

# 1457



**ADESSO È CHIARO, NEL 2011 I  
FONDAMENTALI DELL'ECONOMIA  
ITALIANA STAVANO MEGLIO**

*27 ottobre 2017*

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

# INDICE

- BRUNETTA: «NEL 2011 I FONDAMENTALI DELL'ECONOMIA ITALIANA STAVANO MEGLIO»
- ARRIVA L'INDICE DI VULNERABILITÀ, LE AGENZIE DI RATING PUNISCONO L'ITALIA (Luca Ricolfi)
- LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI (Luca Ricolfi – Fondazione Hume)
- DIVERGENZA FRA MERCATI, AGENZIE E INDICE VS NELLA CRISI ITALIANA DEL 2011-2012
- LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR'S”

# BRUNETTA: «NEL 2011 I FONDAMENTALI DELL'ECONOMIA ITALIANA STAVANO MEGLIO»

3

- La paventata crisi economica italiana, utilizzata per far cadere il Governo Berlusconi nel 2011, era del tutto ingiustificata. E' questa la tesi di Luca Ricolfi, presidente della fondazione David Hume e docente all'università di Torino. Anzi, secondo un nuovo indicatore che misura le probabilità di crisi economica di un paese ideato dallo stesso Ricolfi, tra maggio e giugno del 2011 i fondamentali dell'economia italiana stavano migliorando e non indebolendosi.
- Il rischio di default sovrano è stato, quindi, del tutto sopravvalutato dalle agenzie di rating e dagli investitori internazionali, allorché iniziarono a scommettere contro l'Italia, dando il via alla famosa 'crisi dello spread'.

# BRUNETTA: «NEL 2011 I FONDAMENTALI DELL'ECONOMIA ITALIANA STAVANO MEGLIO»

- Il professor Ricolfi sostiene, inoltre, che furono invece i governi Monti e Letta ad aver aumentato di molto l'indice di vulnerabilità del paese, attraverso le loro draconiane politiche fiscali.
- Emergono, dunque, nuove prove scientifiche che corroborano quanto Forza Italia ha sostenuto da sempre: la caduta del Governo Berlusconi, nel 2011, non fu dettata da motivazioni economiche reali ma da un complotto internazionale partito da una speculazione finanziaria che scatenò il panico sui mercati e fece credere a tutti che la nostra economia fosse più vulnerabile di quanto in realtà non fosse.

# BRUNETTA: «NEL 2011 I FONDAMENTALI DELL'ECONOMIA ITALIANA STAVANO MEGLIO»

5

- Come d'altronde contenuto nei libri 'Il grande imbroglio. Cronaca di un anno difficile (2011-2012)', 'Il grande imbroglio 2. Un anno vissuto pericolosamente' e 'Il grande imbroglio 3. Il colpo finale' del sottoscritto, pubblicati rispettivamente nel 2012, nel 2013 e nel 2014, assieme alla trasmissione 'La grande speculazione', a cura di Alessandro Banfi, andata in onda il 19 febbraio 2013 su Rete 4, che ha ricostruito quello che è successo veramente all'Italia negli anni della crisi finanziaria.

# BRUNETTA: «NEL 2011 I FONDAMENTALI DELL'ECONOMIA ITALIANA STAVANO MEGLIO»

6

- L'ultimo studio del professor Ricolfi dimostra, infine, la fondatezza delle accuse mosse dalla procura di Trani contro le agenzie di rating che, lo ricordiamo, sono state accusate di essere all'origine non disinteressata della revisione al ribasso del rating creditizio dei titoli di Stato italiani causando 'una destabilizzazione dell'immagine, del prestigio e degli affidamenti creditizi dell'Italia sui mercati finanziari nazionali ed internazionali'".

**Renato Brunetta**

**“Il Grande imbroglio  
1-2-3”**

**(2012-2013-2014)**



Alla vigilia del G20 di Cannes del 3 e 4 novembre 2011, il presidente della Repubblica, Giorgio Napolitano, si rifiuta di firmare il decreto “Sviluppo” che dava attuazione agli impegni presi dal governo italiano con la Commissione e il Consiglio europeo nella lettera del 26 ottobre 2011, costringendo il presidente del Consiglio italiano, Silvio Berlusconi, a recarsi al vertice “a mani vuote”.

Brunetta ricostruisce la vicenda qualche mese dopo con un articolo sul Giornale (6 febbraio 2012) e il giorno dopo il Consigliere del presidente della Repubblica per la stampa e la comunicazione, dottor Pasquale Cascella, con lettera al direttore del Giornale, completa il quadro rivelando che la decisione del presidente della Repubblica di non firmare il decreto Sviluppo era stata presa nel corso di un incontro con l’allora ministro dell’Economia e delle finanze, **Giulio Tremonti**. Scrive Cascella: *“Il Capo dello Stato ricevette il ministro dell’economia (Giulio Tremonti) prima della riunione del Consiglio dei Ministri del 2 novembre 2011”*.

**Renato Brunetta**

**“Berlusconi deve cadere”**

**(2014)**



Nessun grande vecchio, nessun burattinaio: solo interessi, politici ed economici, da parte dei soliti poteri forti e marci, da parte delle solite forze politiche ideologicamente e intrinsecamente golpiste che non disdegnano di usare la magistratura e le potenze straniere per far fuori gli avversari.

**Che cosa è successo all'Italia dal 2009 in poi?** Si è passati dal massimo consenso di un presidente del Consiglio nell'Italia repubblicana (25 aprile 2009, a Onna), allo scatenamento di campagne di stampa scandalistiche, seguite e attorcigliate ad attacchi giudiziari.

Il tutto coronato da **un assalto della speculazione internazionale al debito sovrano del nostro Paese.** Una vera e propria morsa, da non lasciare scampo.

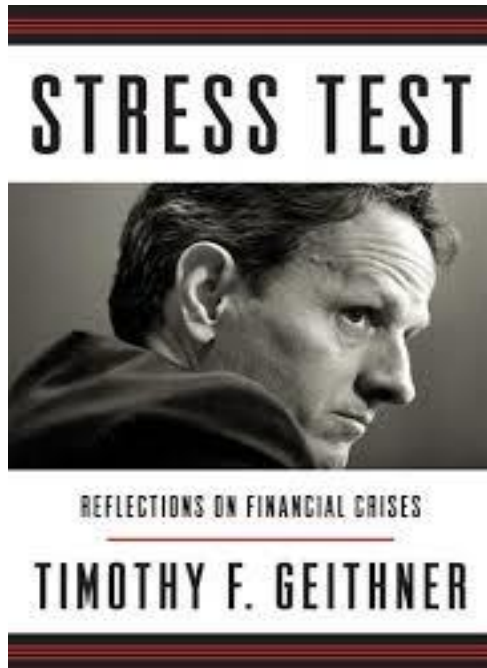
Fatti seguiti dall'imposizione di dimissioni al presidente legittimo Silvio Berlusconi, incolpato della piega drammatica degli eventi passati sotto il nome spread.



**Timothy Geithner**

**“Stress test”**

**(2014)**



*«Ad un certo punto, in quell'autunno, alcuni funzionari europei ci contattarono con una trama per cercare di costringere il premier italiano Berlusconi a cedere il potere; volevano che noi rifiutassimo di sostenere i prestiti dell'Fmi all'Italia, fino a quando non se ne fosse andato.»*

*Parlammo al presidente Obama di questo invito sorprendente, ma non potevamo coinvolgerci in un complotto come quello. “Non possiamo avere il suo sangue sulle nostre mani”, io dissi».*

**Peter Spiegel**

**Financial Times**

**(2014)**



*"I think Silvio is right"*, disse nel 2011 il presidente degli Stati Uniti, **Barack Obama**, schierandosi con il governo italiano di Silvio Berlusconi contro l'idea di lasciar commissariare Roma dal Fondo monetario internazionale.

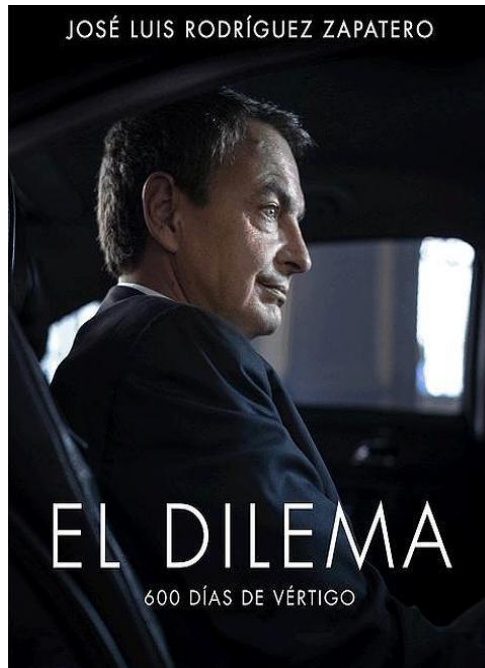
Tutto ciò accadde durante il summit G20 di Cannes, e spinse la cancelliera tedesca "nell'angolo", fino al punto che la voce di Angela Merkel fu rotta dalle lacrime. Berlino spingeva per il commissariamento dell'Italia.

Obama la prese per un'impuntatura irrazionale, diede ragione alle resistenze italiane e alla fine si optò per un comunicato finale vago. Risultato: gli spread continuarono a salire e Silvio Berlusconi fu costretto alle dimissioni.

**Josè Luis Rodrìguez  
Zapatero**

**“Il dilemma:  
600 giorni di vertigini”**

**(2013)**



*“Ci fu una cena ristretta: solo 4 primi ministri europei con i loro ministri economici, i vertici dell’Ue, del Fmi e il presidente degli Stati Uniti, seduti attorno a un tavolo piccolo, rettangolare che ispirava confidenza. Una cena sull’Italia e il futuro dell’euro, quasi due ore nelle quali si mise il governo italiano sotto un duro martellamento perché accettasse lì, a quello stesso tavolo il salvataggio del Fondo Monetario Internazionale e dell’Ue come già Grecia, Irlanda e Portogallo.*

*Berlusconi e Tremonti si difesero con un catenaccio in piena regola. Tremonti ripeteva: “conosco modi migliori per suicidarsi”. Berlusconi, più casereccio, evocava la forza dell’economia reale e del risparmio degli italiani. Alla fine si arrivò a un compromesso per il quale Fmi e Ue avrebbero costituito un gruppo di supervisione sulle riforme promesse. Il Cavaliere spiegò in pubblico che il ruolo del Fmi era di “certificare” le riforme, però il governo italiano risultò toccato profondamente. Solo pochi giorni dopo quel G20, il 12 novembre, Berlusconi si dimetteva. E Mario Monti era eletto primo ministro. Il lettore potrà trarne le sue conclusioni”.*

**Lorenzo Bini Smaghi**

**“Morire di austerità.  
Democrazie europee  
con le spalle al muro”**

**(2013)**



*“La minaccia di uscita dall’euro non sembra una strategia negoziale vantaggiosa. Non è un caso che le dimissioni del primo ministro greco Papandreou siano avvenute pochi giorni dopo il suo annuncio di tenere un referendum sull’euro, e che quelle di Berlusconi siano anch’esse avvenute dopo che l’ipotesi di uscita dall’euro era stata ventilata in colloqui privati con i governi degli altri Paesi dell’euro”.*

Beh, a onor del vero, tale ipotesi non è mai esistita. Piuttosto, il presidente Berlusconi ha denunciato il grande imbroglio dello spread, per cui sono state attribuite al governo italiano responsabilità che erano, invece, in capo alle istituzioni europee, che hanno reagito sempre troppo tardi e troppo poco alle ondate speculative sui debiti sovrani dei paesi dell’area euro. Conclusioni cui, tra l’altro, giunge, nel suo libro, lo stesso Bini Smaghi.

**Alan Friedman**

**“Ammazziamo il  
gattopardo”**

**(2014)**

**ALAN  
FRIEDMAN  
AMMAZZIAMO  
IL GATTOPARDO**

Rizzoli

La torrida estate del 2011 è un momento molto importante e storico per l'Italia. La Germania della Merkel non ama il primo ministro in carica, Silvio Berlusconi.

Tra giugno e settembre di quella drammatica estate accadono molte cose che finora non sono state rivelate. E questo riguarda soprattutto le conversazioni tra il presidente della Repubblica **Giorgio Napolitano** e Mario Monti, che precedono di 4-5 mesi la nomina dell'allora presidente della Bocconi a Palazzo Chigi, il 13 novembre 2011.

Per gli annali della storia il presidente Napolitano accetta le dimissioni di Berlusconi il 12 novembre e avvia, come si conviene, le consultazioni con i gruppi parlamentari e politici. Poi, 24 ore dopo, Monti viene indicato come premier al posto di Berlusconi. Ma, stando alle parole di Carlo De Benedetti e Romano Prodi, entrambi amici di Monti, e per ammissione dello stesso ex premier, le cose sono andate diversamente.

**Alan Friedman**

**“Ammaziamo il gattopardo”**

**(2014)**

**ALAN  
FRIEDMAN  
AMMAZZIAMO  
IL GATTOPARDO**

Rizzoli

**De Benedetti** dice che in quell'estate del 2011 Monti, in vacanza vicino casa sua a St. Moritz, è andato a chiedergli un consiglio, se accettare o meno la proposta di Napolitano sulla sua disponibilità a sostituire Berlusconi a Palazzo Chigi, in caso fosse stato necessario.

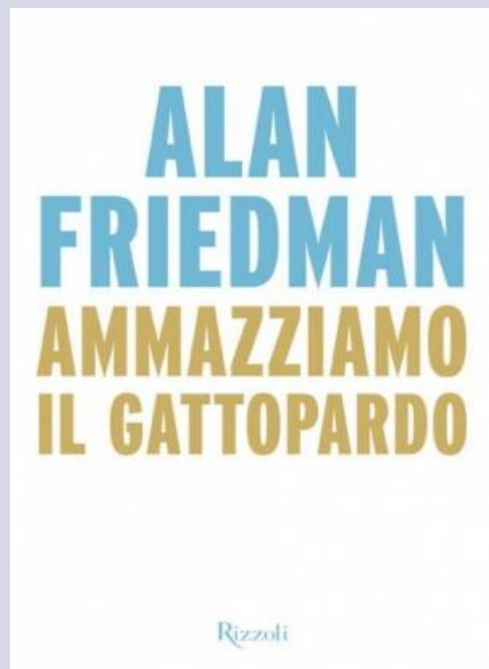
**Romano Prodi** ricorda una lunga conversazione con Monti sullo stesso tema, ben due mesi prima, a giugno 2011. *«Il succo della mia posizione è stato molto semplice: “Mario, non puoi fare nulla per diventare presidente del Consiglio, ma se te lo offrono non puoi dire di no. Quindi non ci può essere al mondo una persona più felice di te”»*.

**Mario Monti** conferma di aver parlato con Prodi (nel suo ufficio alla Bocconi a fine giugno 2011) e con De Benedetti (nella sua casa di St. Moritz nell'agosto 2011) della sua possibile nomina. Ammette anche di aver discusso con Napolitano un documento programmatico per il rilancio dell'economia, preparato per il capo dello Stato dall'allora banchiere **Corrado Passera** tra l'estate e l'autunno del 2011.

**Alan Friedman**

**“Ammaziamo il  
gattopardo”**

**(2014)**



E quando Friedman chiede e insiste: *«Con rispetto, e per la cronaca, lei non smentisce che, nel giugno-luglio 2011, il presidente della Repubblica le ha fatto capire o le ha chiesto esplicitamente di essere disponibile se fosse stato necessario?»*, Monti ascolta con la faccia dei momenti solenni, e, con un'espressione contrita, e con la rassegnazione di uno che capisce che è davanti a una domanda che non lascia scampo al non detto, risponde: *«Sì, mi ha, mi ha dato segnali in quel senso»*. Parole che cambiano il segno di quell'estate che per l'Italia si stava facendo sempre più drammatica. E che probabilmente porteranno a riscrivere la storia recente del nostro Paese.

# LA GRANDE SPECULAZIONE OVVERO IL GRANDE IMBROGLIO DELLO SPREAD

16



## LA GRANDE SPECULAZIONE OVVERO IL GRANDE IMBROGLIO DELLO SPREAD

1/10

a cura del Gruppo Parlamentare della Camera dei Deputati  
Il Popolo della Libertà – Berlusconi Presidente  
Interviste a cura di Alessandro Banfi, direttore di TgCom24

<http://www.gruppopdl-berlusconipresidente.it/?p=12567>



# ARRIVA L'INDICE DI VULNERABILITÀ, LE AGENZIE DI RATING PUNISCONO L'ITALIA

## Luca Ricolfi

17

- Il rating sull'Italia "è di tre o quattro gradini inferiore" a quello che dovrebbe essere. Lo rivela il nuovo indice della Vulnerabilità strutturale dei conti pubblici italiani, messo a punto dalla Fondazione Hume e presentato dal curatore, il sociologo Luca Ricolfi.
- Il nuovo indice misura lo stato di salute dei conti pubblici di un Paese basandosi non solo sui valori macroeconomici tradizionali, ma riflettendo "la mente dei mercati", ossia il modo in cui i mercati giudicano lo stato di un Paese, senza essere sensibili agli elementi contingenti (fluttuazioni di breve periodo, politica monetaria espansiva o restrittiva), che in un particolare momento concorrono alla formazione dei rendimenti dei titoli di Stato.

# ARRIVA L'INDICE DI VULNERABILITÀ, LE AGENZIE DI RATING PUNISCONO L'ITALIA

## Luca Ricolfi

18

- Ebbene, stando alle misurazioni, fra il 2013 e il 2016 l'indice è rimasto sostanzialmente stabile, mentre gli altri due indici, ovvero il rating delle agenzie e i rendimenti sui mercati si sono mossi in direzioni opposte: le agenzie hanno ulteriormente penalizzato l'Italia e i mercati hanno concesso rendimenti sempre più bassi. Nel 2016, poi, è stato registrato il massimo di divaricazione fra i due giudizi e nel 2017, mentre la vulnerabilità strutturale migliora, il giudizio delle agenzie di rating va in direzione opposta, con un gap che si può concretizzare, come ha spiegato Ricolfi, "in tre o quattro gradini delle varie scale utilizzate dalle agenzie".

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

## Luca Ricolfi – Fondazione Hume

19

### COME MISURARE LA VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

#### A che serve una misura di vulnerabilità

- Quando un paese ha un debito pubblico troppo elevato, gli investitori richiedono tassi di interesse più alti per sottoscrivere i suoi titoli di Stato: il rischio di non essere rimborsati, o di esserlo solo in parte, innalza il prezzo del prestito concesso. Accade così che i rendimenti dei titoli del debito pubblico possano toccare livelli molto alti, anche al di sopra dei tassi che normalmente vengono considerati usurari. Nel caso della Grecia, ad esempio, al culmine della crisi (febbraio 2012), i tassi sono arrivati a sfiorare il 30%. Quanto all'Italia, c'è stato un momento, alla fine del 2011, in cui i tassi si sono avvicinati pericolosamente alla soglia dell'8%, da molti considerata un punto critico, oltre il quale diventa pericolosissimo spingersi.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

## Luca Ricolfi – Fondazione Hume

20

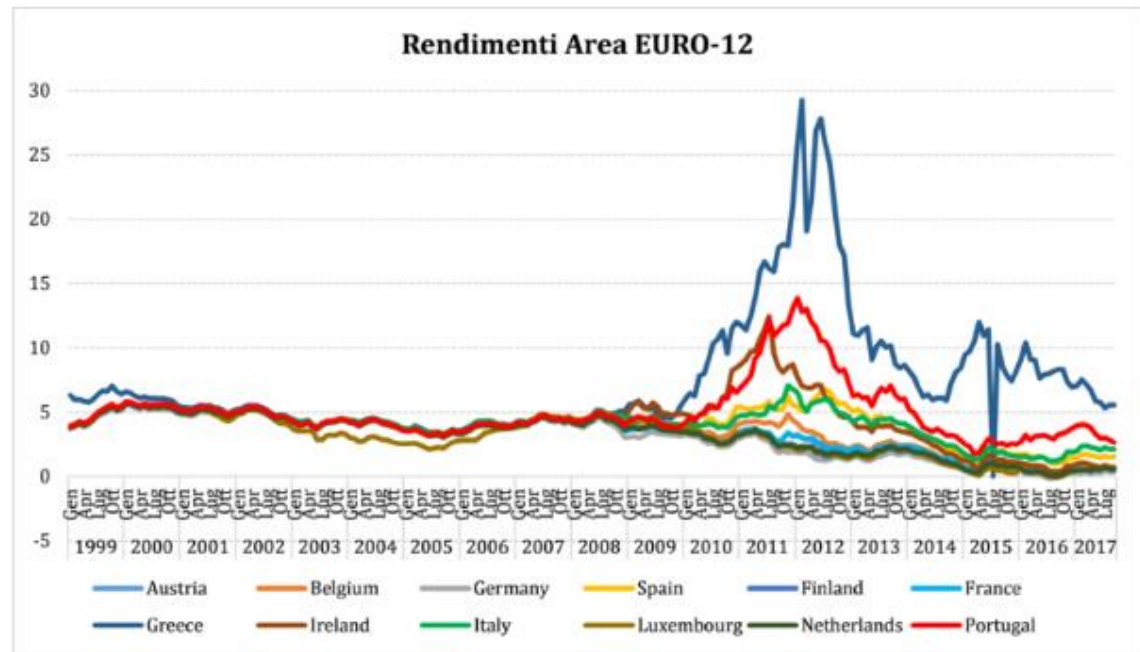
- Ma come fa un paese a proteggersi contro i rischi di una crisi del suo debito sovrano? Come fa a sapere in anticipo che potrebbe sopravvenire una crisi? Come fa ad accorgersi che è seduto sopra una polveriera? Come fa, in altre parole, a misurare la propria vulnerabilità?
- Apparentemente, la risposta è semplice: basta non indebitarsi troppo. Ma questa è una risposta insoddisfacente. Non solo perché non tutti i paesi sono come la Germania, che ha un'economia capace di crescere senza aumentare il debito, ma perché il nesso fra debito pubblico e rendimenti non è lineare: esistono paesi, come il Giappone, che riescono ad approvvigionarsi sui mercati a tassi molto bassi nonostante un enorme rapporto debito/Pil (oltre il 200%), ed esistono paesi, come la Romania, che sono costretti a pagare tassi relativamente elevati a dispetto di un rapporto debito/Pil molto contenuto.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

21

- Si potrebbe allora pensare di usare direttamente i rendimenti dei titoli di Stato, eventualmente corretti per l'inflazione, come misure di vulnerabilità. Questa strada, tuttavia, è resa impraticabile da almeno due circostanze.
- La prima è che i mercati attraversano lunghi periodi di sonno, nei quali letteralmente ignorano le differenze fra paesi. È stato questo il caso dei primi 9-10 dieci anni dell'euro, nei quali i tassi richiesti a paesi come la Germania sono stati analoghi a quelli richiesti a paesi come la Grecia.



(Fonte:ECB)

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

22

- La seconda circostanza è che i tassi sono fortemente condizionati dalla politica monetaria delle banche centrali, che può sostenere artificialmente i corsi dei titoli di Stato di un paese o, nel caso della Banca centrale Europea durante la crisi, di un gruppo di paesi deboli o ritenuti tali.
- Se né il rapporto debito/pil né i tassi di mercato sono un buon metro per valutare la vulnerabilità dei conti pubblici, si potrebbe puntare sulle valutazioni dei debiti sovrani forniti dalle maggiori agenzie di rating, le “tre sorelle” Moody’s, Fitch e Standard and Poors’, con le loro scale a una ventina di posti, da AAA a D. Sarebbe ragionevole, in altre parole, supporre che il rating sia una sorta di termometro della salute dei conti pubblici. Quando il rating è buono (tripla o doppia A) i conti pubblici del paese non corrono rischi, quando è cattivo (B) o pessimo (C) gli interessi sui titoli di Stato tendono ad essere elevati e rischiano di subire drastici incrementi in caso di crisi.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

23

- Sfortunatamente, tuttavia, anche questa strada non funziona bene, per diversi motivi. Il primo è che anche le Agenzie di rating, come i mercati, attraversano periodi di sonno, in cui non si accorgono delle enormi differenze di vulnerabilità che sussistono fra paesi.
- Il secondo è che, tendenzialmente, il giudizio delle Agenzie segue e non precede quello dei mercati. Una misura di vulnerabilità dovrebbe essere predittiva e non postdittiva del comportamento dei mercati.
- La realtà è che sia le Agenzie di rating sia i mercati sono due black box di cui non conosciamo i circuiti interni ma di cui sappiamo che funzionano in modi diversi, spesso molto diversi. Una comparazione sistematica delle valutazioni delle Agenzie e di quelle dei mercati su 24 paesi (quelli con informazioni complete) dal 1999 al 2016 ha rivelato che i casi di valutazioni coerenti sono più o meno quanti i casi di valutazioni incoerenti o in aperto conflitto (con le Agenzie che indicano un miglioramento quando i mercati segnalano un peggioramento; o viceversa).

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

24

- Eppure, conoscere il grado di vulnerabilità dei conti pubblici di un paese sarebbe essenziale, per gli investitori come per i governanti. Se vulnerabilità significa, essenzialmente, esposizione al rischio di aumenti futuri dei tassi, una misura di vulnerabilità può essere una guida preziosa per implementare strategie di selezione del portafoglio che tengano conto di fattori (di debolezza o di forza) che sono già presenti, ma di cui i mercati potrebbero accorgersi solo in futuro, quando una crisi dovesse esplodere o viceversa rientrare.
- Quanto ai governi, è chiaro che una misura di vulnerabilità dei conti pubblici capace di anticipare evoluzioni future li proteggerebbe da due rischi, uno ovvio, l'altro più sottile. Quello ovvio è di non risanare i conti pubblici solo perché i mercati non si sono ancora accorti della malattia, un'eventualità che ben si attaglia ai casi di Grecia, Portogallo, Italia, che nel primo decennio dell'euro hanno immeritadamente beneficiato del doppio sonno dei mercati e delle Agenzie.



# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

25

- Il secondo rischio da cui una misura di vulnerabilità accurata potrebbe proteggere un paese e il suo governo, è quello di subire, nei periodi di crisi, una valutazione dei mercati e delle Agenzie peggiore di quella che la salute di suoi conti pubblici giustificerebbe.
- Ecco perché può essere utile disporre di un indice che misuri il grado di vulnerabilità dei conti pubblici.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

## Luca Ricolfi – Fondazione Hume

26

### Indice VS e mente dei mercati

- A questo scopo, come FDH, abbiamo messo a punto l'indice VS, o indice di Vulnerabilità Strutturale. L'idea-base su cui poggia l'indice VS è di misurare lo stato di salute dei conti pubblici di un paese in un modo che, al tempo stesso, rifletta la “mente dei mercati”, ossia il modo in cui i mercati giudicano i conti pubblici di un paese, e nello stesso tempo non sia sensibile agli elementi contingenti (fluttuazioni di breve periodo, politica monetaria espansiva o restrittiva) che in un particolare momento concorrono alla formazione dei rendimenti dei titoli di Stato.
- L'unità di misura dell'indice sono i punti-base, e la sua interpretazione è la seguente: l'indice VS misura i rendimenti che, in base ai suoi fondamentali, dovrebbero avere i titoli di Stato di un paese se i mercati lo giudicassero con i parametri che mediamente hanno utilizzato negli anni 2009-2016, ossia nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

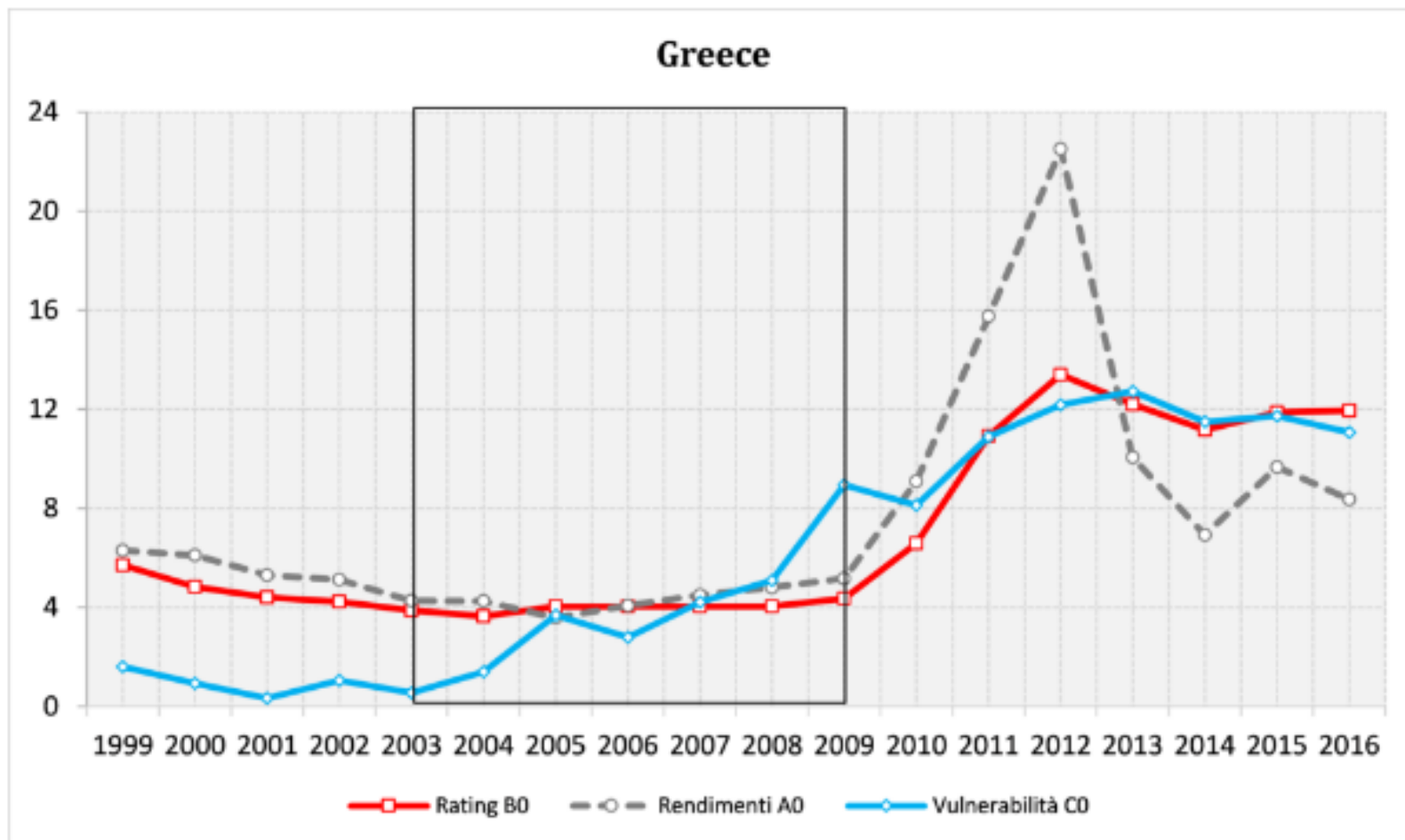
27

- L'indice è stato calcolato per 40 economie avanzate, o relativamente avanzate, per tutti gli anni che vanno dall'introduzione dell'euro (1° gennaio 1999) al 2016. Attualmente stiamo lavorando a una nuova versione dell'indice, con cadenza più frequente (trimestre o mese), e capacità di stimare anticipatamente il consuntivo dell'anno in corso. Ed ecco, in estrema sintesi, alcuni risultati.
- 1.** L'equazione dell'indice permette di scoprire quali sono, per la “mente dei mercati”, i fondamentali che contano e quelli che non contano, e soprattutto quanto contano, ossia quali effetti hanno sui rendimenti; sorprendentemente fra i parametri che non contano c'è il deficit pubblico, mentre un'importanza cruciale rivestono il debito pubblico detenuto da investitori esteri, l'inflazione e la competitività.
- 2.** Applicato al periodo 1999-2016 l'indice VS mette in evidenza il deterioramento dei conti pubblici di Grecia, Portogallo, con molti anni di anticipo (dai primi anni 2000), quando né i mercati né le Agenzie di rating emettevano segnali di rischio.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

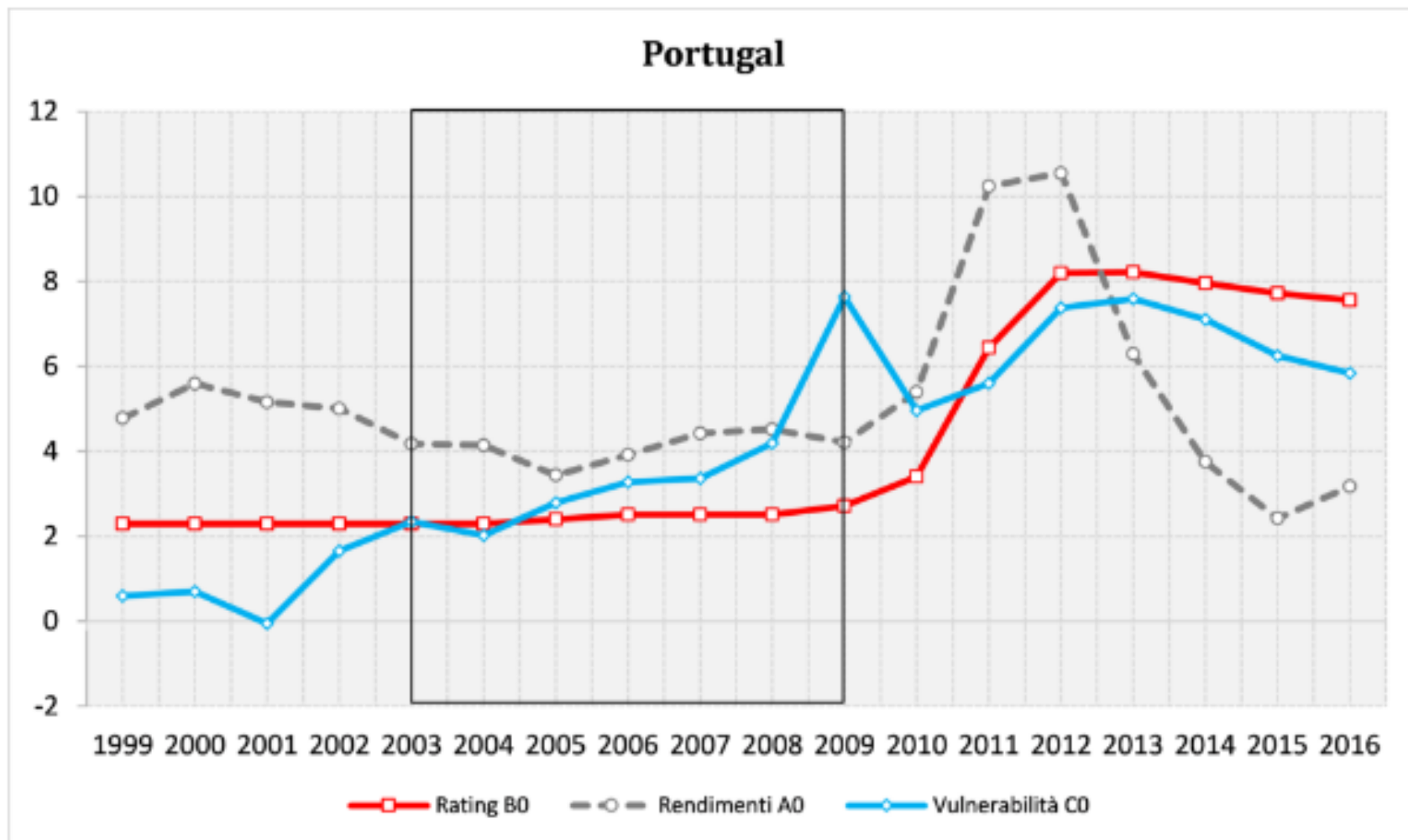
28



# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

29



# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

30

- Come si vede l'indice di vulnerabilità strutturale (linea azzurra) punta decisamente verso l'alto a partire dal 2003-2004 sia in Grecia sia in Portogallo.
  - Quanto agli altri due paesi che hanno dovuto chiedere aiuto alla Troika (Spagna e Irlanda) l'indice VS mette in evidenza il deterioramento dei rispettivi conti pubblici con qualche anno di anticipo (dal 2006-2007 in Spagna, dal 2006-2008 in Irlanda).
- 3.** Nel caso dell'Italia, la serie storica dell'indice VS mostra che:
- a)** la tendenza di lungo periodo (dal 2000 al 2009) della vulnerabilità strutturale è all'aumento;
  - b)** tuttavia, nel periodo immediatamente precedente la crisi di fine 2011, la vulnerabilità era in sia pur lieve diminuzione;
  - c)** negli ultimi 4 anni la vulnerabilità strutturale tende a diminuire in termini assoluti, ma ad aumentare in termini relativi, ossia rispetto alle altre economie avanzate.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

## Luca Ricolfi – Fondazione Hume

31

### Indice VS, rating delle Agenzie, rendimenti

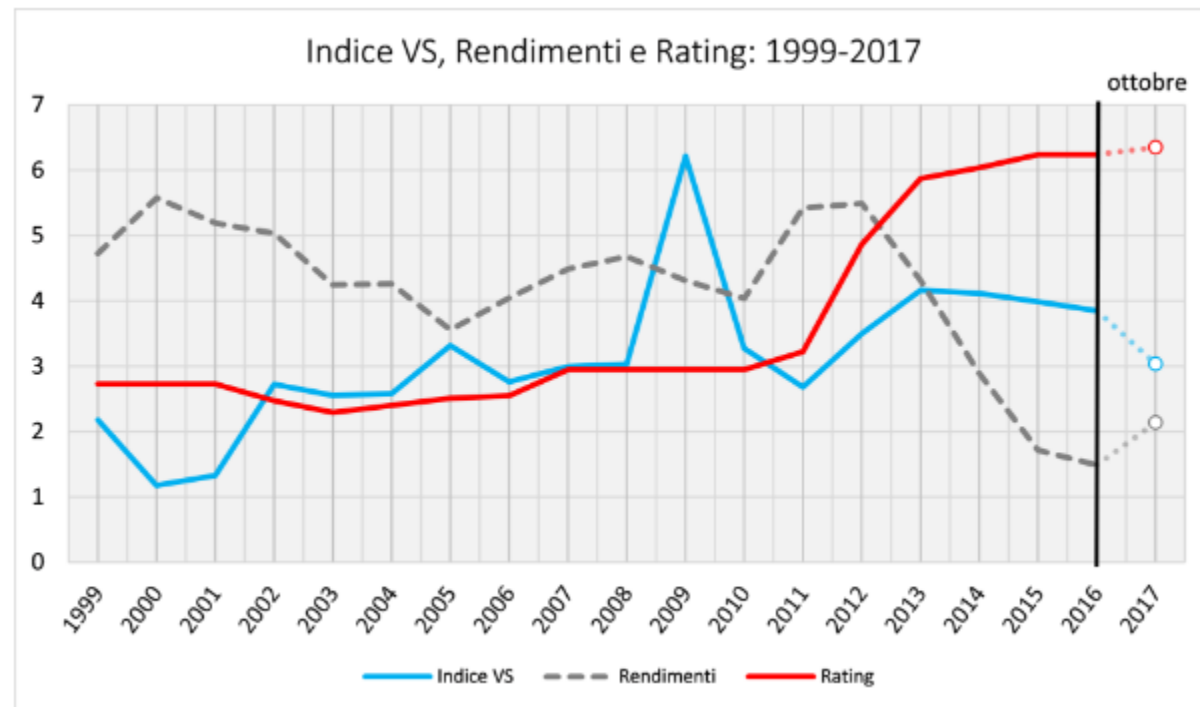
- Forse il modo più efficace di usare l'indice VS è di metterlo a confronto con gli altri due principali strumenti di valutazione della salute dei conti pubblici, ossia i rendimenti dei titoli di Stato decennali sui mercati e il rating dei debiti sovrani forniti dalle Agenzie.
- Il primo confronto (con i mercati) può essere effettuato direttamente, perché l'indice VS è espresso in punti base, ovvero può essere interpretato come una sorta di rendimento “dovuto”: l'indice VS indica quali rendimenti richiederebbero i mercati se si basassero esclusivamente sui fondamentali e si comportassero con il livello medio di severità espresso nel periodo 2009-2016, allorché – a differenza che nel decennio di esordio dell'euro – erano “all'erta” e non “in sonno”.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

32

- Per il secondo confronto, dato che le Agenzie di rating adottano scale ordinali, le abbiamo convertite in punti base, imponendo la medesima media e la medesima deviazione standard osservate per i rendimenti.
- Inoltre, per il 2017, per il quale si hanno solo dati parziali, abbiamo effettuato una stima del valore dell'indice VS utilizzando tutta l'informazione disponibile fino a ottobre.





# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

## Luca Ricolfi – Fondazione Hume

33

- Il risultato è piuttosto chiaro, e si può riassumere in quattro punti.
- **PRIMO.** Nonostante gli sforzi di risanamento dei governi Monti e Letta, fra il 2011 e il 2013 la vulnerabilità dei nostri conti pubblici (linea azzurra) è aumentata di circa 150 punti base. Questo cambiamento è stato iper-segnalato dalle agenzie di rating, ma non dai mercati, che hanno invece reagito con una riduzione dei rendimenti.
- **SECONDO.** Fra il 2013 e il 2016 l'indice VS di vulnerabilità strutturale è rimasto sostanzialmente stabile (lievissimo miglioramento[3]), mentre gli altri due indici, ovvero il rating delle agenzie (linea rossa) e i rendimenti sui mercati (linea grigia tratteggiata) si sono mossi in direzioni opposte: le Agenzie hanno ulteriormente penalizzato l'Italia, i mercati hanno concesso rendimenti sempre più bassi.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

Luca Ricolfi – Fondazione Hume

34

- **TERZO.** Come conseguenza di questi andamenti, il 2016 ha registrato il massimo di divaricazione fra il giudizio delle Agenzie e quello dei mercati, con uno scarto che – adottando una scala comune – è arrivato a sfiorare i 500 punti base.
- **QUARTO.** Nel 2017, secondo le nostre stime, la vulnerabilità strutturale dell'Italia (indice VS) mostra un significativo miglioramento, proprio mentre il giudizio dei mercati (rendimenti) si fa più severo. Quel che ne risulta è una convergenza fra le due traiettorie, che ora paiono fornire sostanzialmente la medesima valutazione sulla salute dei nostri conti pubblici. Del tutto opposto è l'andamento del rating delle Agenzie, che risente del declassamento del debito italiano BBB+ a BBB operato da Fitch nel mese di aprile.

# LA MENTE DEI MERCATI: L'INDICE VS, UNA MISURA DI VULNERABILITÀ DEI CONTI PUBBLICI

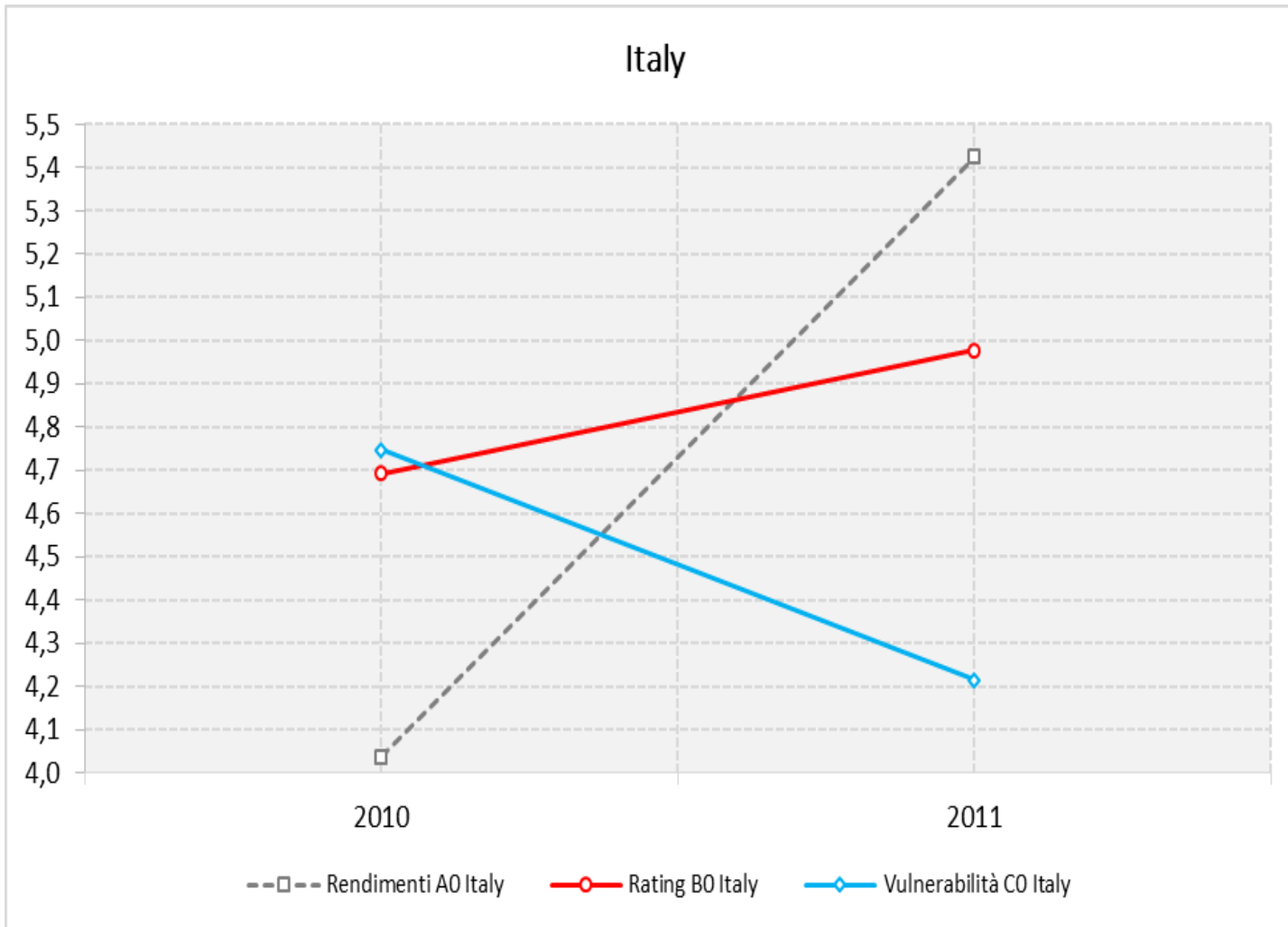
Luca Ricolfi – Fondazione Hume

35

- La conclusione è amara: troppo tenere, o troppo distratte, quando avrebbero dovuto avvertirci della debolezza dei nostri fondamentali, le Agenzie di rating appaiono invece troppo severe oggi che i nostri conti stanno migliorando. Non sarebbe un problema se, dal rating delle Agenzie, non dipendessero pesantemente le scelte dei grandi investitori internazionali.
- E, soprattutto, se da tempo non si parlasse di nuove regole per valutare i titoli di Stato detenuti dalle banche: ove il valore di questi dovesse essere alterato in funzione del rating delle Agenzie, la tendenza delle Agenzie stesse a sopravvalutare il grado di vulnerabilità dell'Italia potrebbe costarci piuttosto cara.
- Da questo punto di vista disporre di un indice che dipende solo dai fondamentali, insensibile sia agli umori dei mercati sia alle valutazioni, presumibilmente anche (lato sensu) “politiche”, delle Agenzie di rating, potrebbe rivelarsi uno stimolo a fare di più quando siamo sopravvalutati e uno scudo per difendere la nostra reputazione quando siamo gravemente penalizzati.

# DIVERGENZA FRA MERCATI, AGENZIE E INDICE VS NELLA CRISI ITALIANA DEL 2011-2012

36



# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

37

In sintesi i passaggi più significativi ed 'inquietanti' della Sentenza del Tribunale di Trani sulla manipolazione di mercato del 2011/2012

- La sentenza resa dal Tribunale Penale di Trani in data 30 marzo 2017 (motivazione depositata il 26/9/2017) nel processo celebrato nei confronti dell'Agencia di rating Standard & Poor's, accusata di avere manipolato il Mercato fornendo informazioni finanziarie price sensitive scorrette e falsate sull'Italia (in particolare sulla sua affidabilità creditizia), ha accertato, oltre ogni ragionevole dubbio, che il doppio declassamento decretato il 13 gennaio 2012 nei confronti del nostro Paese avvenne sulla base di un macroscopico errore!

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

38

- Il PM titolare dell'indagine e promotore dell'accusa durante il processo, il dr. Michele Ruggiero, assumeva che nel secondo semestre del 2011 l'elaborazione dei “rating” sul debito sovrano dell'Italia fosse stata affidata, da parte della *governance* strategica dell'Agenzia americana, ad analisti incompetenti ed inesperti (e ciò, in aperta violazione del Regolamento europeo in materia di rating del credito) che diffusero una serie di valutazioni negative sul nostro Paese, la più grave delle quali fu proprio il doppio *downgrade* del 13/1/2012: un doppio declassamento (causa di destabilizzazione dell'immagine e del prestigio dell'Italia sui mercati finanziari nazionali ed internazionali, oltre che di un sensibile deprezzamento del valore dei titoli di Stato italiani, con divaricazione dello *spread* rispetto ai Bund tedeschi) che si fondava su di un presupposto – “*l'elevato debito bancario estero*” – che, così come sosteneva il PM, il Tribunale ha riconosciuto clamorosamente errato, posto che a quella data il debito bancario estero italiano era assolutamente modesto e contenuto (pari al 12-15% circa del totale!); altro presupposto di quel declassamento era rappresentato da un altrettanto “*elevato debito pubblico estero*” (pari al 42 % del totale), in realtà inferiore alla media dei Paesi dell'area Euro (pari al 52%) come documentato dai dati di Banca d'Italia del novembre 2011.

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

39

- Ebbene, il fatto della diffusione di un'informazione finanziaria errata e falsata sull'Italia attraverso le valutazioni contenute in quella azione di rating del gennaio 2012, è stato ritenuto sussistente dal Tribunale che, tuttavia, pur riconoscendo il grave errore valutativo a base del doppio declassamento, ha assolto gli imputati dal delitto loro contestato nutrendo dubbi sul (solo) elemento della volontarietà della condotta manipolativa.
- Un'assoluzione – sia chiaro – maturata, come emerge in tutta evidenza dal testo della sentenza, a causa della diffusa “reticenza” manifestata da alcuni testimoni *“i quali avrebbero avuto, invece, il dovere di fornire una più ampia e sincera collaborazione, frenata da interessi personali o da interessi di natura politica in un chiaro tentativo di frammentare le singole condotte, ostacolando l'accertamento dell'elemento soggettivo del reato ed ancor prima ostacolando la riconduzione ad un disegno unitario di tutte le condotte, anche di quelle antecedenti all'azione di rating del 13 gennaio 2012, in un'ottica di sicuro pregiudizio per l'Italia”* (pag. 258 sentenza cit.).

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

40

- Il percorso motivazionale seguito dai Giudici di Trani delinea scenari letteralmente inquietanti che – sostanzialmente accreditando quell'ipotesi accusatoria che sembrava essere uscita “sconfitta” dal laconico dispositivo assolutorio del 30 marzo 2017 – ci impongono un'attenta, ponderata ed indifferibile riflessione sul tema dell'attività delle Agenzie di rating.
- Appare utile richiamare testualmente, qui di seguito, taluni passaggi significativi della citata sentenza n. 837/2017.
- Il Tribunale affronta coraggiosamente il dibattuto tema del “conflitto di interessi” che caratterizza i “giudizi” emessi dalle Agenzie di rating.
- Nel capitolo “2.a Il Tema del conflitto di interesse” (pag. 34) i magistrati sottolineano come “il tema del conflitto di interesse nel processo è emerso in relazione a molteplici profili, alcuni dei quali troveranno ulteriore approfondimento proprio in relazione all'azione di rating del 13 gennaio 2012, che il Tribunale ha ritenuto idonea a configurare il reato di cui all'art. 185 del d. lgs.vo n. 58 del 1998”.



# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

41

- Si tratta di un tema decisamente “scottante” che il Tribunale affronta anche parlando della *“Transazione tra la Banca d'affari americana Morgan Stanley (azionista dell'azionista di controllo di Standard & Poor's, n.d.a.) ed il MEF”* (cap. 2.a-2 pag. 38) in occasione della quale rileva come *“gli ulteriori accertamenti svolti dalla magistratura contabile, di concerto con la Guardia di Finanza, hanno confermato un quadro sconcertante, descritto nella Relazione della Procura Regionale per il Lazio della Corte dei Conti”*.
- Ed allora, in uno scenario di tal fatta è lecito anzitutto chiedersi: cosa intende fare il Governo in ambito europeo per risolvere il nodo gordiano di quel conflitto di interesse che pesa come un macigno sulla credibilità delle Agenzie di rating (definite dal Tribunale a pag. 35 un *“ingranaggio quasi invisibile dei mercati finanziari”*), compromettendo l'affidabilità della informazione finanziaria da esse resa ai Mercati?

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

42

- Un conflitto – si badi bene – che il Tribunale ritiene finalmente “emerso” nel processo di Trani “*sotto molteplici profili*”, specie con riguardo al doppio declassamento dell’Italia del gennaio 2012: una azione che “*configura*” – sempre seguendo le parole del Tribunale – proprio il reato contestato dal Pubblico Ministero di manipolazione del mercato.
- Il Tribunale di Trani, peraltro, dimostra di essere ben consapevole dell’estrema delicatezza delle valutazioni delle Agenzie di rating sui debiti sovrani quando afferma (pag. 36) che “*Il declassamento di uno Stato non costituisce l’anticamera automatica del default, ma quasi automaticamente fa salire i rendimenti necessari per collocare buoni del Tesoro sul mercato, il che comporta un aumento del costo del debito pubblico, in una situazione già delicata per gli equilibri di bilancio dello Stato*”.

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

43

- Nella valutazione delle ipotesi accusatorie i Giudici censurano pesantemente l'operato dell'Agenzia S&P's – così ulteriormente accreditando l'ipotesi accusatoria primigenia del Pubblico Ministero – quando evidenziano le seguenti circostanze:
  - ❖ (a pag. 117) “rimane confermata la violazione sia delle policy aziendali di S&P che del Regolamento europeo n. 1060/2009 sul conflitto di interessi”;
  - ❖ (a pag. 117) “i profili di incompetenza degli analisti e di quelli del debito sovrano in particolare: gli stessi profili di criticità evidenziati dalla Pierdicchi (la general manger di S&P's per l'Italia – n.d.a.) al Presidente mondiale di S&P's, Deven Sharma...il quale dunque è consapevole della inadeguatezza degli analisti del debito sovrano”;
  - ❖ (a pag. 254) “il carattere erroneo dell'informazione ai mercati” fornita da S&P in occasione dell'azione di rating del 13 gennaio 2012;

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

44

- ❖ (a pag. 282 e 328) *“la falsità del dato relativo all’ammontare del debito estero netto del settore bancario”* (dato costituente presupposto del doppio declassamento dell’Italia del 13 gennaio 2012) *“...sulla base della ricostruzione sin qui effettuata emerge con chiarezza ed in maniera univoca che il debito estero del settore bancario, all’atto del doppio declassamento dell’Italia, era “contenuto”, proprio come indicato dal governatore di Bankit nel Rapporto di stabilità n. 2 di novembre 2011, e non costituiva specifico fattore di rischio per le banche”;*
- ❖ (a pag. 320) *“la norma di cui all’art. 185 del TUF – violata nel caso di specie con riferimento all’azione di rating del 13 gennaio 2012, limitatamente alla comunicazione ai mercati dell’ammontare del debito del settore bancario”.*

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

45

- Sconvolgente, quindi, il passaggio nel quale i Giudici affermano (pag. 214) che *“resta confermato il sospetto che tutti gli interventi di S&P nei confronti dell’Italia – dal taglio dell’outlook del 21 maggio 2011 al doppio declassamento del 13 gennaio 2012 – siano stati connotati da sicuro pregiudizio nei confronti dell’Italia, come riferito da esponenti qualificati del Tesoro e della Consob nel corso del dibattimento, perché adottati in arco temporale ristretto, con valutazioni diverse da quelle delle altre agenzie di rating e, peraltro, dopo che era stato risolto il rapporto contrattuale di S&P con l’Italia”*.
- A fronte di siffatte gravissime ed univoche affermazioni da parte del Tribunale è lecito chiedersi: quali iniziative il Governo intende intraprendere (e, soprattutto, quando) per azionare una pretesa maxi-risarcitoria in favore della Repubblica Italiana per il danno conseguente ad un doppio declassamento (quello del 13/1/2012) fondato su errori e falsità, dunque su un declassamento deliberato da analisti ritenuti dai Giudici *“incompetenti ed inadeguati”*?

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR'S”

46

- Del pari inquietanti le considerazioni svolte dal Tribunale a pag. 258, quando i giudici ritengono *“doveroso sottolineare gli intrecci tra azionisti, manager, analisti, dirigenti del Tesoro, banche d'affari e agenzie di rating, che l'istruttoria dibattimentale ha fatto emergere, senza avere però consentito di delinearne in maniera definita i confini, proprio per la reticenza manifestata da alcuni testi, i quali avrebbero avuto, invece, il dovere di fornire una più ampia e sincera collaborazione, frenata da interessi personali o da interessi di natura politica in un chiaro tentativo di frammentare le singole condotte, ostacolando l'accertamento dell'elemento soggettivo del reato ed ancor prima ostacolando la riconduzione ad un disegno unitario di tutte le condotte, anche di quelle antecedenti all'azione di rating del 13 gennaio 2012, in un'ottica di sicuro pregiudizio per l'Italia”*.

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

47

- Il Tribunale, infine, conclude lo “storico” provvedimento (trattasi, infatti, della prima sentenza penale che viene resa nei confronti di una Agenzia di rating per manipolazione “informativa” del mercato) spiegando le ragioni di un verdetto finale assolutorio cui si perviene dopo avere pesantemente censurato tanto il “metodo” di lavoro dell’Agenzia di rating S&P’s (le policy), quanto la qualità/affidabilità del delicatissimo suo “prodotto finale”, ossia l’informazione finanziaria (*price sensitive*) resa ai Mercati riguardo l’affidabilità creditizia di uno Stato Sovrano; sostengono i Giudici che “rimane il dubbio sulla sussistenza del dolo posto che non è stato accertato se il riferimento sicuramente falso all’ammontare del debito netto bancario estero sia stato inserito per mera negligenza e, quindi, per colpa, o con la coscienza e volontà di diffondere al mercato una notizia falsa”.

# LA SENTENZA N. 837/17 DEL TRIBUNALE DI TRANI NEL PROCESSO ALL'AGENZIA DI RATING “STANDARD & POOR’S”

48

- Una conclusione, in definitiva, che costituisce una più che evidente sollecitazione a promuovere un'azione risarcitoria – nella competente sede civile – per il ristoro dei danni sofferti e, perché no, per il ripristino del punteggio di rating assegnato all'Italia prima di quello del 13/1/2012 erroneamente determinato dall'Agenzia nella corrispondente azione di rating.