire – con una valutazione di tipo soggettivo nei confronti del sistema Paese a vantaggio di altri Paesi.

Su questo possiamo dire con orgoglio che la politica italiana è attenta al tema e cerchiamo di prevenire. Penso che quelli di cui ho parlato siano già parte degli elementi della trattativa che si sta svolgendo affinché non si vada verso queste conseguenze nefaste.

Ringrazio ancora il professor Ricolfi per la sua disponibilità e dichiaro conclusa l'audizione.

I lavori terminano alle ore 11,55.

