

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona

Milano, 9 giugno 2023



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Discorso del Presidente al mercato finanziario

1. Una breve sintesi dell'attività svolta dalla Consob nel 2022
2. Il risparmio e le esportazioni restano i pilastri del nostro benessere, ma devono affrontare gli effetti dell'inflazione e dei mutamenti geopolitici in corso e acquisire consenso sulla loro importanza per la solvibilità del Paese
3. I motivi per una riconsiderazione dell'architettura istituzionale della moneta e della finanza
4. L'inflazione e le sue cure
5. Il diverso impatto dell'inflazione e le sue possibili attenuazioni
6. Le linee di un piano di azione da intraprendere

1 Una breve sintesi dell'attività svolta dalla Consob nel 2022

Lo scorso anno la Commissione ha tenuto 81 riunioni per esaminare 1.023 pratiche, i cui contenuti sono illustrati in dettaglio nella *Relazione per l'anno 2022* inviata lo scorso 31 marzo al Ministro dell'Economia e delle Finanze (disponibile sul sito www.consob.it/web/area-pubblica/relazione-annuale).

La gran parte dell'attività svolta dalla Consob rientra nei compiti a essa affidati dall'ordinamento di

- ✓ garantire la trasparenza del mercato entro il perimetro di vigilanza stabilito dalla legge, al fine di mettere a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli;
- ✓ vigilare sulla correttezza dei comportamenti degli operatori e sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni, per la salvaguardia della fiducia e della competitività del mercato finanziario, prevenendo e, se del caso, sanzionando le violazioni;
- ✓ contribuire ai lavori per il perfezionamento della normativa finanziaria nazionale e per la convergenza delle norme e delle prassi di vigilanza in ambito europeo e internazionale.

Per garantire la trasparenza sono state prese 719 decisioni sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari; approvati 17 prospetti informativi relativi all'offerta al pubblico e all'ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari (di cui 3 riferibili a nuove quotazioni). Per assicurare la correttezza dei comportamenti e l'integrità dei mercati sono state esaminate 480 segnalazioni di operazioni di mercato sospette, effettuate 17 indagini in materia di abusi di mercato, condotte 350 istruttorie per ipotesi di abusivismo; sono stati presi 397 provvedimenti per prestazioni abusive di servizi di investimento ed esaminati 2.742 esposti, di cui 2.535 sono risultati di nostra competenza. Sono state, infine, rivolte a emittenti e intermediari 456 richieste di dati e di altre informazioni, nonché tenuti oltre 200 incontri con esponenti aziendali dei soggetti vigilati. L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) ha ricevuto 1.116 ricorsi e dato

ragione a 678 ricorrenti; in larga maggioranza gli intermediari coinvolti hanno accettato il responso.

In particolare, nell'anno trascorso la Consob ha seguito il complesso processo di integrazione del Gruppo Borsa Italiana nel Gruppo Euronext. In collaborazione con università, scuole e operatori interessati al buon funzionamento del mercato ha anche fornito un incisivo apporto al programma di educazione finanziaria, attuando 50 iniziative nel solo ottobre 2022, il Mese dell'educazione finanziaria e della World Investor Week. Ha contribuito inoltre alla definizione della regolamentazione per la sostenibilità ambientale, più in generale per la valorizzazione dei fattori ESG, per la digitalizzazione degli strumenti finanziari e per la nascita del mercato unico europeo dei capitali. Questa attività si svolge per buona parte presso l'ESMA, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, ma anche presso la IOSCO, l'organizzazione mondiale delle istituzioni di vigilanza dei mercati finanziari, al cui Board la Consob è stata recentemente confermata, e l'OCSE, l'Organizzazione internazionale per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. In tutte queste organizzazioni la Consob presiede Comitati e Gruppi di studio e di proposta e, in altre sedi, collabora alla definizione di indirizzi operativi sui tre temi indicati.

Il complesso delle attività è stato svolto da 650 persone, a cui rinnovo, anche in questa occasione, il mio vivo ringraziamento e l'invito a porre costante attenzione all'innovazione tecnologica e al suo utilizzo nell'istruzione delle pratiche.

Nello svolgimento dei compiti assegnatici abbiamo tenuto costanti rapporti con il MEF, la Banca d'Italia, l'AGCM, l'IVASS, la COVIP, la Magistratura penale, civile e amministrativa, l'Avvocatura dello Stato, il Consiglio di Stato, la Guardia di Finanza, la Corte dei Conti, la Polizia postale e l'OCF. Abbiamo, inoltre, beneficiato della collaborazione del COMI, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori operante in Consob. A tutte queste istituzioni va il nostro più sentito ringraziamento, unito alla riconoscenza per il contributo dato al funzionamento delle attività istituzionali di vigilanza, di regolazione e sanzionatorie.

2 Il risparmio e le esportazioni restano i pilastri del nostro benessere, ma devono affrontare gli effetti dell'inflazione e dei mutamenti geopolitici in corso e acquisire consenso sulla loro importanza per la solvibilità del Paese

Le analisi proposte fin dal primo *Discorso al mercato* del giugno 2019 hanno mantenuto la loro validità e si sono arricchite di nuovi contenuti. Il risparmio, la cui incentivazione e tutela è un valore riconosciuto dalla Costituzione, resta l'oggetto principale dell'attività della Consob volta a contribuire, attraverso un corretto funzionamento del mercato finanziario, alla stabilità economica e sociale di un Paese che invecchia e ha perciò bisogno di incrementare la crescita reale per sostenere il livello di benessere generale raggiunto e migliorarne la distribuzione tra i cittadini.

Poiché il nostro modello di sviluppo è del tipo *export-led*, le esportazioni restano il motore della crescita, ma per poterle sostenere è necessario un contesto internazionale favorevole agli scambi, che nel 2022 ha subito forti turbative a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e delle tensioni politiche tra Stati Uniti e Cina. Le priorità della funzione di utilità della geopolitica economica tendono a cambiare, spostandosi dal libero scambio globale e dal benessere sociale di tutte le popolazioni della Terra – il sogno delle quattro libertà di Roosevelt del 1941 – alla sicurezza nazionale e alla lotta al cambiamento climatico.

Il commercio mondiale patisce le conseguenze di questa inversione geopolitica e, con esso, patiscono le esportazioni italiane; esse avevano retto al peso della crisi economico-finanziaria globale del 2008, consentendo nell'ultimo decennio di raggiungere risultati eccellenti. Questo buon andamento ha avuto interruzione nel 2022 a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, che ha inciso negativamente per circa il 5% sul saldo della nostra bilancia con l'estero. Se, come sembra dai primi risultati del 2023, questo onere è destinato a ridursi, riemergerà in tutta evidenza la

capacità delle imprese italiane di preservare il buon livello raggiunto di competitività internazionale, dovuto soprattutto all'aver individuato i propri punti di forza nelle innovazioni tecnologiche e nella capacità di soddisfare le preferenze mostrate dalla clientela. Un contributo positivo a questa loro abilità può provenire da un rafforzamento del mercato dei capitali, principalmente della Borsa di Milano, obiettivo già entrato nell'agenda della nostra politica economica.

Nel 2022 il risparmio ha continuato a mostrare una buona capacità di tenuta, anche se la propensione è calata a seguito del riemergere dell'inflazione. Il resto del mondo ha ancora beneficiato di questa abbondanza, come dimostrano i conti finanziari e un solido equilibrio patrimoniale con l'estero, condizione che manca a molti importanti paesi nostri concorrenti.

La sottovalutazione delle nostre capacità di fronteggiare gli shock politici, economici e finanziari, che si manifesta nello *spread* richiesto sul rendimento dei nostri titoli pubblici, non può essere individuata nell'insufficienza di competitività delle nostre imprese e di livello del risparmio interno, ma, come viene sovente ripetuto, nell'elevatezza del nostro debito di Stato rispetto al PIL. Ragioni di scambio strutturalmente favorevoli e capienza della nostra ricchezza finanziaria accumulata meritano una valutazione da parte di una ragione scevra di pregiudizi. Sulle valutazioni incide invero l'assenza di un meccanismo di sostegno di ultima istanza caratterizzato da certezza degli interventi per contrastare gli attacchi speculativi, come testimonia la netta riduzione dello *spread* tra rendimenti BTP-BUND registrata dopo la decisione della BCE nel 2012 di intervenire in acquisto sui titoli pubblici. Invece di perseguire una riduzione del debito pubblico, che avrebbe effetti certamente deflazionistici, è importante e urgente un rapido ritorno a un avanzo primario del bilancio statale, accompagnato da un andamento del nuovo indebitamento proporzionato all'andamento della crescita del PIL e del risparmio privato che lo deve accogliere.

3 I motivi per una riconsiderazione dell'architettura istituzionale della moneta e della finanza

Dal 2008 la politica monetaria, non senza contraddizioni per le soluzioni date ad alcune importanti crisi individuali di grandi banche, ha ben operato per garantire la stabilità sistemica minacciata dalla crisi finanziaria globale e, nel biennio 2020-2021, per fronteggiare gli effetti della caduta della produzione e della domanda aggregata conseguente alla pandemia sanitaria. La stretta dipendenza stabilita tra il governo della moneta e gli andamenti dell'economia reale e finanziaria sollecita una riconsiderazione dell'attuale architettura istituzionale. Le quotazioni di borsa di quasi tutto il mondo sono sempre più attente e reattive alle decisioni della FED e, in Europa, della BCE, testimoniando lo stretto legame tra scelte monetarie e comportamenti dei mercati finanziari.

L'attuale architettura è oggi caratterizzata, per la moneta, dall'indipendenza delle scelte delle autorità monetarie volte alla stabilità dei prezzi, introdotta in ottemperanza al principio democratico che considera iniqua la tassa dell'inflazione, perché priva dell'indispensabile approvazione di chi la subisce. Per le attività finanziarie, l'indipendenza delle autorità di sorveglianza non beneficia di un riferimento democratico parimenti solido, anche se in Italia riceve pari dignità istituzionale in forza dell'art. 47 della Costituzione che prescrive di incentivare e tutelare il risparmio "in tutte le sue forme". Non appaiono perciò del tutto coerenti i diversi trattamenti giuridici riservati alla moneta rispetto alle forme finanziarie che assume il risparmio, e diviene pertanto urgente una considerazione congiunta dei due mercati che superi l'attuale trattamento privilegiato dei depositi bancari protetti in quanto parte della creazione monetaria.

L'irrompere sul mercato delle *cryptocurrency* e delle piattaforme di loro negoziazione e integrazione con gli strumenti finanziari tradizionali ha accresciuto le difficoltà di trovare una soluzione all'insieme dei problemi che esse pongono all'attenzione delle autorità di vigilanza. In materia sono stati proposti o varati alcuni provvedimenti, ma manca una trattazione congiunta degli strumenti usati e delle sottostanti tecnologie contabili a registro decentrato (*DLT/blockchain*). In particolare, necessitano un

chiarimento la "neutralità tecnologica" dichiarata dei regolamenti decisi e il perché si procede a una regolamentazione separata delle innovazioni tecnologiche. Se si intende che sia possibile non tenere conto congiuntamente della molteplicità degli strumenti virtuali usati e delle forme contabili a registro decentrato, le norme stabilite difficilmente raggiungeranno lo scopo di un loro stabile inserimento nel funzionamento del mercato monetario e finanziario; se, invece, l'obiettivo perseguito è di rendere queste nuove tecniche contabili ininfluenti nel determinare la stabilità della moneta e del risparmio, sorge più di un dubbio che ciò sia realmente possibile.

Un contributo alla soluzione congiunta del problema passa dall'applicazione di queste tecniche alla creazione di forme nuove di moneta ufficiale – denominate "digitali" o CBDC (*Central Bank Digital Currency*) – che, se opportunamente regolate, consentirebbero di escludere l'uso monetario legale delle *cryptocurrency*. La conseguenza dell'introduzione e della diffusione di monete ufficiali a registro veramente decentrato, come la *blockchain* dei bitcoin, sarebbe di demonetizzare i depositi bancari e indirizzare l'operatività delle banche nell'alveo della gestione del risparmio, senza però privarle della possibilità di continuare le loro prestazioni nel sistema dei pagamenti in regime di concorrenza.

Come la teoria economica ha da tempo evidenziato, di questa riforma beneficerebbero sia le scelte di politica monetaria, perché stabilirebbero una più diretta trasmissione dei loro effetti all'economia reale, sia le gestioni delle banche che, liberatesi dell'assillo di una possibile fuga di depositi, potrebbero governare meglio l'equilibrio tra le scadenze dei loro passivi e attivi (il *matching*), la cui alterazione è la causa principale di molte crisi bancarie e fonte di rischi sistemici. Inoltre, si alleggerirebbe il vincolo che grava sulle scelte monetarie volte a prevenire gli stati di illiquidità e di insolvenza delle banche, si ridurrebbe l'onere di funzionamento degli schemi di garanzia dei depositi e di risoluzione delle crisi e si eviterebbero discriminazioni tra i possessori di depositi protetti e di ogni altra loro passività priva di garanzia in applicazione delle regole del "salvataggio interno" (*bail-in*).

Le innovazioni di tenuta decentrata dei conti finanziari, per le quali viene usato il termine "*tokenizzazione*", si vanno diffondendo agli strumenti tradizionali, con vantaggi di costo e di rapidità nei tempi di attuazione delle operazioni totalmente decartolarizzate, soprattutto nei rapporti con l'estero. Tale diffusione sollecita anch'essa una urgente trattazione congiunta di tutti gli strumenti finanziari, evitando di procedere, come si sta facendo, stratificando nuove regole su quelle esistenti. In Italia questa evoluzione comporterebbe una riunificazione tra il TUB e il TUF, che andrebbe anche al di là di quanto suggerito da Carlo Azeglio Ciampi, a seguito della riforma del regime bancario, disposta nel 1993 dal suo Governo, da specialistico a universale e del lancio dei fondi comuni di investimento.

Una delle conseguenze dei ritardi nella normazione degli strumenti virtuali è che, nei regimi di *civil law*, i comportamenti illeciti in questo settore vengono giudicati con criteri analoghi a quelli dei regimi di *common law*, ossia attraverso decisioni prese da organi giurisdizionali (magistratura ordinaria e speciale) e da autorità di sorveglianza dotate di poteri regolamentari e sanzionatori. Il vuoto normativo sta causando una disarmonia nella distribuzione dei compiti tra i tre organi della democrazia, che investe anche campi più ampi rispetto a quelli della sola finanza.

4 L'inflazione e le sue cure

Nel 2021, a seguito del superamento dei vincoli alla produzione dovuti alla pandemia, la rapida ripresa della domanda aggregata ha trovato abbondante liquidità e immediato riflesso sui prezzi dell'energia, spingendo l'inflazione. Dopo le esitazioni dovute a una debolezza generale dei meccanismi previsivi usati, le autorità monetarie sono state indotte a ridare priorità al loro mandato originario, definendolo "normalizzazione". L'inversione ha operato soprattutto dal lato dei tassi dell'interesse, rimasti per anni prossimi a zero. In un sistema economico nel quale la crescita degli investimenti e della produzione è stata sospinta da un lungo periodo di basso costo del credito, riflettendosi in aumento dei profitti nominali, il cambiamento ha inevitabilmente causato effetti negativi sulla crescita reale e sulla stabilità finanziaria, che

si sono sommati a quelli innati nell'inflazione, a causa del taglio che questa comporta al potere di acquisto dei redditi disponibili e delle maggiori incertezze che solleva nelle aspettative del mercato. La pluralità delle istanze da conciliare ha creato una situazione in cui la coperta corta è stata tirata da una parte o dall'altra dei diversi contenuti della politica economica alla ricerca di un *fine tuning*, che resta il sogno degli economisti e l'illusione dei politici.

Parte del peso sopportato dalla politica monetaria nella ricerca della stabilità reale e finanziaria è stato alleggerito dall'avvio di politiche fiscali generose, tra le quali in Europa la NGEU (da noi PNRR). Per ora l'inflazione si è mantenuta fuori linea rispetto alle previsioni avanzate, come ammettono le stesse autorità monetarie, pur insistendo che la loro azione resta orientata al raggiungimento del target del 2% da esse stesse stabilito. Il fatto che i tassi dell'interesse reali siano rimasti sempre negativi conferma che sarà il risparmio finanziario a subire il maggior costo del degrado monetario.

L'inflazione è come un'Idra dalle molte teste; se una viene tagliata e cauterizzata, agiscono le altre. Se crescono i prezzi al consumo e si sterilizza l'eccesso di moneta, non si può impedire che l'aumento si trasferisca ai salari; se si riesce a calmierare il costo del lavoro, ma crescono i prezzi delle materie prime, l'Idra non cessa di operare. La politica non dispone di un Eracle, il gigante mitologico che affrontò l'Idra, né di uno Iolao, che cauterizzava con il fuoco le teste tagliate per impedire che ricrescessero.

Gli effetti negativi dell'inflazione sul risparmio e sul funzionamento del mercato finanziario non sono i soli sui quali va applicato l'impegno dei gruppi dirigenti privati e pubblici dell'economia, perché la storia insegna che un'elevata inflazione crea i presupposti anche per una deformazione della democrazia e l'emersione di forme di violenza sociale, che danneggerebbero tutti.

La via normalmente ricercata per evitare la depressione innata nell'inflazione e nell'uso degli strumenti con cui viene curata, è quella di accrescere gli investimenti pubblici e sollecitare l'iniziativa privata; essi, nelle attuali circostanze, anche considerando i buoni risultati del 2022, sono insufficienti in entrambi i settori. Una politica che solleciti il risparmio verso

investimenti in attività produttive potrebbe consentire un'uscita dall'alto, ossia non a detrimento della crescita reale, dalla crisi inflazionistica in atto.

Le autorità precisano che i tempi di convergenza verso l'obiettivo del 2% saranno determinati dai comportamenti delle imprese nel fissare i prezzi dei beni e servizi e dei lavoratori nel richiedere aumenti salariali, per recuperare la riduzione del loro potere di acquisto. Viene suggerito dalle stesse autorità di puntare sulla crescita della produttività, principio sempre valido che, tuttavia, dipende dall'andamento della domanda aggregata, attualmente calante.

Una politica economica che intenda interrompere gli effetti a catena dell'inflazione dovrebbe cercare consenso distinguendo la parte esogena da quella endogena. Negli anni 1970, a seguito dell'aumento dei prezzi dell'energia, fenomeno che caratterizza anche l'attuale processo inflazionistico, furono distinte le spinte di provenienza esterna (la "tassa dello sceicco", che oggi sarebbe la "tassa di guerra") e quelle nascenti dall'interno (come fu la "scala mobile" e oggi i "vincoli all'offerta"), impegnandosi ad accettare le conseguenze sui redditi delle prime, con accordi che fissavano l'inflazione "programmata", e a rimuovere le cause delle seconde, operando sugli strumenti tradizionali.

I Governi hanno il potere, sovente invocato e talvolta praticato, di bloccare la trasmissione degli aumenti dei prezzi dei beni e dei servizi al costo dei fattori di produzione, capitale e lavoro; se però l'esercitano, come l'esperienza insegna, causano conseguenze negative al buon funzionamento dell'economia reale e finanziaria, producendo danni superiori a quelli della stessa inflazione. Un saggio esercizio del potere redistributivo degli oneri da inflazione richiede da parte delle istituzioni democratiche di valutare ogni componente del problema e di limitare interventi sequenziali volti a soddisfare le pressioni di parte. Abbattere l'inflazione senza creare depressione e squilibri sociali è compito assai arduo, che richiede un forte impegno politico nello scegliere un livello accettabile di equità distributiva, che trovi consenso nei cittadini e possa continuare a poggiare sulla capacità del mondo produttivo.

5 Il diverso impatto dell'inflazione e le sue possibili attenuazioni

Nel solo 2022 i prezzi dei beni di consumo sono cresciuti mediamente dell'8,7% (di cui il 5% attribuibile alle fonti di energia), il costo del lavoro dell'1%; il gettito tributario del 9,8% e il reddito disponibile del 6%.

Il *fine tuning* tra le istanze, pur ricercato dalle iniziative politiche prese, non ha per ora manifestato gli effetti attesi, né interrotto lo svolgersi del processo circolare che si instaura tra gli impulsi inflazionistici. Gli aumenti del costo della vita si sono trasmessi alla tassazione, ma non ai salari, che hanno finora mostrato maggiore rigidità. La ricchezza finanziaria continua a registrare un grave depauperamento del suo valore reale.

Pur tra le tante difficoltà, il capitale produttivo ha saputo e potuto reagire, migliorando la profittabilità e fungendo da serbatoio di valore dei risparmi in esso investito, mentre quella parte di risparmio che ha preso altre destinazioni non ha trovato analoga valorizzazione, alterando i programmi di ciclo vitale dei redditi e dei risparmi degli individui e delle famiglie, secondo le linee di pensiero che hanno valso a Franco Modigliani il Nobel per l'economia. Né l'assistenza pubblica, pur avendo agito, ha potuto compensare i danni causati dall'inflazione per i vincoli oggettivi all'aumento della spesa pubblica, delle entrate e dell'indebitamento. Le politiche fiscali, come quelle monetarie, non possono essere usate nella dimensione necessaria ad annullare gli effetti dell'inflazione sui bilanci degli individui e delle famiglie, sollecitando il ricorso a soluzioni alternative.

Tra queste soluzioni è ancora valida quella di costruire portafogli le cui attività mobiliari e immobiliari svolgano una funzione protettiva dall'inflazione dei programmi finanziari delle famiglie, a condizione che godano dello stesso trattamento normativo, compreso quello tributario. Anche la libera scelta delle monete di denominazione delle attività di portafoglio contribuirebbe a proteggere il risparmio dalle fluttuazioni dei cambi consuete in periodi di inflazione o di turbamenti geopolitici, come quello in corso. I dati a disposizione confermano la natura protettiva di una siffatta soluzione, nonostante permanga il

trattamento discriminante di norme accumulate nel tempo, ispirate da ideologie divergenti dallo scopo primario di saldare il risparmio all'attività produttiva e da esigenze contingenti di avvantaggiare una forma o un'altra di investimento. La neutralità di trattamento normativo non esclude che, per fronteggiare contingenze specifiche, si possano fare eccezioni, purché la loro durata sia di breve periodo, al fine di non indurre, come già avvenuto, distorsioni strutturali all'uso razionale del risparmio.

Tra le soluzioni tecniche che potrebbero migliorare la gestione dei portafogli e il funzionamento del mercato finanziario, vi è anche il ricorso all'uso di algoritmi prodotti dall'intelligenza umana "rafforzata" (termine più appropriato di "artificiale"), capaci di seguire gli andamenti anche settoriali dell'economia e, entro certi limiti, anticipare l'insorgere di shock facendo uso delle logiche neurali, di sciame e genetiche; esse, unitamente all'intelligenza "generativa" (come il *machine learning* e le *chatbot*), si sono rivelate adatte allo scopo di ben gestire il risparmio, purché regolate da norme che ne impongano l'uso razionale. Per raggiungere questo obiettivo occorre però risolvere il problema di stabilire il trattamento tecnico e giuridico della conservazione e dell'uso dei dati, piuttosto che delle forme che assumono gli strumenti virtuali; per questi resta valido il principio che a essi vada applicata, con i necessari distinguo, la stessa regolamentazione esistente per le attività e passività finanziarie tradizionali. Le innovazioni nel trattamento scientifico dei dati consentirebbero anche di condurre su basi oggettive un'efficace vigilanza preventiva da parte delle autorità, come pure delle imprese, per perseguire razionalmente i loro fini.

Per accelerare l'uso delle innovazioni tecnologiche, sarebbe anche opportuno sperimentare la figura dei *Board advisor*, che si è diffusa nei paesi anglosassoni. Essi parteciperebbero ai consigli di amministrazione senza diritto di voto per suggerire quale scegliere tra le numerose offerte di applicazione delle tecniche innovative. Questa figura aprirebbe nuovi spazi al sistema di consulenza finanziaria già esistente; sarà il mercato, come già accade per molte professioni, a indicare chi possiede le qualifiche necessarie.

Un'iniziativa congiunta tra le diverse autorità di vigilanza consentirebbe di ridurre il costo e aumentare l'efficacia della loro azione se realizzassero un sistema interfungibile di contabilità a registro decentrato e di accessibilità ai dati, da porre al servizio degli interessi collettivi. Come autorevolmente proposto, le banche centrali, per la presenza determinante che la moneta svolge nel mercato finanziario e nell'economia reale, dovrebbero fornire la necessaria infrastruttura tecnologica, curandone la sicurezza da attacchi esterni e mettendola a disposizione delle istituzioni che ne hanno necessità, secondo regole chiare e trasparenti da stabilire.

6 Le linee di un piano di azione da intraprendere

Dall'analisi fin qui condotta risulta che nel perseguimento efficace dei compiti affidati dall'ordinamento alla Consob concorre in misura significativa la politica monetaria, dal lato delle quantità e dei tassi dell'interesse che essa ha potere di fissare, e per la stretta relazione che stabilisce con il funzionamento del mercato finanziario, in particolare delle borse valori. A tal fine è necessario un riesame dell'architettura istituzionale entro cui moneta e finanza si devono muovere, per realizzare l'obiettivo comune di un uso del risparmio finalizzato alla crescita reale; questa è necessaria per affrontare il futuro del Paese nel contesto dell'invecchiamento della popolazione e del sostegno ai programmi di ciclo vitale dei redditi e dei risparmi individuali e familiari come forma di welfare privato compensativo di quello pubblico, costantemente in affanno. Il successo nel perseguire l'obiettivo dipende anche dalla decisione di creare un'unica moneta legale di conto e di assolvimento dei debiti "digitalizzata a registro decentrato", dall'estensione della stessa tecnica contabile agli strumenti finanziari tradizionali e dall'uso regolato dei metodi messi a punto e in continua evoluzione da parte della scienza di trattamento dei dati (le tecniche di Intelligenza Artificiale).

L'attuazione di questo disegno richiede un trattamento legale comune delle forme monetarie e finanziarie, ora squilibrato a favore delle prime, per la sottovalutazione del ruolo dominante delle seconde nello sviluppo economico moderno, soprattutto in

circostanze come quelle attuali. La dimensione del credito finanziario ha già sorpassato quella del credito bancario, la cui riduzione, dovuta ai timori di insolvenze e di un repentino ritiro dei depositi e, nell'eurosistema, all'attrazione esercitata dal *safe asset* a buon rendimento offerto dalla BCE, imporrebbe un ampliamento del credito alimentato da una o più forme di raccolta finanziaria la cui rimborsabilità sia compatibile con i tempi richiesti dalla liquidabilità degli investimenti con essa effettuati. La conoscenza dei tempi di probabile mantenimento della ricchezza finanziaria e della durata dei relativi investimenti diviene urgente.

In attesa di queste riforme, le recenti iniziative prese dal Governo vanno nella direzione giusta. Il Decreto Legge Fintech, appena convertito dal Parlamento, ha introdotto la facoltà per gli emittenti di avvalersi delle infrastrutture DLT di cui si è detto, e il disegno di legge sugli *"Interventi a sostegno della competitività dei capitali"*, ai cui contenuti la Consob ha contribuito, prevede incentivi alle imprese per ricorrere alle opportunità offerte dal mercato, come l'innalzamento del voto plurimo, nuovi modi di formazione dei consigli di amministrazione e degli organi di controllo societari, la fissazione dei tempi di risposta delle autorità alle iniziative di raccolta di risparmio sul mercato, l'obbligo di rilasciare pareri alle richieste avanzate alle autorità di vigilanza, la limitazione delle pratiche di *gold plating* e la concessione di maggiori deduzioni fiscali. Tra le motivazioni delle proposte avanzate vi sono anche la riduzione delle distorsioni causate dalla competizione normativa con l'estero, anche tributaria, e la rimozione dei vincoli causati da fattori che, per semplicità, definiremo di natura pre-razionale; questo secondo scopo andrebbe esplicitamente incluso nell'iniziativa intrapresa di educazione finanziaria dei cittadini.

Concludendo, moneta, banche e mercati dei capitali sono sospinti nella stessa direzione dalla forza della tecnologia, che già svolge un ruolo importante nello sviluppo reale e nella stabilità sociale. Diventa perciò urgente riconsiderare come riallineare oneri e regolamentazioni, anche fiscali, tra le diverse forme di investimento del risparmio, sanando distorsioni stratificatesi nel tempo e contrastando l'iniquità distributiva che essi determinano.

L'uomo contemporaneo vive in modo immersivo nell'ambiente tecnologico e il sapere tecnico trascina forme di esercizio del potere, che influenzano le relazioni interne tra cittadini di uno stesso paese e i rapporti internazionali tra popolazioni del Pianeta.

Le tecnologie non sono però tutte uguali e molte, una volta realizzate, diventano indecifrabili nei loro effetti di breve e, ancor più, di lungo andare.

Primo Levi scrisse: «*Non nasconderti dietro l'ipocrisia della scienza neutrale: sei abbastanza dotto da saper valutare se dall'uovo che stai covando sguscerà una colomba o un cobra o una chimera o magari nulla*».

Di questa sagacia si devono certamente dotare tutti, ma soprattutto le autorità delegate al benessere del Paese, avvalendosi di *advisor* esperti dell'"allineamento" tra gli obiettivi e i valori degli esseri umani e i risultati dei progressi di cui è autonomamente capace la tecnologia da essi creata. Non dobbiamo certo nasconderci dietro l'ipocrisia della scienza neutrale, ma neanche ignorare i suoi impatti negativi sull'umanità, senza però farci trascinare in un impossibile tentativo di bloccare il progresso tecnologico. Ci sarà sempre qualcuno o qualche paese che perseguirà tale progresso e chi non lo farà resterà indietro.

Non è mai successo che l'Italia non sia stata capace di affrontare le difficoltà, molte delle quali ben più gravi di quelle che attualmente viviamo. Non si vede motivo per cui non possa farlo anche nelle attuali difficili circostanze internazionali dove, tra l'altro, i venti di guerra si sono messi a spirare con più forza, sotto la spinta dei mai sopiti egoismi nazionali. Il Paese ha dato il meglio di sé in ogni epoca e in ogni circostanza. Perché oggi dovrebbe accadere il contrario, ben sapendo che disponiamo di risorse culturali e materiali che attendono solo di essere mobilitate?



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Incontro 2023 con il mercato finanziario

Discorso del Presidente
Prof. Paolo Savona

Milano, 9 giugno 2023



Nel 2022 la Consob ha continuato a svolgere il compito assegnatole dalla Legge e ha partecipato all'attività di ammodernamento della normativa di sorveglianza finanziaria, alla definizione della regolamentazione per la sostenibilità ambientale, più in generale per l'ESG, per la digitalizzazione degli strumenti finanziari e per la nascita del mercato unico europeo dei capitali





Il risparmio, la cui incentivazione e tutela è un valore riconosciuto dalla Costituzione, resta l'oggetto principale dell'attività della Consob volta a contribuire, attraverso un corretto funzionamento del mercato finanziario, alla stabilità economica e sociale di un Paese che invecchia e ha perciò bisogno di incrementare la crescita reale per sostenere il livello di benessere generale raggiunto e migliorarne la distribuzione tra i cittadini



Le esportazioni restano il motore della crescita, ma per poterle sostenere è necessario un contesto internazionale favorevole agli scambi, che si va però spostando dal libero scambio globale e dal benessere sociale di tutte le popolazioni della Terra alla sicurezza nazionale e alla lotta al cambiamento climatico

Le nostre ragioni di scambio restano favorevoli e disponiamo di una ricchezza finanziaria comparativamente elevata



Il resto del mondo beneficia dell'abbondanza del nostro risparmio, come dimostrano i conti finanziari e un solido equilibrio patrimoniale con l'estero, che manca a molti importanti paesi nostri concorrenti



La capacità di resistenza delle nostre esportazioni e del risparmio non viene tenuta in sufficiente considerazione, soprattutto all'estero, mentre richiede di essere considerata da una ragione scevra di pregiudizi



Dal 2008 la politica monetaria ha fronteggiato gli effetti deflazionistici della caduta della produzione e della domanda aggregata, facendosi carico di garantire anche la stabilità finanziaria, creando una più stretta dipendenza tra il governo della moneta e quello dell'economia reale e finanziaria

Questa situazione richiede una riconsiderazione dell'architettura istituzionale oggi basata, per la moneta, sull'indipendenza delle scelte delle autorità monetarie, e per le attività finanziarie, sulla presenza di autorità di sorveglianza la cui indipendenza non beneficia di un riferimento democratico parimenti solido rispetto a quello della moneta





L'irrompere sul mercato delle *cryptocurrency* e delle piattaforme di loro negoziazione e integrazione con gli strumenti finanziari tradizionali ha accresciuto le difficoltà delle autorità di trovare una soluzione ai problemi correlati alla diffusione di questi strumenti virtuali



In materia sono stati proposti o varati alcuni provvedimenti, ma manca una trattazione congiunta degli strumenti e delle tecnologie contabili a registro decentralizzato (*DLT/blockchain*). In particolare, l'efficacia dei provvedimenti regolatori adottati necessita di un chiarimento sulla “neutralità tecnologica” da essi dichiarata

Un contributo alla soluzione congiunta del problema passa dall'applicazione di queste tecniche contabili alla creazione di forme nuove di moneta ufficiale – denominate “digitali” o CBDC (*Central Bank Digital Currency*) – che, se opportunamente regolate, consentirebbero di escludere l'uso monetario legale delle *cryptocurrency*



La conseguenza sarebbe quella di reindirizzare l'operatività delle banche di deposito nell'alveo della gestione del risparmio, senza però privarle della possibilità di continuare le loro prestazioni nel sistema dei pagamenti in regime di concorrenza

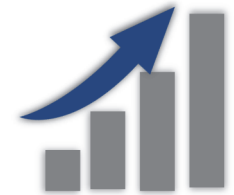


Le scelte di politica monetaria beneficerebbero di una più diretta trasmissione dei propri effetti all'economia reale e le gestioni delle banche sarebbero tali da governare l'equilibrio tra le scadenze dei loro passivi e attivi (il *matching*), la cui alterazione è la causa principale di molte crisi bancarie e fonte di rischi sistemici



Le stesse innovazioni di tenuta decentrata dei conti finanziari, per le quali viene usato il termine *tokenizzazione*, si vanno diffondendo agli strumenti tradizionali con vantaggi di costo e di rapidità nei tempi di attuazione delle operazioni totalmente decartolarizzate, soprattutto di quelle con l'estero

Nel 2021, a seguito del superamento dei vincoli alla produzione dovuti alla pandemia, la rapida ripresa della domanda aggregata ha trovato abbondante liquidità e immediato riflesso sui prezzi dell'energia, sospingendo l'inflazione. Le autorità monetarie sono state indotte a ridare priorità al loro mandato originario, definendolo “normalizzazione”



La politica monetaria ha operato soprattutto dal lato dei tassi dell'interesse, dopo che essi erano rimasti per anni prossimi a zero e avevano sostenuto investimenti e produzione anche a basso rendimento, che oggi si trovano in difficoltà

La pluralità delle istanze da conciliare ha creato una situazione in cui la coperta corta è stata tirata da una parte o dall'altra dei diversi contenuti della politica economica alla ricerca di un *fine tuning*

Parte del peso sopportato dalla politica monetaria nella ricerca della stabilità reale e finanziaria è stato alleggerito dall'avvio di politiche fiscali generose, tra le quali in Europa la NGEU (da noi PNRR)



L'inflazione si è però mantenuta fuori linea rispetto alle previsioni avanzate, ma le autorità monetarie hanno ribadito che la loro azione resta orientata al raggiungimento del target del 2% da esse stabilito. A fare le spese del degrado monetario sarà il risparmio finanziario, in ogni sua forma

L'inflazione è come un'Idra dalle molte teste.
La politica non dispone di un Eracle, il gigante mitologico che l'affrontò, né di uno Iolao, che cauterizzava con il fuoco le teste tagliate per impedire che ricrescessero



La via normalmente ricercata per evitare la depressione innata nell'inflazione e nell'uso degli strumenti con cui viene curata, è quella di accrescere gli investimenti pubblici e sollecitare l'iniziativa privata; essi, nelle attuali circostanze, anche considerando i buoni risultati del 2022, sono insufficienti in entrambi i settori



Una politica che solleciti il risparmio verso investimenti in attività produttive potrebbe consentire un'uscita dall'alto, ossia non deflazionistica, dalla crisi inflazionistica in atto



Abbatere l'inflazione senza creare depressione e squilibri sociali è compito assai arduo, che richiede un forte impegno politico nello scegliere un livello accettabile di equità distributiva, che trovi consenso nei cittadini e possa continuare a poggiare sulla capacità del mondo produttivo



Nel 2022,

- > i prezzi al consumo sono cresciuti dell'**8,7%**
(5% per la sola energia),
- > il costo del lavoro dell'**1%**,
- > il gettito tributario del **9,8%**,
- > il reddito disponibile del **6%**



La ricchezza finanziaria continua a registrare un grave depauperamento del suo valore reale



Pur tra le tante difficoltà, il capitale produttivo ha saputo e potuto reagire, migliorando la profittabilità e fungendo da serbatoio di valore dei risparmi in esso investito, mentre quella parte di risparmio che ha preso altre destinazioni non ha trovato analoga valorizzazione, alterando i programmi di ciclo vitale dei redditi e dei risparmi degli individui e delle famiglie



Stretta monetaria e allargamento fiscale non hanno raggiunto lo scopo di ridurre gli effetti dell'inflazione. Occorre attivare altri strumenti, tra i quali quello di costruire portafogli le cui attività mobiliari e immobiliari svolgano una funzione protettiva dall'inflazione dei programmi finanziari delle famiglie, a condizione che godano dello stesso trattamento normativo, compreso quello tributario

Tra le soluzioni tecniche vi è anche il ricorso all'uso di algoritmi creati dall'intelligenza umana "rafforzata" (termine più appropriato di "artificiale"), capaci di seguire gli andamenti anche settoriali dell'economia e, entro certi limiti, anticipare l'insorgere di *shock* esogeni



Per accelerare l'uso delle innovazioni tecnologiche, sarebbe opportuno sperimentare la figura dei *Board advisor*, che si è diffusa nei paesi anglosassoni. Essi aiuterebbero i consigli di amministrazione a scegliere tra le numerose applicazioni delle tecniche innovative, aprendo nuovi spazi al sistema di consulenza finanziaria già esistente



Un'iniziativa congiunta tra le diverse autorità di vigilanza consentirebbe di ridurre il costo e di aumentare l'efficacia della loro azione se realizzassero un sistema interfungibile di contabilità a registro decentrato e di accessibilità ai dati, da porre al servizio degli interessi collettivi

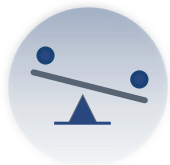


Le banche centrali, per la presenza determinante che la moneta svolge nel mercato finanziario e nell'economia reale, dovrebbero fornire la necessaria infrastruttura tecnologica, curandone la sicurezza da attacchi esterni e mettendola a disposizione delle istituzioni che ne hanno necessità, secondo regole chiare e trasparenti da stabilire

Concludendo

- Per realizzare l'obiettivo di un uso del risparmio finalizzato alla crescita reale, è necessario un riesame dell'architettura istituzionale entro cui moneta e finanza si devono muovere
- Il successo nel perseguire l'obiettivo dipende anche dalla decisione di creare un'unica moneta legale di conto e di assolvimento dei debiti "digitalizzata a registro decentrato", dall'estensione della stessa tecnica contabile agli strumenti finanziari tradizionali e dall'uso regolato e in continua evoluzione delle tecniche di Intelligenza Artificiale





Questo disegno richiede un trattamento legale comune delle forme monetarie e finanziarie, ora squilibrato a favore delle prime, perché si sottovaluta il ruolo dominante che le seconde svolgono nello sviluppo economico moderno, soprattutto in circostanze come quelle attuali



La dimensione del credito finanziario ha già sorpassato quella del credito bancario, la cui riduzione imporrebbe un ampliamento del credito alimentato da forme aventi scadenze che combacino, per evitare crisi da *mismatching*

In attesa di queste riforme, le recenti iniziative prese dal Governo vanno nella direzione giusta. Il Decreto Legge Fintech, appena convertito dal Parlamento, ha introdotto la facoltà degli emittenti di avvalersi delle infrastrutture DLT di cui si è detto, e il disegno di legge sugli *“Interventi a sostegno della competitività dei capitali”* prevede incentivi alle imprese per ricorrere alle opportunità offerte dal mercato

Moneta, banche e mercati dei capitali sono sospinti nella stessa direzione dalla forza della tecnologia, che già svolge un ruolo importante nello sviluppo reale e nella stabilità sociale





L'uomo contemporaneo vive in modo immersivo nell'ambiente tecnologico e il sapere tecnico trascina forme di esercizio del potere che influenzano le relazioni interne tra cittadini di uno stesso paese e i rapporti internazionali tra popolazioni del Pianeta

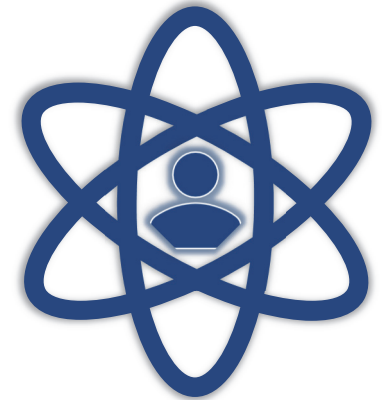


La tecnologie non sono però tutte uguali e molte, una volta realizzate, diventano indecifrabili nei loro effetti di breve e, ancor più, di lungo andare

Primo Levi scrisse:

*Non nasconderti dietro l'ipocrisia della scienza neutrale:
sei abbastanza dotto da saper valutare se dall'uovo che stai covando
sguscerà una colomba o un cobra o una chimera o magari nulla*

Di questa sagacia si devono certamente dotare tutti,
ma soprattutto le autorità delegate al benessere
del Paese, avvalendosi di *advisor* esperti
«dell'allineamento» tra obiettivi e valori degli esseri
umani e i risultati dei progressi di cui è autonomamente
capace la tecnologia da essi creata



Non è mai successo che l'Italia non sia stata capace di affrontare le difficoltà. Non si vede motivo per cui non possa farlo anche nelle attuali difficili circostanze internazionali. Il Paese ha dato il meglio di sé in ogni epoca e in ogni circostanza.

Perché oggi dovrebbe accadere il contrario, ben sapendo che disponiamo di risorse culturali e materiali che attendono solo di essere mobilitate?

© Paolo Savona