

1494



ADESSO È CHIARO: NEL 2011 FU SPECULAZIONE, I CONTI ERANO IN ORDINE

**L'analisi del Prof. Luca Ricolfi, audito in Commissione d'Inchiesta
sulle banche, rende giustizia al Governo Berlusconi**

15 dicembre 2017

**a cura del Gruppo Parlamentare della Camera dei Deputati
Il Popolo della Libertà – Berlusconi Presidente – Forza Italia**

INDICE

2

- **RENATO BRUNETTA**: CONTI PUBBLICI, «NEL 2011 SOLO SPECULAZIONE CONTRO ITALIA, PAESE ERA SOLIDO»
- INDICE VS, RENDIMENTI E RATING: 1999-2017
- LA MEMORIA PRESENTATA DAL PROF. **LUCA RICOLFI** PER LA SUA AUDIZIONE IN COMMISSIONE D'INCHIESTA SULLE BANCHE

RENATO BRUNETTA: CONTI PUBBLICI, «NEL 2011 SOLO SPECULAZIONE CONTRO ITALIA, PAESE ERA SOLIDO»

3

- “Ritrovo nell’analisi del professor Ricolfi - con il suo grafico su rating, indice di vulnerabilità, indice di rendimenti e tasso Bce - un pezzo di storia dell’Italia fuori dai luoghi comuni e basata su statistiche e numeri veri. Analizzando l’indice di vulnerabilità strutturale del nostro Paese vediamo, infatti, un aumento all’inizio della crisi, dopo i fatti americani dei subprime, tra dicembre 2008 e marzo 2009, con l’Europa ancora impreparata, e poi una discesa dopo giugno 2009. Vuol dire che il sistema Paese aveva reagito bene, e i nostri conti pubblici erano assolutamente sostenibili e poco vulnerabili. In questo periodo le agenzie di Rating sono ‘in sonno’, non intervengono, né in negativo né in positivo”.
- “L’indice di vulnerabilità migliora fino a settembre 2011, ma nel frattempo cominciano a salire i rendimenti in modo ingiustificato: evidentemente influenzato dai mercati ingiustificatamente nervosi. Ancor peggio quando i rendimenti schizzano da 200 fino a 500-600, fino a settembre-dicembre 2011. Con le agenzie che si svegliano e con conseguente peggioramento dell’indice di vulnerabilità.
- Abbiamo, dunque, una serie di andamenti assolutamente controfattuali. Con il governo Monti, ad esempio, l’indice di vulnerabilità aumenta, il Rating peggiora e i rendimenti diminuiscono, per poi risalire e riscendere, con l’indice di vulnerabilità sempre crescente fino al 2013. Esattamente il contrario di quanto doveva avvenire in base agli andamenti reali.

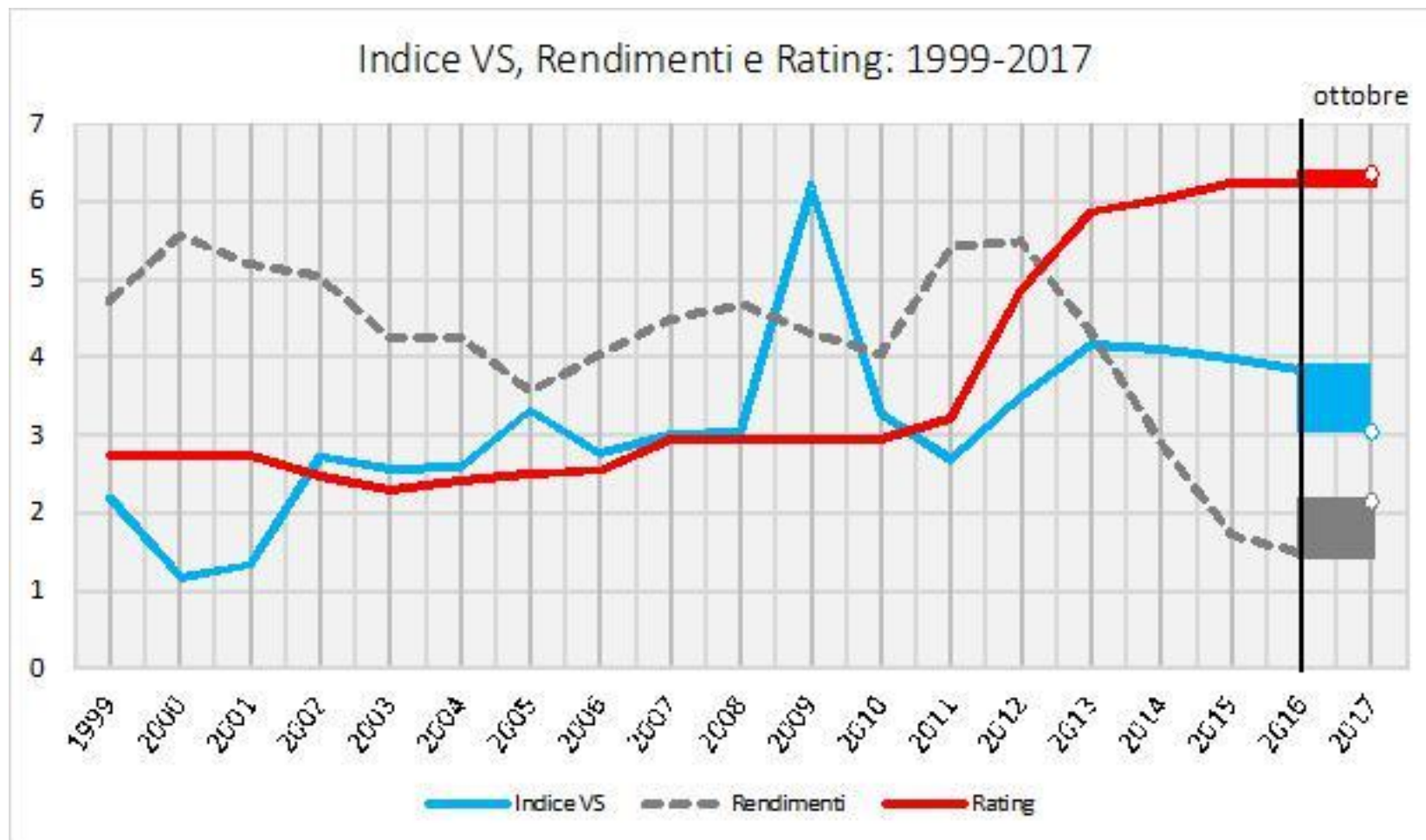
RENATO BRUNETTA: CONTI PUBBLICI, «NEL 2011 SOLO SPECULAZIONE CONTRO ITALIA, PAESE ERA SOLIDO»

4

- Questa è speculazione. Speculazione, masochismo, farci del male, possiamo usare tante definizioni, ma certamente vedere rendimenti che salgono, Rating che seguono i rendimenti più che prevederli, e un indice di vulnerabilità che decresce per poi risalire quando i rendimenti invece cominciano a scendere, ecco, non è una cosa normale.
- A questo punto i fondamentali del Paese non c'entrano nulla, c'entra solo la speculazione. E dal novembre-dicembre 2011 in poi la cattiva politica di Monti. Da fine 2011 al 2013 l'indice di vulnerabilità cresceva, altro che conti messi a posto dal governo tecnico.
- Questa analisi del professor Ricolfi fa giustizia di tutti i luoghi comuni, anche in relazione a quanto detto ieri dalla dottoressa Cannata. Nel 2011 il nostro Paese era vicino al default? Era un default puramente speculativo a cui non corrispondeva un aumento dell'indice di vulnerabilità, che anzi era basso. Le agenzie di Rating in quei mesi hanno seguito la speculazione e non hanno giudicato i nostri fondamentali. Una cosa che fa tremare i polsi, e facciamo bene in questa Commissione a fare chiarezza e verità su quell'assurda vicenda”.

INDICE VS, RENDIMENTI E RATING: 1999-2017

5



LA MEMORIA PRESENTATA DAL PROF. **LUCA RICOLFI** PER LA SUA AUDIZIONE IN COMMISSIONE D'INCHIESTA SULLE BANCHE (Fondazione David Hume)

6

(Memoria sulla vulnerabilità dei conti pubblici dell'Italia)

Negli ultimi anni la Fondazione David Hume ha condotto alcune ricerche sulla vulnerabilità dei conti pubblici delle economie avanzate (un insieme di 40 paesi europei e/o appartenenti all'Ocse).

Uno dei risultati di tali ricerche, realizzate da un gruppo di docenti di Psicometria e di Analisi dei dati dell'Università di Torino, è costituito da un indice di vulnerabilità dei conti pubblici basato esclusivamente sui fondamentali dell'economia¹. L'indice è stato costruito per tutti e 40 i paesi, dal 1° gennaio 1999 (anno di introduzione dell'euro) ad oggi.

La peculiarità dell'indice VS (indice di Vulnerabilità Strutturale), è di emulare strettamente la logica con cui la “mente dei mercati” processa le informazioni sullo stato di un'economia, senza introdurre assunti sostanziali dell'analista.

Se si vuole dare un'interpretazione dell'indice, la più semplice è la seguente. L'indice misura come i mercati giudicherebbero i conti pubblici di un paese ove non operassero due fattori di perturbazione:

- a) l'orientamento espansivo o restrittivo della politica monetaria;
- b) le fluttuazioni di breve periodo, compresi l'andamento delle borse e la speculazione sui titoli di stato.

LA MEMORIA PRESENTATA DAL PROF. **LUCA RICOLFI** PER LA SUA AUDIZIONE IN COMMISSIONE D'INCHIESTA SULLE BANCHE (Fondazione David Hume)

7

Un valore dell'indice pari a 200, per fare un esempio, si interpreta come il rendimento, espresso in punti base, che i mercati richiederebbero per i titoli di stato decennali di un paese in condizioni di neutralità dei fattori sopra menzionati.

L'indice permette quindi di valutare:

- 1) se, in un dato periodo, la vulnerabilità dei conti pubblici di un paese sia in crescita, in diminuzione, o sostanzialmente costante;
- 2) se, in un dato momento, i rendimenti effettivi richiesti dai mercati sovrastimino o sottostimino la vulnerabilità dei conti pubblici di un determinato paese.

Il modello matematico-statistico soggiacente all'indice ha una capacità predittiva del rendimento annuale dei titoli di stato di un paese estremamente elevata ($R^2=0.938$; adj. $R^2=0.923$).

LA MEMORIA PRESENTATA DAL PROF. **LUCA RICOLFI** PER LA SUA AUDIZIONE IN COMMISSIONE D'INCHIESTA SULLE BANCHE (Fondazione David Hume)

8

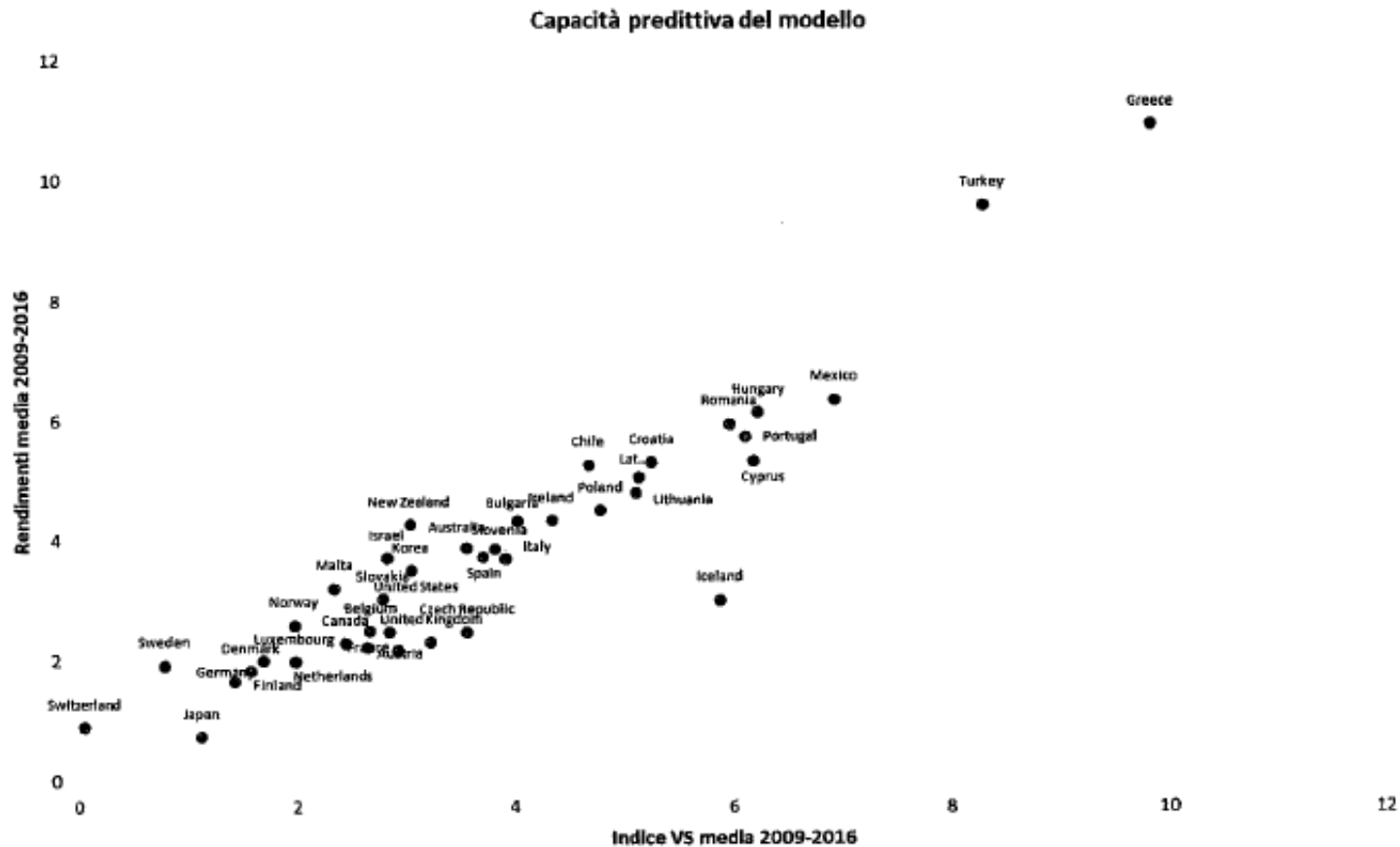


Fig. 1. Capacità predittiva del modello

LA MEMORIA PRESENTATA DAL PROF. **LUCA RICOLFI** PER LA SUA AUDIZIONE IN COMMISSIONE D'INCHIESTA SULLE BANCHE (Fondazione David Hume)

9

Nel caso dell'Italia, l'indice VS è stato prolungato al 2017, e i relativi risultati sono stati presentati in un seminario presso il Ministero dello sviluppo economico tenuto il 24 ottobre di quest'anno. Sempre con riferimento all'Italia, e in vista della presente Audizione, la Fondazione David Hume ha sviluppato una versione dell'indice su base mensile (anziché annuale).

Di seguito riportiamo gli andamenti dei rendimenti effettivi dei titoli di stato e dell'indice VS fra dicembre 2008 e dicembre 2016.

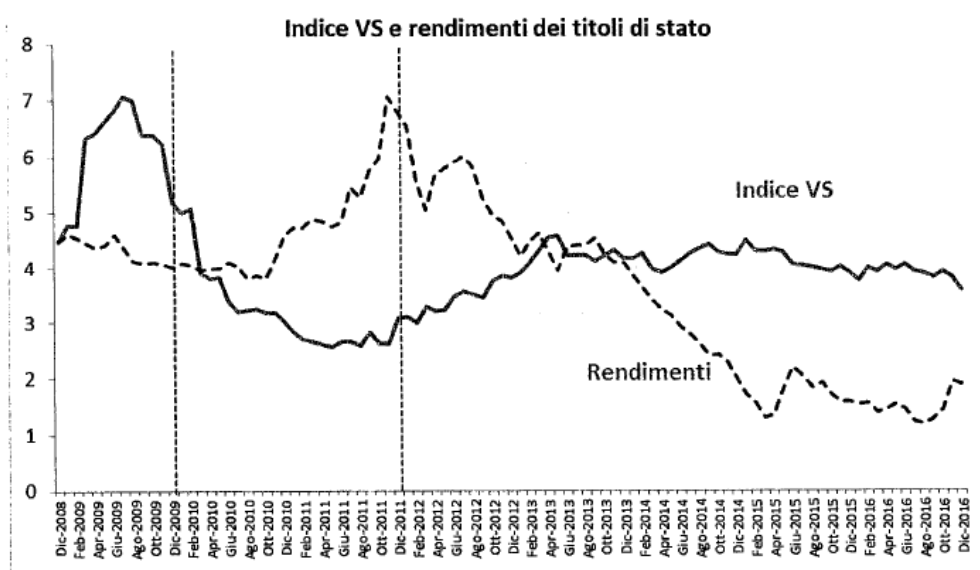


Fig. 2. Indice VS e rendimenti dei titoli di stato

LA MEMORIA PRESENTATA DAL PROF. **LUCA RICOLFI** PER LA SUA AUDIZIONE IN COMMISSIONE D'INCHIESTA SULLE BANCHE (Fondazione David Hume)

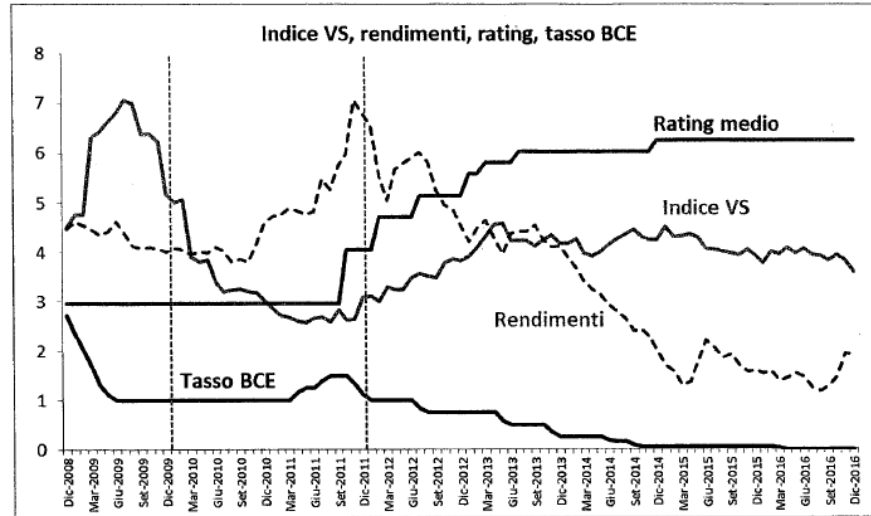
10

Il diagramma mostra che in almeno due periodi i rendimenti effettivi si sono mossi in direzione opposta rispetto all'evoluzione della vulnerabilità strutturale. Nel corso del 2011 a un miglioramento dell'indice VS di vulnerabilità strutturale si è accompagnato un aumento dei rendimenti richiesti dai mercati. Nel corso del 2012 è accaduto esattamente l'opposto: i rendimenti richiesti dai mercati si sono ridotti, nonostante un aumento della vulnerabilità strutturale dei conti pubblici.

Riportiamo, per concludere, il diagramma che, oltre all'indice VS e ai rendimenti effettivi, riporta il giudizio delle Agenzie (convertito in punti base) e il tasso di riferimento della BCE.

LA MEMORIA PRESENTATA DAL PROF. **LUCA RICOLFI** PER LA SUA AUDIZIONE IN COMMISSIONE D'INCHIESTA SULLE BANCHE (Fondazione David Hume)

11



Il diagramma mostra che la sequenza di eventi che ha preceduto la crisi dello spread è la seguente:

- innalzamento dei rendimenti (dalla fine del 2010);
- innalzamento del tasso di riferimento della BCE (dalla primavera del 2011);
- peggioramento del rating delle Agenzie (autunno 2011).

Nel corso del 2012, nonostante il deterioramento dell'indice VS e il progressivo inasprimento del rating delle Agenzie, i rendimenti richiesti dai mercati iniziano una lunga fase discendente, che si interrompe solo nella primavera del 2015.