



The *Adam Smith Society*

**Mercati
e regolamentazione:
Phishing
for the phools,
libera scelta
o manipolazione?
Come “inquadrare”
gli impulsi
degli operatori**

22 novembre 2016 - Milano



INTERVENGONO

Guido Cammarano
Presidente, Arca SGR

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Donato Masciandaro
Ordinario di Economia Politica, Università Bocconi

Marco Leonardi
Consigliere Economico della Presidenza del Consiglio dei Ministri

Paolo Anselmi
Vicepresidente, GFK Eurisko

Carmin Di Noia
Commissario, Consob

Ugo Loser
Amministratore Delegato, Arca SGR



Alessandro De Nicola

Buonasera a tutti. Benvenuti al nostro convegno. Saluto per conto dei nostri partecipanti il Presidente Guido Cammarano che purtroppo non ha potuto partecipare. Guido Cammarano è sempre il nostro anfitrione cortesissimo e attentissimo, quindi contiamo di averlo qui molto velocemente alla prossima occasione e gli mandiamo un saluto molto affettuoso.

Allora, di che cosa parliamo questa sera? L'idea, prendendo un pò spunto dal libro scritto da Shiller Hakerlof, era di parlare soprattutto della simmetria informativa e di come la simmetria informativa poi porti anche al fenomeno shilleriano della irrazionalità e come questo si verifichi soprattutto nei mercati finanziari. Dopodiché, man mano che costruiamo il tema del convegno, abbiamo pensato di allargarlo un pò, in parte perché siamo tutti influenzati dall'irrazionalità dell'elettore, che si manifesta in vari modi in questi ultimi periodi - che potrebbe anche essere un'irrazionalità ragionata, non necessariamente del tutto - e un pò perché questo è un periodo di grande attenzione verso le politiche pubbliche. In Italia viviamo un periodo in cui l'irrazionalità che si è verificata nel mercato, nell'acquisire per esempio titoli che non avevano alcun valore, è diventata così patologica da essere una minaccia sistemica. Quindi quello che poteva essere un argomento molto focalizzato sul tema dei mercati finanziari, man mano che ci siamo messi a parlarne con i relatori, è diventato qualche cosa di più ampio. Quindi, per esempio, il nostro keynote speaker che è il prof. Leonardi, che è Consigliere economico della Presidenza del Consiglio dei Ministri, nel suo keynote speech ci dirà qualche cosa sulla legge di bilancio e sulle intersezioni di quello che succede in legge di bilancio, su alcuni capitoli specifici, che poi hanno a che fare con il tema della nostra discussione.

Il nostro discussant, che è Donato Masciandaro, al quale ormai potremmo regalare la parrucca di Adam Smith per le volte che viene qua, la prossima volta lo facciamo di sicuro e lo ringraziamo molto della sua cortesia, introdurrà un pò la discussione che si svolgerà grazie ai nostri relatori e cioè Paolo Anselmi, Vice Presidente di GfK Eurisko Carmine Di Noia, Commissario Consob, Carmine è stato già molte volte all'Adam Smith Society nella sua precedente veste in Assonime. Ugo Loser, Amministratore Delegato di Arca e in questo caso, oltre che nostro ospite, è anche un cultore della materia. Alessandro Penati si scusa, non può venire, ha tre banche da salvare! Tutte oggi peraltro e quindi ha avuto degli intoppi, ma vi saluta molto calorosamente. Poi chiederemo a Marco Cecchi De Rossi, che ha ideato un pò questa nostra iniziativa di darci... lui dice: io sono due anni che non sono più nel mondo delle società di rating, però lo è stato per 32 e quindi gli chiederemo di darci una prospettiva anche su questo ruolo dei day keepers in realtà, perché poi non è solamente società di rating, ma sono un po' la funzione dei day keepers all'interno del mercato. Quindi, una tantum, invece che essere molto focalizzati come è nel nostro costume, abbiamo un convegno un pò aperto. Sono sicuro che sarà interessante come sempre, magari anche divertente, quindi non tolgo ulteriore tempo. Ringrazio nuovamente Arca per la usuale cortesia nel patrocinare i nostri eventi. Vi ricordo il nostro prossimo evento, che è la cena di Natale, ormai siamo diventati specialisti nei titoli: "Spese, bugie e videotape, l'irresistibile leggerezza della spending review" in cui ci saranno Carlo Cottarelli, Fabrizio Pagani che, come sapete, è il capo della Segreteria Tecnica del Ministero dell'Economia e della Finanza, Roberto Perotti, quindi due ex commissari della spending review, con discussant Peter Gomez, Direttore del Fatto Quotidiano. Quindi, se volete partecipare naturalmente siete benvenuti il 13 dicembre. Grazie ancora della vostra partecipazione, grazie ai nostri speaker e do la parola al Prof. Leonardi.

Marco Leonardi

Grazie molte dell'invito. Io sono Marco Leonardi e insegno all'Università Statale, ma sono prestato quest'anno, part-time, un part-time molto impegnativo, alla Presidenza del Consiglio e, insieme al Sottosegretario Nannicini, abbiamo un ruolo rilevante nella costruzione della legge di bilancio. Credo che l'invito di oggi a discutere di un tema... di questo libro di Hakerlof e Shiller, io sono un economista come Nannicini, quindi conosco anche il libro, l'ho letto, però devo subito dirvi che la mia relazione di oggi non ha praticamente niente a che fare con il libro. Ho avvertito. Credo che l'invito sia arrivato forse perché avete visto che nel nostro gruppo appare, almeno nominalmente, un economista behavioral, di quelli che fanno psychology and economics come il Prof. Hakerlof, come il Prof. Shiller parzialmente, ma in



realtà certamente abbiamo delle persone che ci aiutano e anche uno di questi è un professore di psychology and economics sostanzialmente, il Prof. Motterlini. Detto questo però la nostra attività è stata molto pratica e molto focalizzata sulla legge di bilancio. Quindi molte delle persone che ci aiutano, ci aiutano in realtà nella valutazione, l'idea era ed è tuttora, anche se solo parzialmente applicata per motivi di tempo e anche di occasioni che non si sono presentate come volevamo noi, l'idea era anche di utilizzare le nostre conoscenze accademiche, anche per la valutazione delle norme che mettiamo in atto. Una valorizzazione che, come dice molto bene anche il libro di Hakerlof Shiller, oggi molto spesso non è una valorizzazione meccanica di quello che è la norma, può essere anche una valorizzazione meccanica di quelli sono gli effetti delle norme, ma è anche una valutazione di come si inducono i lettori, i consumatori a dare delle cose, a seguire delle leggi in maniera diversa dal solito. Quindi in questo libro Hakerlof e Shiller ci mettono in guardia da tutto quello che non si dovrebbe fare, alcool, tabacco, la pubblicità ingannevole. C'è anche un capitolo sui soldi, le spese elettorali, mi sembra di ricordare, ci sono anche dei caveat di come districarsi in un mondo che si fa sempre più ingannevole in cui l'homo economics non è più tanto economics, il mercato sfrutta tutte le debolezze tutte umane.

Di questo, sostanzialmente mi spiace deludervi, ma non parlerò, perché parlerò della dura e cruda legge di bilancio e di come l'abbiamo messa in campo, nella parte che abbiamo seguito più noi. Quindi in un secondo punto, mi dispiace, non parlerò neanche un minuto di banche, perché di banche noi non abbiamo avuto nulla a che fare, forse meno male, abbiamo però seguito la legge di bilancio in particolare tema pensioni, lavoro, capitale umano, parzialmente anche Fisco, però non parlerò non Fisco oggi, anche se perché se vedete il Ministero del Tesoro, Pagani del MEF, banche e Fisco sono tema che è stato seguito più dal Ministero del Tesoro. Con queste due osservazioni iniziali, vi racconterei come è fatta, in linea di massima, la legge di bilancio di quest'anno, che rimane la proposta politica principale al Paese, sperando che non sia una proposta politica ingannevole... essere associato a un libro che si chiama Phishing for phools, parlare della legge di bilancio può creare... speriamo di non essere frainteso, ma insomma io avevo avvertito che la relazione... anche se l'invito... non poteva che avvenire su questo, visto che per mesi e tuttora siamo impegnatissimi su questo tema, non credo avrebbe voluto parlare nessuno di noi di qualche cosa altro.

C'è una cosa che si può ancora dire, abbiamo parlato e si parla comunque di referendum e di relazione tra legge di bilancio e referendum, senza girarci troppo in giro, è chiaro che è una legge di bilancio che, come tutte... siccome la legge principale è la politica, la proposta politica principale di tutto l'anno, dei tre anni che vengono, è chiaramente però anche influenzata da quello che avviene tra quindici giorni. Quindi dal referendum dei prossimi quindici giorni. Ci sono degli elementi di continuità con le due leggi di stabilità degli anni scorsi e ci sono degli importanti elementi di discontinuità.

Gli elementi di continuità: in generale c'è un elemento di continuità sull'insistenza, sull'abbattimento delle tasse che due anni fa ha preso la forma degli 80 euro per lavoro dipendente, l'anno scorso ha preso la forma della decontribuzione totale per le assunzioni a tempo indeterminato, dell'abbattimento dell'IRAP, sempre per la parte del tempo indeterminato e quest'anno prende la forma dell'abbattimento dell'IRES, che era già previsto l'anno scorso, dal 27 al 24 e anche dell'IRI, cioè della tassazione per le piccole società, società individuali e società di persone. Il ragionamento è stato: l'Italia è un Paese di piccole imprese, malgrado tutti gli sforzi di renderle più grandi, non ci siamo mai riuscite forse è una consolazione il fatto che anche tanti altri Paesi adesso stanno vedendo la riduzione delle dimensione media d'impresa. Allora una cosa utile da fare è sembrata essere, poi è stata, la riduzione contemporanea della tassazione delle imprese IRES, società di capitali e anche delle società di persone, piccoli imprenditori. Quindi l'istituzione di questa IRI, che è una tassazione ridotta per la maggior parte di chi ne vorrà fare uso, per gli imprenditori e società di persone che lasciano gli utili in azienda, un incentivo all'investimento in azienda sostanzialmente. Anche questi pagheranno il 24%, quindi continueranno a pagare l'IRPEF solo sulle somme ritirate, non sulle somme lasciate in azienda. Questa probabilmente è la cosa più importante dal punto di vista della linea generale di continuità con il passato; se si guarda alla riduzione delle tasse. Per il resto ci sono due, se non tre punti fondamentali su cui è costruita... diciamo due pilastri fondamentali, poi questi due pilastri li scompongo ulteriormente ovviamente, ma due pilastri fon-



damentali su cui è costruita questa legge di bilancio e che costituiscono una discontinuità alle leggi di bilancio dell'anno scorso. Anche, fatemelo dire, nel clima politico in cui sono state costruite. Molto evidente la discontinuità; per esempio, dalla relazione che abbiamo avuto con i Sindacati. E' ovvio, quando abbiamo fatto il Job's Act l'anno scorso, da quest'anno quando abbiamo fatto la riforma delle pensioni. Anche il clima politico è molto diverso, al netto del referendum, non sto parlando del clima politico dei rapporti tra l'opposizione e il Governo, ma il clima politico nei confronti dei Sindacati è molto diverso. I due pilastri principali sono le pensioni e povertà che vanno sotto un titolo principale di equità. Un altro grande pilastro sono crescita e produttività. E su questi due pilastri per darvi un'idea di massima, ci sono più o meno le stesse risorse in aggregato. Quindi è vero che questo secondo pilastro è comunque popolarmente conosciuto come Industry 4.0 e non è solo quello, però quella è l'iniziativa più nota. Tra pensioni e Industry 4.0 prese alla larga, cioè mettendo dentro tutto quanto sta sotto il cappello crescita e produttività, più o meno questa legge di bilancio si divide in due, in questi due pezzi. Anche qui non parlo al netto delle clausole di salvaguardia dell'IVA, cioè queste sono le proposte nuove, non sono le proposte che sono comunque importantissime dal punto di vista finanziario perché sono 15 miliardi e più le clausole IVA a cui abbiamo dovuto far fronte quest'anno, però al netto di quelle, le due novità sono sostanzialmente una sotto il cappello equità cioè pensioni e povertà, l'altra sotto il cappello crescita-produttività che sono Industry 4.0. Sono una norma importante sulla produttività, sulla decentralizzazione della contrattazione. Sono le norme sul capitale umano che, alla larga, si possono inserire anche queste nel capitolo produttività e crescita. Almeno nel lungo periodo il capitale umano sappiamo bene che è il fattore principale che determina poi la crescita nel lungo periodo.

Due pilastri: primo pensioni e povertà, secondo produttività e crescita. Sulle pensioni la ragione per cui abbiamo fatto l'operazione è sostanzialmente una abbiamo delle pressioni importanti, forti, per mettere di nuovo mano alle pensioni per una ragione molto semplice, qualcuno potrà pensare "perché c'è il referendum", però questo ovviamente fa parte della situazione politica, ma non è che le pressioni non ci sarebbero state, ci sono state anche prima che si parlasse del referendum, l'anno scorso semplicemente abbiamo resistito di più, ma se vi ricordate benissimo, io sono stato anche a tenere interventi sulla legge di bilancio l'anno scorso, a presentare la legge di bilancio l'anno scorso e molti mi dicevano: ma perché non si sono fatte le pensioni? La risposta era: perché quest'anno abbiamo preferito fare la decontribuzione dei tempi indeterminati, c'era il Job's Act, abbiamo preferito fare altro, ma l'insistenza sulle pensioni è una costante. Quest'anno quindi abbiamo fatto le pensioni. La Legge Fornero che pure ci ha permesso di rimanere a galla in un frangente molto difficile era intervenuta in maniera che sostanzialmente aveva lasciato delle iniquità, la più evidente delle quali era quella degli esodati, ma non solo, che si sono trascinate per diversi anni, fino al 2016. A questo punto quest'anno abbiamo deciso invece di concentrarci sulle pensioni anche se le proposte in campo avevano un difetto fondamentale, erano molto costose dal punto di vista della finanza pubblica perché permettevano l'anticipo della pensione a spese, con tutto il capitale, immediatamente o dell'INPS o del Tesoro. Quindi avevano una spesa prevista nel decennio tra i 50 e 250 miliardi, a seconda di come si sarebbero portati i parametri. Una spesa di questo tipo non era ritenuta possibile, a meno di non rompere i patti con l'Europa e quindi ovviamente iniziative di questo tipo sono state subito escluse. Invece si è pensato all'anticipo, il famoso APE, ma il famoso APE non è tutta la manovra sulle pensioni, dentro la manovra sulle pensioni ci sono delle cose importanti che sono strutturali, non sono temporanee come l'APE, perché altrettanto importanti dal punto di vista dell'iniziativa sulle pensioni sono, per esempio, il cumulo gratuito, sono anche delle scelte che noi riteniamo giuste a priori, strutturalmente dei miglioramenti del sistema pensionistico a priori perché, per esempio la principale delle quali è il cumulo gratuito, che permette a molte persone di non ricorrere alla ricongiunzione onerosa, per esempio, perché dà la possibilità di costruire la pensione su pezzi di contribuzione, nel pubblico e nel privato, pro quota sostanzialmente, senza dover fare la ricongiunzione onerosa per avere accesso a una delle due pensioni. Questo è il punto fondamentale. Quindi questa era un'azione, costosa ovviamente, soprattutto perché molte persone possono andare in pensione prima in realtà, però era una cosa che era e credo che sia assolutamente giusto fare. Ovviamente se uno ha pagato su due gestioni, non è chiaro perché debba ricongiungere in maniera onerosa.



Abbiamo allargato la no tax area per le pensioni, anche qui si può pensare come si vuole sulle pensioni, se spendiamo troppo o troppo poco, in realtà è vero che noi spendiamo più della media, però è anche vero che noi siamo l'unico Paese, uno dei pochissimi Paesi dove sulle pensioni si pagano le tasse e quindi se togli quella parte di tasse, noi spendiamo poco, molto poco più della media. Quindi non è una spesa eccessiva. Solo pensioni! Non stiamo parlando di assistenza. Quindi abbiamo allargato la no tax area per renderla uguale a quella dei lavoratori dipendenti, anche perché, appunto, non si vede perché se uno deve pagare la tassa sulle pensioni come la paga sul lavoro dipendente, non si vede perché la no tax area non dovrebbe essere la stessa. Quindi la o tax area è uguale. Abbiamo aumentato le quattordicesime, anche su questo il ragionamento è stato semplice, è ovvio che - sempre per lo stesso ragionamento in generale - se tu hai dato gli 80 euro al lavoro dipendente sotto il 26 mila euro due anni fa e siccome la stragrande maggior parte delle pensioni sta sotto i 26 mila euro e pagano le tasse del lavoro dipendente, non si vede perché non dovresti dare gli 80 euro sostanzialmente anche alle pensioni più basse. E quindi abbiamo aumentato anche la quattordicesima delle pensioni più basse. Al culmine di questa costruzione sulle pensioni, che quindi fa degli interventi strutturali, c'è l'anticipo pensionistico, l'APE di cui stavo parlando prima, che è stato costruito, con una doppia accezione. Un'accezione sociale per far fronte a quelle pressioni di cui vi dicevo, le pressioni di cui vi dicevo sulle pensioni non derivavano dalle persone che vogliono andare in pensione prima, ma che hanno comunque un lavoro e che hanno magari diritto a una pensione generosa, sono delle pressioni che derivano dal fatto che ci sono, una stima ne fa sulle 60 mila persone che sono disoccupate o sono disabili o con disabili di primo grado in casa, oppure appartengono a delle occupazioni che sono state definite... adesso parallelamente c'è anche la discussione su quali sono questi, fortunatamente c'è già una lista che è già stilata e fissa a pena di riaprire le casse dello Stato, su quali sono le occupazioni particolarmente pesanti e usuranti.

Quindi, queste tre categorie: disoccupati, disabili o con un disabile di primo grado in famiglia e occupazioni pesanti che sono dieci, se ricordo bene, definite poi con gli Ateco, cioè con i livelli ufficiali Istat, queste tre categorie hanno un anticipo di tre anni, sostanzialmente gratuiti, senza penalizzazioni, altri hanno l'anticipo che è volontario. L'anticipo che è volontario costruito, l'APE, costruito con l'INPS e con le convenzioni bancarie per cui la banca anticipa, la banca che ha la convenzione con l'INPS anticipa la prestazione pensionistica o quanto della prestazione pensionistica viene richiesto dall'individuo, per tre anni. Ovviamente questo è un prestito, quindi va restituito a un tasso agevolato per i primi 1500 euro, poi il tasso è libero, quindi rateizzazione compresa dell'assicurazione di premorienza perché ovviamente è un prestito che avviene a 63 anni, cioè l'APE è possibile dai 63 anni in poi, quindi è possibile l'anticipo di tre anni e sette mesi rispetto all'età pensionabile che è 66 e sette mesi, dai 63 anni in poi è possibile anticipare per tre anni la pensione o parte della pensione e poi restituirla sostanzialmente a rate, compresi gli interessi, comprese le assicurazioni, per vent'anni dal momento in cui decorre l'effettiva pensione. Questo è il modo in cui ci siamo inventati, abbiamo disegnato un anticipo pensionistico che non scassasse le casse dello Stato. Questo è il punto.

Le altre proposte erano proposte che impegnavano il capitale, non il flusso e questo semplicemente è stato l'unico modo, il prestito sostanzialmente, in cui si è cercato di dare una risposta alle pressioni importanti che venivano per una soluzione... di anticipo, senza impegnare in maniera irrimediabile adesso dai 50 ai 150 miliardi nel corso di dieci anni. Voi che probabilmente sapete fare i conti meglio di tanti, compreso me naturalmente, che mettere da 50 a 150 miliardi previsti sul debito pubblico già adesso sostanzialmente avremmo avuto delle ripercussioni non soltanto in Commissione Europea, ma comunque direttamente sui mercati. Quindi soluzione scartata.

Questa è la prima cosa importante che la legge di bilancio, anche una di quelle più veicolate, con un messaggio più potente, intervento sulle pensioni. Non c'è solo quello, nel senso che noi, per esempio che abbiamo seguito il Job's Act, le iniziative sull'occupazione, ci siamo subito posti il problema: guardate che se noi pensioniamo sostanzialmente o pre-pensioniamo circa 100 mila persone, tra volontarie e sociali, sociale sicuramente perché si pensionano tutti, è gratuita, volontaria... non si sa ancora quanto sarà l'adesione, ma se facciamo una stima di 100 mila persone, centomila un anno, centomila il secondo anno, poi dopo si vedrà,



le stime troppo a lungo non funzionano mai, ma anche soltanto 200 mila persone nel corso di due anni vuol dire che dei 500 e passa, 580 mila posti di lavoro che abbiamo guadagnato negli ultimi due anni, noi ne perderemmo praticamente la metà, a bocce ferme. Se pre-pensioniamo 200 mila persone facciamo 580 meno 200, perdiamo quasi la metà di questo vantaggio che abbiamo recuperato in maniera difficile dopo aver perso un milione e mezzo di posti di lavoro nel corso della crisi. Quindi la preoccupazione è stata anche questa, quindi non abbandonare completamente gli incentivi alle assunzioni. E' per questo che sono stati anche reintrodotti gli incentivi alle assunzioni... è stato introdotto l'incentivo all'assunzione dei giovani in particolare e dei giovani che abbiano fatto uno stage in Università o un'alternanza scuola-lavoro e il pensiero sottostante è stato: vogliamo, come con gli incentivi abbiamo fatto un'operazione di messaggio culturale, ricordiamoci tutti che il lavoro dipendente è un lavoro tendenzialmente a tempo indeterminato e quindi assumiamo le persone a tempo indeterminato, quindi cambiamo le regole del licenziamento, quindi diamo gli incentivi per il tempo indeterminato. Adesso il messaggio è: ricordiamoci che i giovani, come si fa di solito in Italia, studiano e poi lavorano in due mondi completamente separati, per cui la transizione da quando finiscono la scuola a quando iniziano a lavorare o quando finiscono l'Università e quando iniziano a lavorare è di circa 14 mesi, che è quasi il doppio degli otto mesi e passa, otto mesi e mezzo che è la media europea. Diamo un messaggio per cui gli incentivi li meritano le imprese che assumono giovani, che prima li prendono in stage, li provano e poi li assumono a tempo determinato o apprendistato.

Lo dico questo e l'ho messo insieme alle pensioni perché questo è un po' anche il ragionamento nel senso: abbiamo fatto una parte importante sull'equità e sulle pensioni, per rispondere a delle pressioni importanti da questo punto di vista, non ci siamo dimenticati del fatto che se non sostituiamo le persone che vanno in pensione con dei giovani, noi non potremo l'anno prossimo andare in giro a dire che abbiamo preso, ci abbiamo guadagnato 580 mila posti di lavoro in più e non potremo garantire una crescita e una produttività all'Italia. Anche solo per introdurre nuove tecnologie, tutto il progetto Industry 4.0 è chiaro che si deve fare con la nuova forza lavoro, difficilmente si fa con forza lavoro esistente e quindi l'incentivo passa da essere un incentivo a tempo indeterminato per tutti a essere un incentivo solo per i giovani, solo per chi ha fatto stage, alternanza, poi viene assunto. Questo è stato il pensiero fondamentale che ci ha guidato. C'è poi un incentivo importante al Sud, quello però è un'altra questione, l'incentivo per i disoccupati da più di sei mesi e quello è l'incentivo all'assunzione al Sud.

Per quanto riguarda questa sostituzione giovani-anziani nessuno può pensare sia automatica. Non c'è nessuno che pensi ragionevolmente che se una persona di 63 anni va via tre anni prima, al suo posto viene un ragazzo di 24. Non funziona così ovviamente, quindi non è quello che puoi sperare da questo pre-pensionamento. Devi incentivare le assunzioni dei giovani in altri settori, in altre aziende, non necessariamente le stesse che pre-pensionano, tanto per essere chiari. Altre occupazioni proprio e quindi la necessità di fare questo incentivo sull'occupazione, gli incentivi all'assunzione a tempo indeterminato o apprendistato dei giovani. Cambiando questa cultura delle aziende di oggi che spesso sono abituate, perché sono tutte culturalmente abituate ad avere il mondo della scuola e dell'Università completamente distaccato dal lavoro. Forse sono pochi, solo la Bocconi, solo il Politecnico, solo alcune eccellenze hanno già incorporato questa commistione tra formazione e lavoro, ma molto spesso non c'è nessuna commistione, per cui la transizione è troppo lunga e io non mi meraviglio mai dell'altissima disoccupazione giovanile che abbiamo. Era al 43%, adesso dopo due, con gli incentivi, con il Job's Act è arrivata al 38%. Ma è una magrissima consolazione perché credo che siamo penultimi o terzultimi in Europa. Non mi meraviglio mai. Perché? Perché è ovvio che se la transizione media tra la scuola e il lavoro è 14 mesi, quando tu fai le fotografie Istat per investigare quant'è la disoccupazione giovanile, è ovvio che li trovi molto spesso in quei 14 mesi che, di media, spendono tra la fine della scuola, la fine dell'Università a cercare lavoro. E' ovvio che trovi il 38% di questi disoccupati, perché semplicemente questa transizione è enorme, è lunghissima. Quindi il problema è ridurre quella. Portare l'Università e la scuola più vicine al lavoro e le aziende molto più vicine all'Università e alla scuola. Di solito le aziende hanno anche comodamente aspettato di avere gli stagisti a basso prezzo, i lavoratori a Partita IVA o lavoratori a termine, ma mai investito sui ragazzi che ancora stavano studiando per vedere se sono pronti per lavorare. Questo è anche evidente, per esempio, nello scarsissimo valore che



hanno da noi le lauree. Le lauree professionalizzanti sostanzialmente sono state un progetto fallito, il tre più due è un progetto fallito nella sua dimensione professionalizzante. La scarsissima importanza che hanno gli ITS, gli Istituti Tecnici Superiori, che sono degli elementi di grande successo, però sono piccolissimi, credo che laureino 1200-1300... anzi diplomano, non è una laurea, sono quelli terziari, la formazione dove sono Università professionale, Università del fare. Troppe poche persone. Insomma, questo è un problema generale sia del Ministero dell'Istruzione che del mondo del lavoro che ci ripromettiamo di aggregare e li aggregiamo già adesso sostanzialmente in congiunzione con le pensioni.

Fatemi poi parlare delle nicchie della parte investimenti, produttività, crescita e capitale umano. Concludo il pilastro equità dicendo che, oltre alle pensioni, su questo pilastro c'è anche un investimento importante per la povertà che si accumula con quello. scorso, costruisce un sistema nazionale per affrontare la povertà perché noi abbiamo un sistema affidato esclusivamente ai Comuni oggi. Cioè sono i Comuni che si occupano delle povertà, delle esclusioni più gravi. E' chiaro a tutti che è difficile gestire, con le disuguaglianze che abbiamo oggi, problemi sociali che sono diventate sempre più importanti, con persone in povertà assoluta in numero sempre maggiore purtroppo durante la crisi, è solo attraverso i Comuni, ai trasferimenti ai Comuni e alle finanze comunali. Quindi costruiamo con un miliardo e mezzo, un miliardo l'anno scorso, quest'anno 500 milioni, stiamo costruendo il sistema nazionale per affrontare il problema della povertà. Chiuso il capitolo equità.

Apriamo il capitolo crescita, produttività, investimenti che, appunto, dal punto di vista del messaggio politico è passato più semplicemente sotto il brand Industry 4.0 che in legge di stabilità, legge di bilancio come si chiama adesso, sostanzialmente è fatto su super-ammortamento, di iper-ammortamento, di incentivi alle ricerche e sviluppo e di incentivi all'investimento nelle start-up innovative. Queste sono le cose principali di questo pacchetto.

Poi c'è un pacchetto sull'attrazione, però non intendo approfondire, mi sembra troppo, e c'è un pacchetto capitale umano, che invece è abbastanza importante, sull'Università quest'anno, dopo aver fatto la buona scuola con le scuole secondarie e primarie, quest'anno tocca all'Università.

Il pacchetto sugli investimenti. Qua il punto credo che si possa sviluppare così. Ci sono degli investimenti per gli stanziamenti pubblici molto importanti, questa è una diversità dall'anno scorso, negli anni scorsi gli investimenti pubblici erano una nota piuttosto scarsa, quest'anno invece sono una nota importante che poi si sviluppano in patti con le Regioni. Poi c'è il super-ammortamento che ha avuto successo... ecco, forse la cosa migliore da dire è questa, sulla produttività, la produttività avete visto, se avete letto il Corriere di ieri, il fondo di ieri, ci racconta venti anni di produttività in Italia ed è la preoccupazione maggiore. Da una parte c'è la disoccupazione giovanile soprattutto, dall'altra parte c'è la preoccupazione della produttività. Allora, per la produttività che, ricordiamoci però, è produttività del lavoro, produttività del capitale, produttività della tecnologia. Produttività non è una dimensione unica, sono diverse dimensioni. Per la produttività del lavoro c'è, voglio semplificare, c'è una norma in particolare che è una norma introdotta l'anno scorso in maniera tendenzialmente marginale, ma che ha avuto molto successo sul campo, diciamo così, molto gradimento da parte delle aziende e quest'anno è stata molto potenziata ed è la norma sui premi di produttività. E' una norma che incentiva la contrattazione decentrata e lo spostamento del salario da un fisso a un variabile. Questa norma ha avuto parecchio successo anche perché permette di sostituire, nel caso ci sia un accordo aziendale, quindi un contratto aziendale, quindi un contratto territoriale, quindi concentrazione decentrata, non solo dal permesso di detassare al 10%, l'imposta sostitutiva al 10%. Un salario variabile che arriva fino a 4 mila euro, quindi per un lavoratore medio sono due mensilità, ma dà la possibilità di sostituire questo premio con il welfare aziendale. Quindi con la pensione complementare, con la sanità complementare e con tutta una serie di benefit del welfare aziendale. Questa norma l'anno scorso fu introdotta per nostra insistenza, ma non era una norma centrale nella strategia della riduzione. L'anno scorso la parola d'ordine era riduzione della tassa sulla casa, non era una norma centrale. Quest'anno invece è una norma centrale ed è sotto il capitolo gli incentivi e la produttività del lavoro. Questa norma, ci aspettiamo che attraverso contratti, incentivi dei contratti aziendali e la possibilità di sostituire premio in denaro con il premio in welfare, incentivare radicalmente, insieme a un'operazione che contiamo di fare sulla contrattazione decentrata



dal punto di vista regolamentare, incentivare la contrattazione decentrata a livello aziendale e anche territoriale, sempre con la stessa idea che non possiamo sempre solo pensare quando facciamo norme per gli investimenti, norme per il salario, norme in generale per le aziende, non possiamo sempre solo pensare alle grandi aziende perché, volenti o nolenti, noi di grandi aziende ne abbiamo sempre meno. Dobbiamo pensare al corpaccione delle piccole aziende, per forza. Quindi noi, insieme all'IRI, quella di cui vi ho parlato prima, la detassazione per le società di persone e piccoli imprenditori, anche le norme sulla produttività sono costruite anche per i contratti territoriali, cioè per piccole aziende che non hanno il sindacato, non hanno contratti aziendali, ma adottano modelli di contratti territoriali, l'adottano a livello aziendale. Prendono un esempio da un modello territoriale, l'adottano a livello aziendale e utilizzano incentivi pubblici per il salario variabile nella produttività del lavoro. E' molto legato alla produttività del lavoro perché i criteri con cui abbiamo scritto, che sono concessi questi incentivi, fino a 4 mila euro a testa per tutti i lavoratori sotto gli 88 mila euro di RAL, quindi di retribuzione lorda, quindi la stragrande maggioranza degli Italiani, sotto gli 88 mila lordi di RAL annua... è molto legata alla produttività perché l'abbiamo scritta con criteri molto stringenti, cioè le aziende devono dimostrare, per avere accesso agli incentivi, devono scrivere nel contratto incrementi di produttività, redditività, qualità, efficienza... possono scegliersi il criterio che vogliono e l'obiettivo che vogliono, ma devono scrivere e ottenere, per avere accesso alla detassazione, miglioramenti. Non basta avere un livello. Di solito i contratti erano scritti su un livello. Se io ho un utile di X, pago il salario variabile. Non basta più, voglio avere un miglioramento dell'utile dall'anno scorso o da due anni fa, tre anni fa, dipende da quello che scrivo nel contratto, ma un miglioramento dell'utile del prodotto, della produttività, efficienza, qualità, ma un miglioramento. Questo perché è teso alla produttività, all'aumento della produttività, non il livello di produttività che, come abbiamo visto... ma lo sapevamo anche, un livello che è molto insufficiente.

Se ho ancora dieci minuti... cinque. Bastano. Parlo brevemente di investimenti, superammortamenti, iperammortamento, ricerca e sviluppo e capitale umano. Industry 4.0 è sostanzialmente superammortamento per i macchinari nel 140%, una norma dell'anno scorso riproposta quest'anno, anche questa molto di successo. Anche qui però, in maniera coscienziosa, sottolineiamo il fatto che questi incentivi, come quelli all'occupazione, la decontribuzione totale per l'occupazione che scade quest'anno, questi incentivi possono funzionare per un breve periodo di tempo, quindi, mai dire mai, ma è probabile che questo possa essere, poichè questo è il secondo anno, l'ultimo anno del superammortamento. Questo per dire che, appunto mai dire mai perché è inutile fare previsioni, però è chiaro, dovrebbe essere chiaro a tutti che non si possono stravolgere con incentivi molto potenti, come sono questi perché sono molto generosi, el'iperammortamento è generosissimo. Non si possono stravolgere i cicli d' investimento e di occupazione che devono seguire il loro naturale corso.

Si possono fare incentivi importanti e pesanti come questi, ma si possono fare solo per un breve periodo di tempo, altrimenti poi succede quello che è successo all'incentivo all'occupazione, perdono la spinta propulsiva perché chi doveva assumere, assume, in anticipo per utilizzare giustamente l'incentivo, è quello che si vuol fare, ma poi necessariamente non è che mantenere incentivi così potenti... è come se uno prendesse tre tachipirine al giorno per dieci giorni. Il primo giorno funziona, il secondo sì... ma forse già al terzo non funziona più. Questo per essere seri. Il superammortamento quest'anno è parte centrale di Industry 4.90 non è necessariamente un incentivo che durerà all'infinito.

La novità di quest'anno è l'iperammortamento per incentivi per i macchinari tecnologici, quindi al 250%, quindi un incentivo eccezionale.

C'è l'incentivo alla spesa incrementale in ricerca e sviluppo, anche questo solo per quest'anno, e c'è l'incentivo all'investimento in start-up. In una delle slide che non ho portato, per la ragione per cui ho parlato un po' di tutto, c'è una chiarificazione di quanto può valere un investimento di un milione di euro alternativamente in iperammortamento, spese in ricerca e sviluppo o in una start-up innovativa. Start-up innovativa vuol dire che ci sono delle definizioni; ma anche avere lavoratori laureati basta per una start-up innovativa. Un milione di euro in iperinvestimenti, in iperammortamento porta a una riduzione in cinque anni di 360 mila euro di tasse, porta a 500 mila euro di credito d'imposta se in spese incrementali ricerca e sviluppo e porta a una riduzione fiscale pari a 300 mila euro, se è invece un investimento in



start-up. Questo milione di euro speso in questi tre modi alternativi porta dei vantaggi fiscali tra il 30 e il 50%, a seconda di quello che c'è. Quindi sono incentivi molto forti e sono però incentivi temporanei, ma non perché... tutti li vogliono sempre permanenti ovviamente, ma sfido chiunque, non c'è Paese al mondo che abbia decontribuzione totale sul lavoro a tempo indeterminato per sempre o l'incentivo all'investimento con detrazioni che arrivano al 50% per sempre. Così ovviamente non ha senso, cioè sono incentivi temporanei perché, come ho detto, non possono scardinare i normali cicli di investimento e di occupazione. Possono incentivarli, possono incentivarli temporaneamente.

Finisco su capitale umano, l'ultima cosa. Il capitale umano... in quei grafici dell'articolo del Corriere è: che cosa è determinante nel lungo periodo della produttività? Forse se avessimo pensato venti anni fa, quando il grafico ha iniziato a scendere per l'Italia, a investimenti importanti nel capitale umano, forse quel grafico sarebbe salito direbbe un economista, nel senso che il capitale umano è l'investimento nel lungo periodo che ti garantisce la produttività. Molti pensano che ti dia maggiore produttività.

Quest'anno abbiamo fatto investimenti importanti nell'Università, che invece gli anni scorsi era stata trascurata perché la buona scuola ovviamente è solo sulla scuola. Quest'anno sull'Università abbiamo una misura controversa, ma secondo me molto giusta, l'attrazione e il ritorno in Italia dei milioni di professori che insegnano all'estero, che sono le cattedre Natta. Vuol dire delle cattedre costruite. Perché non tornano in Italia molti ragazzi che insegnano all'estero? Perché molto spesso non vogliono entrare in concorsi in commissioni italiane, non vogliono l'abilitazione nazionale che, a torto o a ragione, non ritengono sempre corretta e poi sono pagati meno in Italia. Visto che c'è la Brexit in Inghilterra, Trump negli Stati Uniti, c'è qualcuno che vuol tornare, se vuole tornare ci sono le cattedre Natta che sono sostanzialmente per pochi, non sono uno stravolgimento del sistema di reclutamento Università. Sono per pochi, 500 su tutti i settori disciplinari, quindi non sono tanti.

Sono un sistema per cui le commissioni sono a un presidente estero, l'abilitazione non ha bisogno di prenderla perché ce l'ha diretta e lo stipendio iniziale è competitivo perlomeno con l'Europa, non è competitivo con gli Stati Uniti, ma perché lì non ci si può arrivare..

Questa è una delle cose sul capitale umano, poi ci sono degli strumenti di premialità per i dipartimenti migliori. Anche qui molto spesso l'Università italiana è a qualità variegata, come tutto. Alcuni dipartimenti sono buoni, ma in Università che non sono buone in media. Quindi questi sono premi di un milione e mezzo di euro per cinque anni, quindi un milione e mezzo, un milione e mezzo, un milione e mezzo... per cinque anni ai dipartimenti, 180 dipartimenti migliori. In Italia sono 800 e passa, quindi ai 180 migliori.

Poi c'è un'operazione - e davvero finisco - sulle tasse universitarie e sostanzialmente sulla ricerca dei ricercatori più giovani.

Allora, c'è una parte importante sul capitale umano per il merito, quindi i dipartimenti migliori, una variazione almeno per quest'anno, perché sostanzialmente il finanziamento per l'Università per i dipartimenti migliori e c'è un'esenzione delle tasse per gli studenti più poveri. Fino a 13 mila euro di ISEE diventa gratuito, fino a 25 mila euro di ISEE cambierà; diventa un prezzo calmierato per l'iscrizione all'Università.

Questo perché? Una ragione importante per cui abbiamo fatto questa cosa è la seguente: noi abbiamo in Italia un fenomeno molto preoccupante che è una migrazione regolare e perenne di centinaia di migliaia di studenti dal Sud al Nord. Credo che il numero giusto, adesso non me lo ricordo esattamente, sia 140 mila studenti negli ultimi pochi anni. Dal Sud al Nord, che vuol dire che sostanzialmente la questione meridionale si riduce al fatto che ovviamente... siccome questi non è che dopo tornano indietro, vengono dal Sud al Nord anche perché il mercato del lavoro del Nord è migliore, ma la questione meridionale diventa difficilmente risolvibile in condizioni in cui il Sud rimane privo di giovani laureati.

C'è poco da fare. Senza giovani laureati non c'è iniziativa che tenga. Abbiamo bisogno in qualche modo, non di bloccare la migrazione, cosa impossibile, come è impossibilità in sanità, impossibile bloccare l'Università, abbiamo bisogno però di rendere possibile, conveniente per gli studenti marginali almeno quelli che sono indecisi, i migliori probabilmente continueranno a venire dal Sud a Nord, ma quelli che sono indecisi rimanere a studiare più vicini a casa. Allora l'esenzione per le famiglie fino a 25 mila euro di ISEE è di quelle cose che servono, insieme alla manovra importante sul diritto allo studio, dove ci sono 50 milioni in più all'anno



per il diritto allo studio, è una di quelle due manovre che sono tese a cercare di rendere più conveniente l'iscrizione all'Università per tutti quei ragazzi che non si iscrivono al Sud, ma si iscrivono magari al Nord. Io direi che ho finito qui. Purtroppo non ho parlato quasi nulla del libro, mi scuserete.

Non ho parlato quasi nulla di banche, di questo non voglio parlare, avete gente molto più competente di me. Spero di avervi dato un quadro complessivo di quello che è stata perlomeno la nostra parte della legge di stabilità, i pilastri di equità, i pilastri di crescita e produttività. Ci sono tante altre cose.

La legge di stabilità ogni anno, guardando attentamente anche solo gli emendamenti alla legge di stabilità si vede tutta l'Italia, perché c'è un andamento per ogni singola cosa. E' una legge completa, dove tutto viene sempre e comunque trattato e ritrattato, emendato. Noi abbiamo fatto questi pilastri che però mi sembrano pilastri molto importanti e mi sentivo di raccontarvi questo e non altro. Grazie.

L'intervento del Prof. Masciandaro si compone di queste slide

Bocconi

Scelte Finanziarie e Regolamentazione, ovvero: la razionalità delle scelte non razionali?

Donato Masciandaro
Novembre 2016



Bocconi

Il consumatore finanziario

- Profilo di un consumatore finanziario = profilo oggettivo + profilo soggettivo
- Profilo oggettivo = la sua ricchezza (ammontare, fonti, età)
- Profilo oggettivo = conoscenze, propensione (tolleranza, avversione) al rischio

2





Bocconi

L'avversione al rischio (assunto standard)

- ❑ L'avversione al rischio finanziario = avversione alla volatilità (dei consumi)
- ❑ Valutare l'avversione al rischio e le sue determinanti (natura o ambiente?)
- ❑ Metodologie: comportamenti concreti, esperimenti, questionari

3

Bocconi

L'avversione alle perdite (assunto comportamentale)

- ❑ Avversione alle perdite (in presenza di volatilità simmetrica di perdite e guadagni, non sono indifferente)
- ❑ Il ruolo della avversione alle perdite nella valutazione del profilo del consumatore (ESMA, Documento consultivo Applicazione MiFid II, n.1569/2014)

4

Bocconi

Consumatori finanziari, assunti comportamentali ed informazione

- ❑ La teoria comportamentale del consumatore (Kahneman e Tversky 1979)
- ❑ Kahneman: Premio Nobel 2002
- ❑ Assunti comportamenti ed informazione

5



Bocconi

Consumatori finanziari e regolamentazione

- La regolamentazione finanziaria è in ritardo rispetto alle indicazioni della teoria comportamentale?
- Se sì, perché?

6

Bocconi

L'offerta di regolamentazione e gli incentivi

- E' razionale mantenere un approccio standard alla regolamentazione?
- E' conveniente mantenere un approccio standard alla regolamentazione?
- I produttori
- I regolamentatori
- I consumatori

7

Alessandro De Nicola

Allora direi che abbiamo avuto due relazioni fantastiche e che possiamo parlare di tutto. Immagino che la sequenza sarà più orientata su quanto ci ha detto or ora Donato, però non lascerei affatto cadere anche qualche commento su quanto è stato invece illustrato, che in effetti è veramente utile, perché abbiamo il quadro della legge di bilancio molto meglio di qualsiasi altro articolo di giornale che abbiamo letto finora, quindi non lascerei cadere qualche inciso anche sulla prima relazione. Darei perciò la parola in stretto ordine alfabetico... lei è abituato a scuola a essere il primo a essere interrogato... quindi darei la parola adesso a Paolo Anselmi, Vicepresidente di GfK Eurisko, ringraziandolo per avere accettato l'invito.

Paolo Anselmi

Quindi l'Europa porta, io credo, una responsabilità importante in questa situazione. Questo non vuol dire che poi le conclusioni debbano essere diverse da quelle di Carlo, ma è bene esserne consapevoli.



Anche io vi ringrazio di questo invito, ma dico subito che il mio non è un punto di vista esperto in quanto io non ho alcuna competenza né sulla regolamentazione dei mercati, né sull'inquadramento degli impulsi degli operatori. Il mio contributo è quello di un ricercatore che da trent'anni, poco più, osserva con continuità, tramite gli strumenti della ricerca sociale e di mercato, l'evoluzione della cultura dei consumatori e dei risparmiatori. Dico ricerca, non dico sondaggi perché sono cose diverse. La ricerca ha come obiettivo il cercare di comprendere, il sondaggio ha l'obiettivo di misurare. Il sondaggio più facilmente non riesce nell'intento. Poi semmai, se potremo anche dire qualcosa su questo... mentre la ricerca sociale, se ben fatta, ci aiuta a capire quali siano le logiche che presiedono ai processi culturali.

Io ho seguito con molta attenzione le due relazioni. La prima, avevo letto con molto interesse il libro di Hakerlof e Shiller, quindi partirei... ci sono due giri o ce n'è uno solo?

Alessandro De Nicola

C'è un giro con gli SMS finali. I whatsapp!

Paolo Anselmi

Benissimo. Io direi che il libro di Hakerlof e Shiller, che richiama, come dice in modo molto chiaro il sottotitolo, come riferimento all'economia della manipolazione e l'inganno a me ha fatto ripensare a libri, testi, analisi che venivano fatte già negli anni Sessanta e Settanta, quando effettivamente in un'epoca di forte critica alla società, eravamo ancora sotto l'influenza della scuola di Francoforte, Adorno, Marcuse, la manipolazione delle coscienze, la creazione dei falsi bisogni, il famoso libro che viene citato anche da loro dei persuasori occulti... Ecco, tutto questo è assolutamente legittimo, è vero nel senso che sappiamo bene come si continuano a verificare fenomeni di manipolazione e d'inganno, ma, se noi osserviamo... una cosa che vorrei dire è questa, che osservando l'evoluzione dei consumatori e anche l'evoluzione del risparmiatore in questi ultimi due o tre decenni, noi abbiamo osservato fenomeni di segno opposto. Abbiamo visto un consumatore che progressivamente è più informato, si informa. E' più competente, è più critico anche sull'offerta che è chiamato a valutare, le opzioni per cui è chiamato a scegliere ed è anche più diffidente. Questo trend, questa tendenza riguarda diversi ambiti, direi tutti i principali ambiti del consumo, da quello alimentare a quello tecnologico, a quello culturale, a quello turistico. Oggi, poi con Internet, la rete, hanno ampliato in modo incredibile le opportunità di accesso all'informazione e di confronto, ma soprattutto le opportunità di scambio di informazioni tra consumatori.

Noi abbiamo recentemente studiato negli ambiti in cui conduciamo più indagini: quello medico, ed è incredibile vedere come oggi i pazienti arrivano all'incontro con lo specialista, a cui ovviamente non si sottraggono, avendo già acquisito informazioni sulla patologia e sulle strategie terapeutiche per cui poi il medico si trova non un paziente che ascolta passivamente, ma si trova una persona che in realtà discute e propone anche alternative.

C'è un'eccezione a tutto questo, aggiungo che i dati dicono molto chiaramente che il passaparola, il word of mouth oggi ha superato nettamente la comunicazione pubblicitaria come fonte d'informazione e come... quando si chiede a una persona: ma tu com'è che hai scelto l'auto? Da cosa sei stato influenzato nella scelta del modello dell'auto che hai acquistato? Molto più rilevante della comunicazione pubblicitaria è il passaparola, ho parlato con amici che hanno fatto questa scelta e mi hanno detto che era scelta buona e ho scelto sulla base di quelle informazioni. Quindi, come dire? C'è un consumatore che in molti ambiti si presenta molto più attrezzato di quanto non fosse in passato.

C'è un'area che è esattamente l'ambito finanziario che rappresenta un'eccezione. Rappresenta un'eccezione perché il grado di complessità di fronte a cui viene posto il risparmiatore medio, quando deve decidere dove investire i suoi risparmi, è superiore al suo... e la maggioranza, la grande maggioranza dei risparmiatori lo riconosce e quindi qui la dinamica è diversa. Qui c'è un affidamento. Qui c'è un fidarsi di qualcuno che mi deve in qualche modo guidare nelle scelte. Con quale poi sì... naturalmente ci sono delle eccezioni, c'è una ristretta minoranza che è in grado di interagire e interloquire in modo competente, ma la grande maggioranza non è in grado di farlo, anche se legge quelle clausole... lo ricordo una ricerca fatta, credo che voi ricordiate l'iniziativa che l'ABI propose credo una decina di anni fa, Patti Chiari. Mi ricordo che l'idea era quella di stimolare progressivamente un'educazione finanziaria, riconoscendo che solo attraverso



so un'acquisizione di competenza il risparmiatore poteva essere in grado di proteggersi rispetto a rischi e mi ricordo che c'era una di queste iniziative, che era Basso Rischio, Alto Rischio, Alto Rendimento, cioè il principio per cui a un alto rendimento corrisponde un rischio altrettanto elevato era riconosciuto come vero da una minoranza allora. Cioè le persone dicevano: ma non è detto, ci sono effettivamente degli investimenti che possono produrre un rendimento elevato senza che questo comporti un rischio alto. E recentemente una ricerca europea mostra che gli Italiani purtroppo sono, a livello europeo, tra i meno competenti, i meno attrezzati in termini di cultura finanziaria. Quindi sicuramente c'è molta strada da fare su questo fronte, ma qui il tema cruciale è quello della fiducia. Cioè quello che noi abbiamo visto precipitare nel corso degli ultimi cinque-dieci anni, da quando è partita la crisi, che nella percezione di una consistenza minoranza, quasi maggioranza di Italiani ha tra i colpevoli anche alcuni attori finanziari, è la fiducia nelle istituzioni finanziarie, a cominciare dalle banche.

Oggi ci sono solo i partiti che stanno sotto le banche come livello di fiducia, forse anche i sindacati, poi ci sono le banche. Cioè le banche che un giorno erano percepite come un'istituzione solida, affidabile a cui dare i propri risparmi, oggi sono viste come un'istituzione che non è totalmente rassicurante, per cui il fatto di affidare i propri risparmi comporta... Questa caduta di fiducia, questo clima di incertezza, di insicurezza sul futuro è quello che oggi è, purtroppo, dominante nella percezione dei consumatori, consumatori cittadini. Teniamo presente, non dimentichiamo mai che si è verificata negli ultimi... credo che il punto di svolta sia attorno al 2002, noi siamo stati per alcuni decenni, perché alla fine della Seconda Guerra Mondiale ci siamo definiti come la società del benessere, la società delle aspettative crescenti. Cioè se c'era un assioma, era quello per cui i nostri figli sarebbero stati meglio di noi. Questo ha rappresentato un fattore di coesione sociale, cioè l'idea che comunque, sì, c'era chi stava più in alto, chi stava più in basso, ma la prospettiva era quella di una direzione comune nella quale tutti quanti ci avviavamo a livelli più alti di benessere.

Questa cosa si è progressivamente, a livello europeo, non solo italiano, interrotta. Nel 2002 si raggiunge la parità nei sondaggi eurobarometro, cioè per quelli che dicono che i nostri figli sarebbero stati meglio sono pari a quelli che dicono che sarebbero stati peggio. Oggi la media percentuale è del 78% degli europei che ritiene che i figli staranno peggio. 78%. Voi capite che questo è un elemento di discontinuità fortissima nella rappresentazione del futuro ed anche delle strategie di benessere che vengono messe in atto.

C'è un dato molto interessante a mio giudizio, scusate se vado su temi che sono quelli che mi sono familiari, con i quali ho quindi maggiore dimestichezza, ma quando si parla di benessere, oggi è chiaro che questo è un fare di necessità virtù e nessuno oserebbe mai dire che la dimensione monetaria, materiale e del benessere non è importante, certo che rimane molto, molto importante, ma qual è la strategia che soprattutto le generazioni più giovani stanno mettendo in atto? E' una strategia di rappresentazione di perseguimento del benessere in cui le componenti non materiali acquistano un peso crescente.

Cioè io riprogetto la mia vita sapendo che non potrà probabilmente raggiungere livelli di reddito, quindi di consumi che sono paragonabili a quelli della famiglia da cui provengo e quindi mi gioco la partita su altri ambiti. Quindi le dimensioni di relazione per esempio diventano fondamentali, lo spazio dato agli interessi, le personali, la cultura. Tutta una serie di dimensioni non materiali che diventano importanti. Così come - questo secondo me invece è un dato estremamente positivo - noi vediamo crescere nella rappresentazione del benessere la rilevanza delle dimensioni sociali pubbliche, quindi beni comuni per intendersi. L'ambiente. La qualità urbana. Il paesaggio, il patrimonio artistico piuttosto che l'etica. Cioè c'è una crescente attenzione, poi lascio la parola ad altri relatori, l'ultimo studio delle Nazioni Unite, il World Happiness Report, pubblicato a marzo, che è uno studio di straordinario interesse condotto in 156 Paesi, che cosa dice? Dice che i fattori che spiegano la felicità dove noi siamo al 50° posto su 156, al primo posto c'è il PIL, il famigerato PIL conta e come nel senso che è un fattore di benessere soggettivo, ma poi il welfare, c'è il welfare che funziona e poi c'è l'aspettativa di vita in buona salute e ci sono tre elementi che sono di rappresentazione del contesto sociale in cui ci si trova a vivere e ad operare e sono la percezione delle opportunità che la società offre, quindi una società aperta; la percezione di coesione sociale, di solidarietà interpersonale e la mancanza di corruzione. Purtroppo questi tre sono i tre elementi che ci trascinano verso il basso.

Quindi, per concludere, io dico che la riflessione anche sui criteri di scelta... l'ultima battuta



l'ha fatta, visto che il mio amico Marco Cecchi De Rossi mi ha convocato come antropologo, in realtà io ho studiato antropologia culturale in Università, mi sono laureato in antropologia economica, che cosa ci insegna l'antropologia e di cui è bene tenere conto anche nella contemporaneità? Ci insegna che i comportamenti sociali, i comportamenti umani sono determinati o condizionati da una molteplicità di dimensioni... Kahneman, che ha vinto il Premio Nobel nel 2002, era uno psicologo. Credo che sia l'unico psicologo che ha vinto il Premio Nobel per l'economia. Tra l'altro è anche quello che ha dimostrato che, oltre una certa soglia di reddito, non c'è più alcuna relazione diretta tra reddito e benessere soggettivo. Cioè quando si esce dalla povertà, oltre una certa soglia, entrano in gioco evidentemente altre dimensioni. E questo è un richiamo che io credo fondamentale oggi perché, ce lo dice l'antropologia, ce lo dicono le scienze sociali, l'essere umano agisce in particolare in condizioni io credo in cui la prospettiva non è quella di un'espansione, di una crescita dei consumi, chiaramente la dimensione puramente economica, di arricchimento, di miglioramento della propria condizione materiale, in verità diventa una delle condizioni che orientano e guidano il comportamento e le scelte dei cittadini e dei consumatori.

Alessandro De Nicola

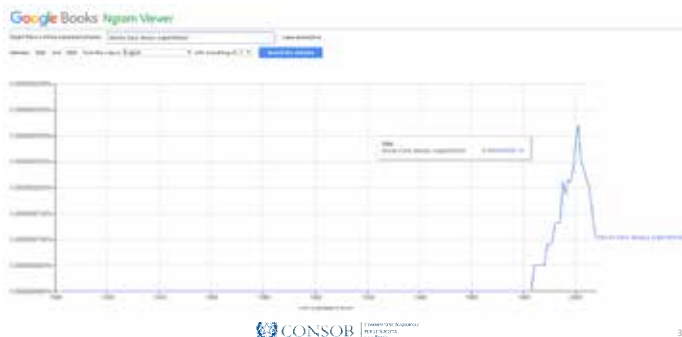
Grazie. Vi segnalo un libro che è uscito recentemente in Italia, ma da un pò negli Stati Uniti, poi è stato pubblicato anche in Italia, La Filosofia di Homer Simpson in questo caso, anche l'Economia di Homer Simpson e c'è un capitolo sull'economia comportamentale che spiega come mai Homer preferisce mangiare ciambelle nonostante immediatamente il pericolo del colesterolo oppure come una volta Bart usa la sua carta di credito con 300 dollari, lui si arrabbia, Bart gli dà i contanti e dice siccome Homer è mezzo scemo, lo considero come un guadagno e spende anche tutti i trecento dollari. Quindi se volete capire da Homer l'economia comportamentale, Homer Simpson ovviamente è un drago. Darei la parola a Carmine Di Noia, che ringrazio.

L'intervento del Dr. Di Noia si compone di queste slide





«Stock have always outperformed»

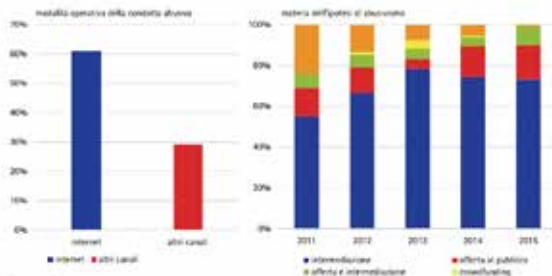


CONSOB | Consorzio Nazionale Interbancario per lo Sviluppo

3

Coordinate del fenomeno

Fig. 39 ipotesi di abusivismo

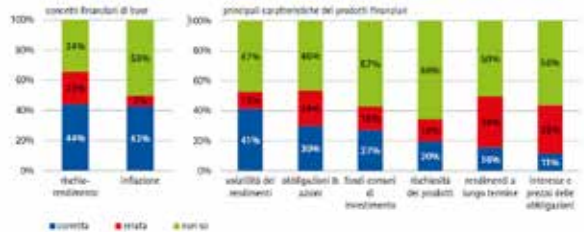


Fonte: Consob

4

Profilo investitore italiano

Fig. 2.3 Cosciente finanziaria



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT (dati relativi all'opinione della Pratica e agli investimenti delle famiglie italiane)

CONSOB | Consorzio Nazionale Interbancario per lo Sviluppo

6



Profilo investitore italiano/2

Fig. 2.3 Familiarità con le diverse tipologie di investimento

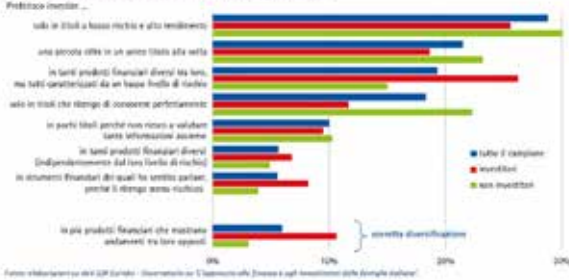


CONSOB

7

Profilo investitore italiano/3

Fig. 2.8 Comprensione della diversificazione di portafoglio

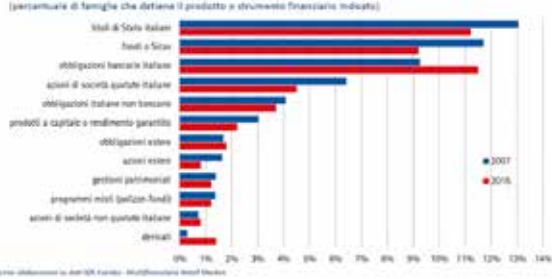


CONSOB

8

Profilo investitore italiano/4

Fig. 3.1 Partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari



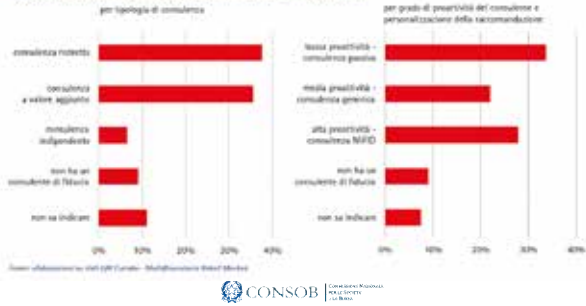
CONSOB

9



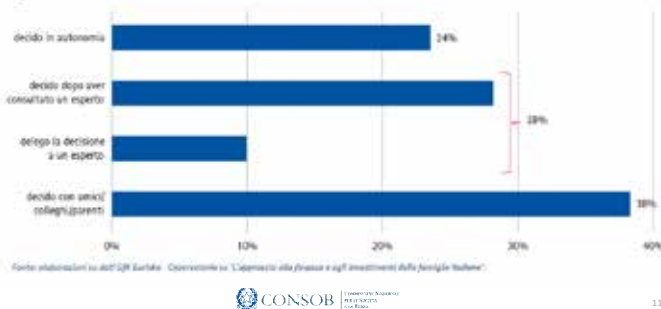
Processi distributivi: consulenza finanziaria

Fig. 4.2 Diffusione del servizio di consulenza tra gli investitori



Processi distributivi: consulenza finanziaria/2

Fig. 3.5 Stili decisionali



Profilo investitore italiano (recap)

- In media l'investitore italiano:
 - ha una cultura finanziaria non al livello dei peer OCSE
 - mostra una non ottimale comprensione degli andamenti e delle innovazioni dei mercati
 - mostra in alcuni casi bias comportamentali (overconfidence, diversificazione di portafoglio e contabilità mentale)
 - è avverso alle perdite e al rischio di ottenere rendimenti inferiori alle aspettative
 - ha una scarsa comprensione del processo decisionale
 - mostra un rinnovato interesse nei mercati finanziari, anche se rimane orientato verso i prodotti liquidi

Che fare?

- Top-down: Regolamentazione e Enforcement
- Bottom-up: Investor Education

Top-down: Regolamentazione

Product governance: oltre la disclosure

- Costi e opportunità per l'industria
- Enfasi sul manufacturer (maggiore potere economico, più responsabilità, v. Draft guidelines on MiFID II product governance requirements, ESMA/2016/1436)
 - Distribuzione via algoritmi?
 - Offerta senza collocamento?
- Ma ancora spazi per il distributore se:
 - Profilatura
 - Valutazione di adeguatezza



Processi distributivi: consulenza finanziaria

- MIFID 2, ulteriore evoluzione.
 - Trasparenza sul servizio reso (v. però caso UK con Retail Distribution Review)
 - Diversa articolazione dei modelli distributivi: consulenza «non indipendente», consulenza indipendente (v. anche OCF), consulenza ibrida
- Centralità della valutazione di adeguatezza (FCA, Wealth Management Firms and Private Banks: Suitability of investment portfolios, Dec. 2015)
 - Indicatori di valore aggiunto della consulenza: Art. 11 par. 2 lett. a) (Direttiva Delegata EC del 7/4/2016)
 - Superamento ambiguità product governance
 - «Demand side puzzle»: soggetti con un livello di conoscenze finanziarie più elevato mostrano una maggiore propensione ad affidarsi a un esperto, tuttavia gli stessi soggetti tendono a non farvi affidamento (Calcagno e Monticone, 2015; Bhattacharya et al., 2012)
- Competenze ed esperienze addetti (v. ESMA/2015/1886) ma anche aspetti relazionali

Top-down: Enforcement

Qualche numero...

Tav. 54 Iniziative di enforcement per prestazione abusiva dei servizi di investimento e offerta/pubblicità abusiva relativa all'offerta di prodotti finanziari

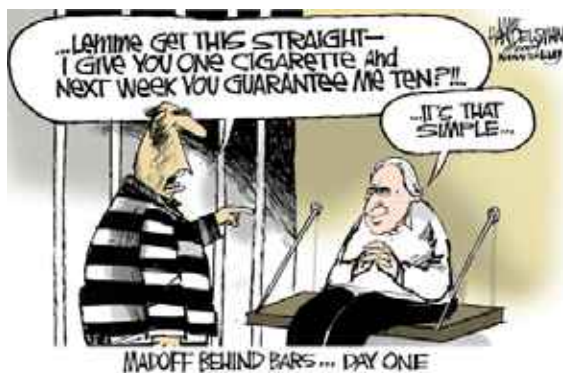
	violazione delle disposizioni in tema di offerta al pubblico		comunicazioni a tutela dei risparmiatori	segnalazioni Autorità Giudiziarie	totale
	sospensione cautelare	divieto			
2009	6	4	---	---	10
2010	5	5	---	---	10
2011	3	6	1	---	10
2012	8	6	16	41	69
2013	2	2	25	50	79
2014	3	2	47	66	118
2015	6	5	44	63	118

Fonte: Consob. * Il dato include una iniziativa che ha successivamente generato un provvedimento di divieto nel corso del 2015.

Bottom-up: Investor Education

Investor Education

- Investor education complementare a consulenza: persone con cultura finanziaria più elevata sono più propense ad avvalersi del servizio di consulenza (Linciano et al., 2015)
- Verso una “Strategia nazionale di educazione finanziaria”
- Carta degli Investitori:
 - Portale-web di Educazione Finanziaria
 - Arbitro per le controversie finanziarie
 - Applicativo esposti e segnalazioni





Alessandro De Nicola

Grazie a Carmine per la sua presentazione, anche ovviamente molto divertente. Darei la parola adesso a Ugo Loser, che ringrazio non solo per fare da speaker, ma per l'ospitalità.

Ugo Loser

Grazie Alessandro. Da un lato mi dispiace moltissimo che non ci sia Alessandro Penati, con il quale mi sarebbe piaciuto confrontarmi di fronte a questa qualificata platea. Alessandro è stato il mio professore, è stato il mio relatore, è stato il mio mentore ed è mio amico personale a cui devo molto in generale.

Io mi focalizzerò, visto che sono l'ultima cosa tra voi e l'aperitivo, un pò sulla mia esperienza personale, su un tema molto specifico che riguarda la trasparenza.

Io andai, dopo aver lavorato insieme ad Alessandro Penati, andai nel dipartimento di analisi quantitativa di Goldman Sachs con Fischer Black e Bob Litterman. Da un lato ci fu nel lontano '94 un incontro tra Litterman e Bill Sharpe in un aeroporto, in cui Bill Sharpe, che è il Premio Nobel del '90 se non sbaglio, illustrò a Litterman il tema dei robot advisor come si chiamano oggi, nel '94 Bill Sharpe ha deciso di impegnarsi nel farne uno che oggi è quotato in Borsa e si chiama financial... e nasce da quell'idea. Litterman tornò e disse: dobbiamo farlo anche noi. E quindi da un lato ho lavorato nel creare quei modelli lì, quindi tutte queste tematiche di advisory al consumatore finale... finanziario fanno parte del lontano '94. Ma non è di quello che in realtà dobbiamo preoccuparci. Nella mia esperienza in realtà, il mio background del quale pure sono debitore ad Alessandro Penati, è servito per arbitreggiare gran parte delle regole contabili. Perché questo è il singolo pezzo di regolamentazione che manca, rispetto al quale tutti i regolamentatori sono totalmente impotenti, perché sulla regolamentazione non si può applicare e la mia carriera dentro le investment bank è stata fatta nella progettazione di derivati molto complessi che servivano ad aggirare le regole di Maastricht nei vari Paesi per entrarci e avere il famoso 3%. Poi ogni tanto si scopre, nel 2012, che dobbiamo dare tre miliardi e mezzo a Morgan Stanley che saltano fuori come management di un derivato, Questo è dovuto al fatto che noi, l'industria dell'asset manager, siamo l'unica industria parte finanziaria che va a mark to market. Tutto il resto dell'industria si fa delle regole contabili a proprio uso e consumo. Quindi serve entrare in Maastricht con il 3% e si fanno i laboury... con le barrier option ecc. che si materializzano e servono a spostare flussi di cassa nel futuro e questa cosa ha un valore, ma siccome non va mark to market non occorre farla. E questo è un esempio. E' chiaro che queste cose servono poi per comunicare dei numeri che dicono l'aumento di capitale che devo fare è piccolino e poi ne faccio uno all'anno e sappiamo come è andata con MPS, con i derivati che c'erano nel bilancio. Se ci fossero state delle stringenti regole contabili sul mark to market delle posizioni del portafoglio, senza distinguere posizione strategica available for sale ecc. probabilmente miliardi e mezzo di capitale forse sarebbero andati in un altro modo.

Qui siamo a quando noi evitiamo di svalutare delle posizioni dicendo: c'è un premio di controllo. La storia italiana è piena di azionisti Telecom che comprarono Telecom al top della bolla, lo sappiamo, e giustificavano il tenere in bilancio e comunicare poi i titoli finali, una valutazione che era circa quattro volte quello che era il valore di mercato, perché dicevano: c'è un premio di controllo. C'era sempre qualcuno che riusciva a lavorare il modello che giustificava un premio di controllo pari a quattro volte il valore di mercato. Pensiamo a quello che si dice la partecipazione strategica. C'è un accordo industriale per cui, sì, il mercato quota 10 e ce l'ho in carico a 80, non lo svaluto, non comunico la perdita. Pensiamo a tutto il mondo di certi prodotti dove c'è una differenza fondamentale tra perdite realizzate e non realizzate, profitti realizzati e non realizzati, così che i sottoscrittori comprino e vendano questo prodotto trasferendo valore da un sottoscrittore all'altro.

E' chiaro che su questo tema noi possiamo andare avanti a fare esempi molto concreti. E' chiaro che questo è un tema molto importante ed è chiaro che questo è il tema della regolamentazione dal nostro punto di vista dell'industria finanziaria.

Se tutto il mondo andasse a mark to market, questo sarebbe, dal nostro punto di vista, la singola regolamentazione che aumenterebbe la trasparenza e sarebbe il singolo provvedimento di risk management di comunicare quanto effettivamente vali e il fatto che non sia facile farlo sempre in tutti i casi, vedi gli immobili lì, il palazzo di Cordusio di Unicredit quanto può valere, un palazzo storico, c'è quello e basta, però ci sono delle market failure, quanto valgono gli MPL?



Valgono 18 che paga il mercato o valgono i 33 di un valore teorico? Il fatto che ci possano essere delle condizioni dove ci sono dei market failure, delle condizioni di unicità per cui il prezzo lo fa il compratore al venditore non giustifica il fatto di non ricorrerlo perché c'è un'industria che si basa sulla produzione di strumenti finanziari... puramente contabili. E questo vale non solo nel mondo finanziario, ma vale anche nel mondo corporate quando vado a fare i debiti, ci sono dipartimenti della liability management. E' chiaro che noi siamo di fronte oggi, parlando di banche, a interessanti esercizi dove è chiaro che il mercato ha espresso certi tipi di valori, è chiaro che si dice: adesso, prima della fusione facciamo pulizia, il che vuol dire che il livello di provision, il livello di trasparenza sui bilanci non è fatto sul mark to market, ma a seconda di quello che conviene. E' chiaro che poi quando si fanno gli APO e si comunicano certe cose, specialmente in un mercato dove c'erano all'inizio dell'anno 68 miliardi di bonds subordinati in mano ai clienti retail, questo diventa uno dei provvedimenti veramente dirompenti che cambierebbe il volto dell'industria finanziaria e sarebbe il singolo provvedimento che più ha un impatto al di là di tutte le altre regole, che sono giuste e sacrosante. Riteniamo che sia stata anche una produzione non sempre coerente di queste regole. Noi spendiamo circa il 5% dei nostri costi operativi in costi di compliance e stanno sicuramente crescendo, però veramente noi siamo come fondi non legati a un mondo del mark to market per cui il bond del nuovo banco che va in mezza risoluzione, va a 18, a 18 io devo mettere... e il cliente che vende quel fondo 18 prende, non posso dire che è strategico e lo tengo a 80 trasferendo valore tra uno e l'altro.

Quindi questo è il mio rispetto a tutti gli altri argomenti che porterebbero via interessanti ore di discussione e di confronto, questo di fatto è, credo, il tema che noi oggi dobbiamo affrontare, che vale direi in tutto il mondo, non solo in Italia. Per cui è chiaro che cosa c'è nei bilanci della Deutsche Bank? O JP Morgan? Non lo sappiamo. Il giorno che lo sappiamo magari sarà un giorno in cui avremmo preferito non saperlo. E' l'effetto sistemico che ha sul resto. Quindi è chiaro che questo potrebbe essere, dovrebbe essere la grande focalizzazione di come si aumenta la percezione effettivamente di quello che conta. Dopodiché tutti i temi portati il partecipare, il pianificare, risparmiare poco rispetto alle esigenze, ci facciamo prendere dall'entusiasmo, pensiamo che risparmiare vuol dire cercare di diventare ricchi invece che cercare di rimanere ricchi ci sono tutta una serie di temi molto importanti, però è chiaro che la trasparenza e il futuro si gioca moltissimo su questi provvedimenti che oggi non ci sono e che nessuno ha la possibilità di affrontare perché andrebbero a dare un impatto più o meno pervasivo su tutto l'assetto dell'industria finanziaria. Grazie.

Alessandro De Nicola

Allora, grazie. Io farei questo, se siete d'accordo, siccome non abbiamo molto tempo, mi permetterei io di fare una domanda al Prof. Leonardi, dopodiché, se ci sono domande reciproche tra i nostri speaker, benissimo, se no, ne concederei massimo un paio.

La mia domanda al Prof. Leonardi riguarda proprio la finanziaria. Nonostante il Primo Ministro continui a dire che sono state abbassate le tasse, diamo per scontata l'obiezione che gli 80 euro sono un abbassamento di tasse, in realtà sono un'elargizione, a casa mia le regole contabili sono giuste, è un'elargizione e quindi... però se uno poi vede la percentuale delle entrate sul PIL 2014, 2015 e 2016 c'è uno spostamento nel complesso del triennio dello 03. Se uno poi vede le schede, anche lì c'è uno scostamento tipo dello 05 di cui lo 03 è dato dai minori interessi che paghiamo e adesso che ricominciano ad alzarsi gli interessi non so esattamente come faremo. L'impressione che si ha è che ci siano tutti questi interventi a pioggia e quindi l'artigiano pagherà il 20%, oltre ad avere dei costi di comprensione di tutta questa cosa che invece deve essere una cosa flat, facile, mi ricollego a quello di cui stavamo parlando, dovrebbe essere una cosa comprensibile per tutti, senza il bisogno di andare... adesso sto chiedendo al mio commercialista, devo cambiare la macchina subito, il 140%. Fa i calcoli, risparmi 1200 euro in tutto... quindi una roba che prevede anche dei costi di transazione, come mai non c'è la consapevolezza che per avere la riduzione delle tasse bisogna tagliare la spesa? Primo.

B) Come mai si sceglie questo approccio e io non lo dico... sceglie il solito approccio per dare le manette a più categorie perché letteralmente conviene, perché sono adulto abbastanza per capire che la politica è la politica, però anche politicamente non sarebbe meglio invece che fare tutti questi micro-interventi, fare qualche cosa di molto pervasivo, one shot, sugli elementi essenziali della tassazione, imposte sulle società, imposte sui redditi, cioè le cose percepibili e



facili e non bisogna chiedere niente a nessuno? Sono riuscito a fare una domanda che ha a che fare sia con il tema, sia con quello che ci ha detto lei.

Marco Leonardi

Queste sono due domande in realtà, una sulle entrate e una sulla spesa. Ho letto anche un articolo recente di Ricolfi che faceva un po' questo pezzo sull'entrata e la pressione fiscale. Io ho ben presente, credo tutti abbiamo ben presente, in termini di miliardi di euro di spesa, la riduzione fiscale di questi anni. Dici perché non facciamo la flat tax? Oppure perché non agiamo, non necessariamente, ma dico perché non agiamo sulle tasse principali? Però gli 80 euro sono contabilizzati come spesa, per una semplice ragione, perché ovviamente se tu facessi una riduzione delle tasse sul primo scaglione, andresti a premiare anche quelli che hanno ben più di 26 mila euro, devi spendere solo 10 miliardi e darli solo a quelli che guadagnano meno di 26 mila euro, li devi dare comunque; come spesa e non come riduzione di tasse, ma sono una riduzione di tasse. Quindi sono 10 miliardi gli 80 euro. Costa 4 miliardi la riduzione della tassa prima casa, l'80% degli italiani sono proprietari di prima casa. Costa 3 miliardi e mezzo l'IRES, la tassa sulle società e costa ufficialmente 11 miliardi il triennio di incentivi all'assunzione a tempo indeterminato, quindi 11 miliardi nel triennio, abbiamo sforato, non so bene di quanto, credo siamo arrivati sui 15, i miliardi sono stati 15 e costa 6 miliardi la riduzione dell'IRAP sul lavoro a tempo indeterminato.

Allora, gli 80 euro sono solo per quelli sotto i 26 mila euro, sono solo per i dipendenti sotto i 26 mila euro, non si agisce sull'Irpef che è il prossimo anno, dovrebbe essere la riduzione dell'Irpef, ma è una classica riduzione fiscale, riduzione del carico fiscale per i dipendenti a basso reddito. La tassa sulla casa, non c'è niente di più semplice e chiaro che la tassa sulla casa è l'abolizione... l'Ires è la tassa sulle società, l'IRI di cui vi ho detto è la tassa, è uguale, abbiamo messo la stessa tassazione per le società più piccole dell'industria in virtù del fatto che l'Italia è fatta di piccole aziende, come abbiamo detto e uno dei problemi principali da cui siamo partiti è non tanto il carico fiscale tout court, ma la composizione del carico fiscale, che fino a prima di Monti, quindi fino a prima delle tasse sulla casa più pesanti, era del tutto sproporzionato in Italia rispetto agli altri Paesi sul lavoro e l'impresa. Quindi diciamo che sono 15 miliardi per i tre anni di incentivi ai tempo indeterminato e 6 miliardi per l'abolizione dell'Irap, questi sono permanenti, per i tempo indeterminato sono la riduzione del cuneo fiscale. Però sulla riduzione fiscale abbiamo i dipendenti a basso reddito, la tassa sulla prima casa, la tassa sulle società e il cuneo fiscale sulle assunzioni a tempo indeterminato. Il prossimo anno è l'Irpef. Quindi la tassa principale. Le abbiamo fatte tutte le tasse, forse non abbiamo... se ne volevi una sola, ne volevi due? Ma tutte le principali le abbiamo fatte. La riduzione totale è un numero, quello che Padoan l'altro giorno ha detto: è 15 miliardi di litri di latte, la risposta a Salvini, è stata: il risparmio fiscale, la riduzione fiscale è 23.5 miliardi in due anni e qualcosa. 23.5 miliardi di riduzione fiscale corrisponde a 15 miliardi di litri di latte, giusto? Questa era la risposta a Salvini. Però dico sicuramente queste tasse sono diminuite. Da dove viene la crescita delle entrate? Da dove viene? Ci sono delle tasse locali, delle tasse locali che nonostante il fatto che si cerchi di limitarle da una parte, limitarle dall'altra, l'anno scorso c'era l'impedimento ai Comuni di alzare le tasse e sono comunque aumentate e poi... anche questo però non so dirvi esattamente... c'è il recupero... quando aumentano le entrate, uno può sempre dire: il recupero dell'evasione oppure sono più tasse. Bisogna sempre capire se è davvero il recupero dell'evasione o sono sempre più tasse, perché io posso aumentare le entrate se più gente paga le tasse oppure possono aumentare le entrate perché aumenta qualche aliquota che non so dove individuare nel mare di tasse che abbiamo. Noi diciamo che le entrate sono aumentate perché abbiamo recuperato più evasione. Qualcuno può pensare che da qualche parte ci siano delle aliquote che sono state aumentate. Però queste aliquote grandi e grosse che vi ho detto sono sicuramente diminuite, la spesa totale è stata 23.5 miliardi. Cioè Padoan i conti li ha fatti giusti. 23.5 miliardi in due anni e qualcosa non si è mai visto credo.

Sulla spesa non so dire nulla. Sulla spesa è un po' un mistero, adesso senza tanti giri di parole.

Alessandro De Nicola

Una dichiarazione di Natale! E' ovvio che...

Marco Leonardi

Esatto, Perotti vi potrà dire, Perotti giustamente è uno dei più... Perotti vi potrà dire una sola cosa, bisogna decidersi. Sulla spesa è ovvio che i vincoli politici sono giganti, non ci giriamo tanto intorno, cioè se c'è un referendum, se c'è un Grillo ecc. ecc. è ovvio che la spesa non è facile da toccare, è più facile abbassare le tasse a quel punto.

Detto questo, è ovvio che lo sforzo sulla spesa è uno sforzo necessario, spero che si farà e si farà quando magari questi vincoli politici sono un po' meno urgenti. Non so bene dirvi quanto. Una sola cosa sulla spesa però, io ho sempre considerato... è chiaro che quando i vincoli politici sono così urgenti, chi mai che frequenta perlomeno... perché se uno legge i giornali con attenzione capisce che è velleitario dire che tu puoi dare, come Presidente del Consiglio o come Ministro del Tesoro e quindi primo e unico responsabile della spesa pubblica; quindi anche primo e unico responsabile della tua politica che verrà giudicata in questo caso da un anno all'altro, in questo caso tra quindici giorni, come si può pensare che si dà l'incarico a un commissario che è esterno? Un commissario che, come tutti i commissari migliori del mondo che abbiamo avuto, però che comunque non ha la responsabilità di quello che fa? E poi come si fa a lamentarsi che la spesa non l'ha tagliata? Ma per forza! Perché io dico e mi sembra evidente che il ruolo di commissario alla spesa pubblica, se fai dei tagli alla spesa pubblica sono talmente sensibili questi tagli che l'unico e vero responsabile è il Primo Ministro e il Ministro del Tesoro. Quindi i veri commissari sono loro. Se non lo fanno, non è che uno può dire... Non mi meraviglia il fatto che né Giarda, né Bondi, né Perotti... i commissari alla spesa pubblica sono dei tecnici come noi magari che possono dire, suggerire questo e quest'altro, ma non si può pensare che uno dice fai 10 miliardi di tagli alla spesa pubblica e l'ha fatta Perotti? Ovviamente no, siccome l'ha fatto Renzi e l'ha fatto Padoan, è chiaro che la responsabilità ultima sarà sempre solo loro. I tecnici possono solo suggerire, ma in realtà la responsabilità politica è solo loro. Quindi, per dire che questa cosa di fare i commissari esterni e di investirli di responsabilità che evidentemente non possono avere di fronte a dei tagli così importanti, non è un meccanismo che ci ha anche aiutato a ricostruire. E' troppo strumentale il fatto di dire: ah, non l'avete fatto lavorare! Ah non ha fatto i tagli! Però, è chiaro, a me sembra che nessuno di questi che ho nominato poteva essere in grado di sostenere la responsabilità politica di quello che faceva, semplicemente perché non è quello il suo mestiere. Quindi l'unico vero commissario della spesa pubblica è Renzi o Padoan.

Alessandro De Nicola

Bene. Domande?

Intervento

Buonasera. Io mi rivolgo principalmente al Prof. Loser perché è quello che ne ha parlato più direttamente, ma la domanda in realtà è aperta a tutti quanti. La domanda riguarda l'innovazione finanziaria e penso principalmente ai prodotti derivati che nella mia percezione sono molto avanti rispetto alla regolamentazione, anche per il fatto di quantità. Parliamo spesso delle banche centrali, sappiamo bene che la maggior parte della moneta, dei soldi sono in realtà sotto forma di prodotti finanziari derivati. La domanda che mi pongo è: quanto i prodotti derivati contribuiscono al bene comune, aumentando le possibilità di investimento per le diverse esigenze delle imprese e degli investitori. Quanto rendono i mercati più liquidi e più efficienti. O quanto invece sono phishing for phools. Pensiamo ai prodotti derivati acquistati dalla pubblica amministrazione e il Comune di Milano in primis. Pensiamo alle cartolarizzazioni, pensiamo alla crisi... Grazie.

Ugo Loser

Chiaramente avendo costruito una carriera sui derivati non posso che difenderli, dopo tanto sforzo per capirli. Credo che il problema sia oggettivamente di alcune regole che mancano e in maniera anche strumentale. Io mi sono portato da citare l'ultimo libro sull'account, dice: il profitto è un'opinione, la tassa è un fatto. Questo vuol dire che chiaramente c'è una parte dell'industria finanziaria che arbitraggia l'opinione rispetto al fatto e per questo usa i derivati. Ma questo non è un problema di derivati, è un problema della regolamentazione.



Per tornare invece al tema *it takes two to tango*, chiaramente io non ho personalmente alcuna compassione e simpatia per le amministrazioni comunali che alla fine hanno negligenemente utilizzato i derivati al solo scopo di massimizzare la propria utilità dicendo: se poi va male è stato il salesman di Deutschebank o di Unicredit che mi ha rifilato la sola, io non capivo e non sapevo. Se tu sei il CFO del Comune di Milano che maneggia miliardi, hai l'Università Bocconi a 100 metri, oggettivamente il mondo dei derivati oggi è un mondo di commodity, cioè non esiste oggi un derivato complesso che non si sappia prezzare, valutare. Qualsiasi neo-laureato che esca dall'Università qui di fianco che noi assumiamo sa fare più o meno qualsiasi modello di valutazione e quindi non ci sono scuse. Vengono usati in maniera molto strumentale da un lato e chiamiamola l'associazione a delinquere conclamata è quella dell'assessore che chiaramente sfrutta questa sua opportunità dicendo: poi il problema sarà di qualcun altro, io intanto faccio bene, non mi fanno aumentare le tasse e io faccio un upfront importante che mi va in realtà in conto economico, non in conto capitale per addossare il deficit che vado a fare. Dall'altro lato c'è, proprio perché sono poco trasparenti da un punto di vista contabile, una commissione colossale, il 3, 4, 5%, cioè soldi veri che fa la banca che mette in mano questo strumento al Comune. Poi, quando invece di essere un Comune, è una rete di distribuzione di prodotti finanziari, in realtà... io cito sempre il libro di... di Thaler che è una guida per non l'istigazione a delinquere, perché lì ci sono tutti... buyers singolo, che la rete con i produttori di derivati vanno in qualche modo a costruire, per crearsi dei grossi margini e quindi vendo prodotti strutturati che dicono che tu nel 99% diventi ricco, quando il messaggio della pianificazione finanziaria; di rimanere ricco, non di diventarlo, che è molto diverso, allora hai tutta una serie di... l'1% di probabilità e quello che ti rovina, oppure se c'è il capitale garantito, io dico è garantito che il capitale non farà mai, perché questa è la garanzia che ti viene offerta. Quindi è chiaro che c'è proprio molta ingenuità da qualche lato, ma molta malafede da molti lati che è dovuta alla mancanza di regole contabili stringenti.

Alessandro De Nicola

Ultimissima, se ce n'è. Va bene, allora grazie molte ai relatori perché è stato veramente interessante sotto tutti i profili, grazie a voi di essere intervenuti e per chi vuole capire i misteri della spesa pubblica, ci vediamo il 13 dicembre. Grazie.

