

Gli scenari economici e regolamentari nella Relazione Consob: alcuni spunti di riflessione

Prof. Giorgio Di Giorgio
Dipartimento di Economia e Finanza
LUISS Guido Carli, Roma

Roma, 12 maggio 2014



1 - Gli scenari economici

Un quadro macro di lungo termine

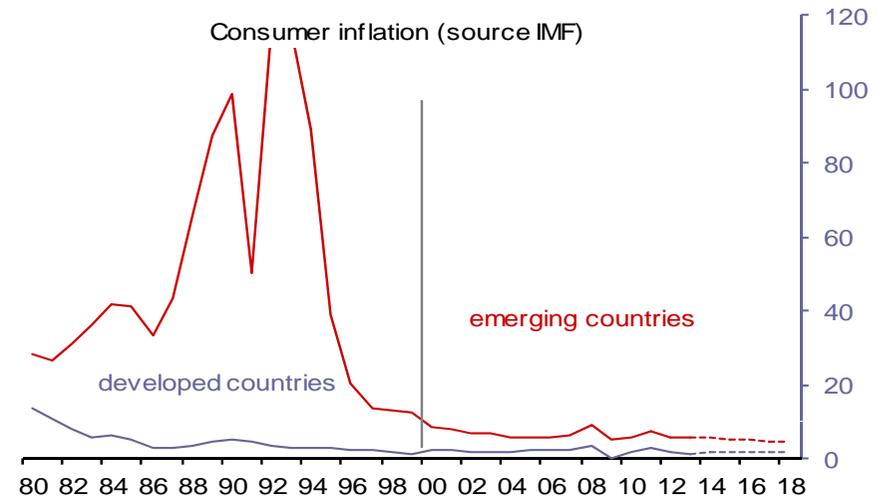
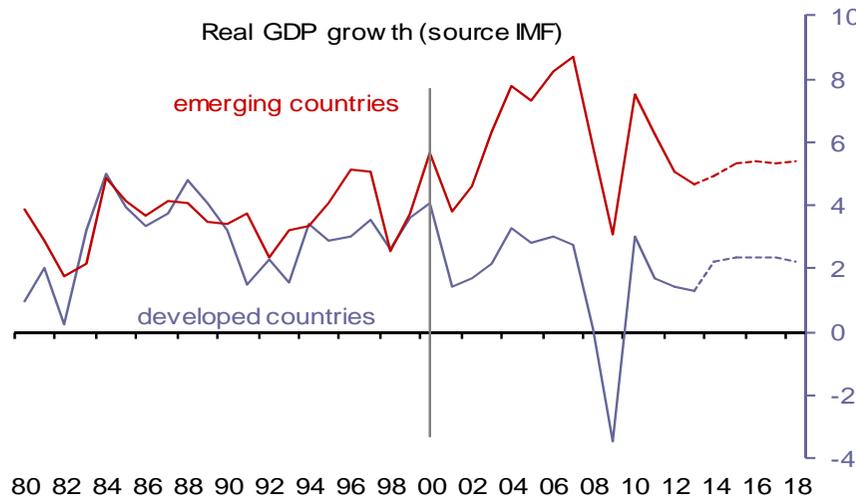
L'accelerazione della crescita nei paesi emergenti parte nel nuovo millennio, quando l'inflazione è posta sotto controllo.

Real GDP growth

	'80s	'90s	'00-'07	'08-'13	'14 estim	'15 estim
World Economy	3.2	3.1	4.2	2.9	3.6	3.9
Developed countries	3.1	2.8	2.6	0.7	2.2	2.3
Emerging countries	3.5	3.7	6.6	5.4	4.9	5.3

Consumer inflation

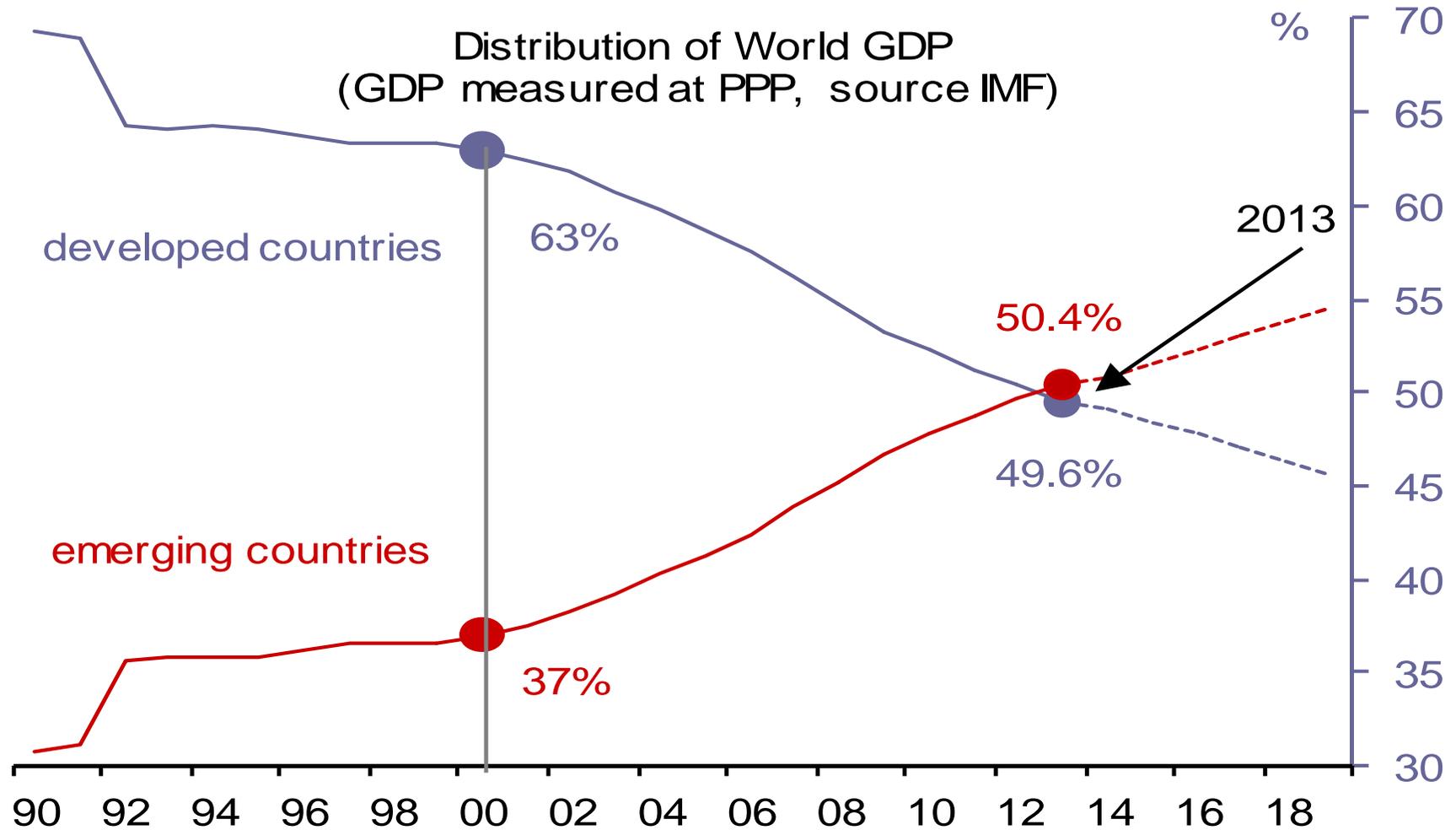
	'80s	'90s	'00-'07	'08-'13	'14 estim	'15 estim
World Economy	16.6	18.2	3.9	4.1	3.5	3.4
Developed countries	6.5	2.9	2.1	1.9	1.5	1.6
Emerging countries	43.6	57.0	6.7	6.6	5.5	5.2



Source: IMF

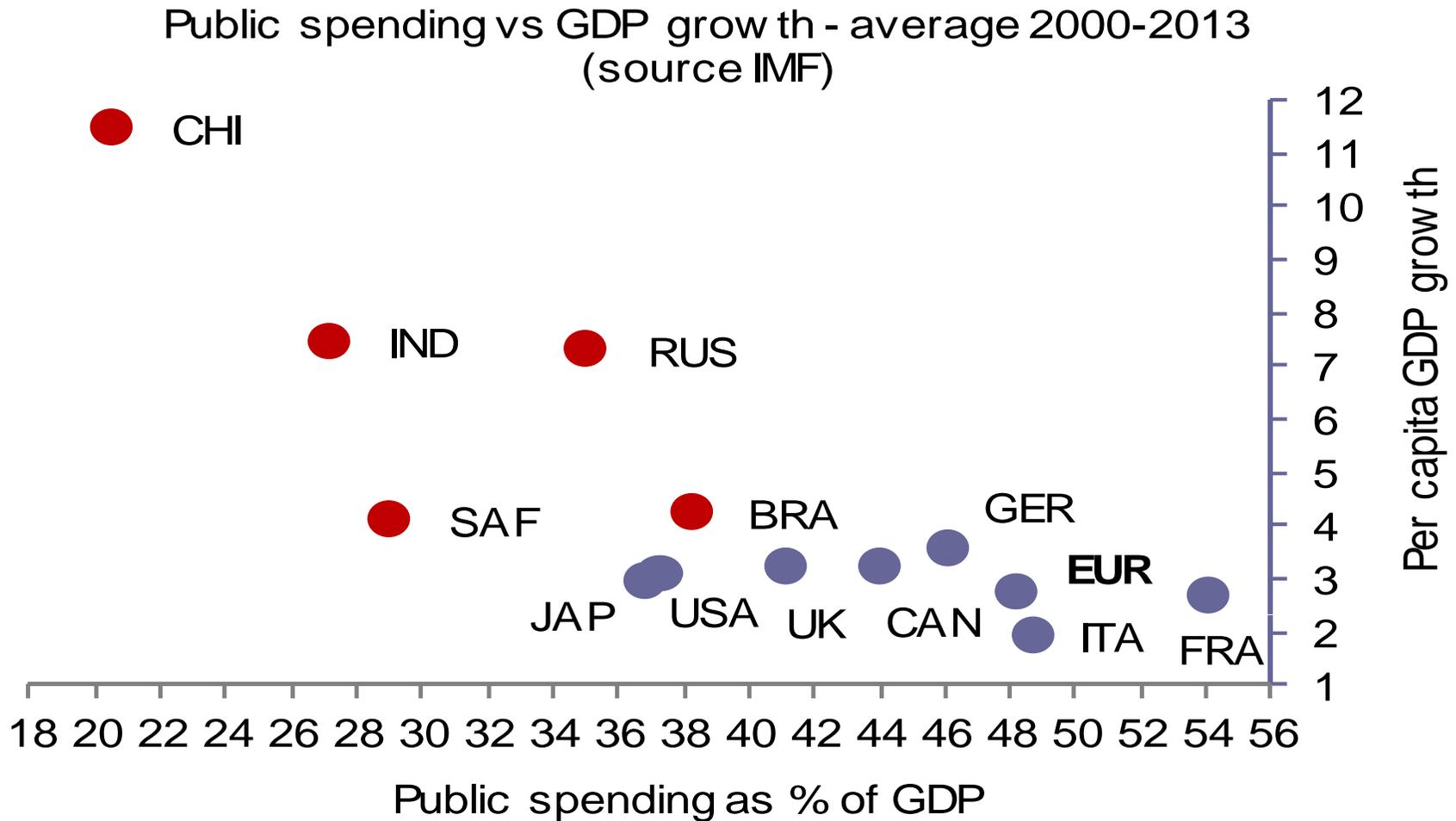
Chi guida la crescita globale?

Gli emergenti producono oltre il 50% del PIL mondiale e contribuiscono per circa il 70% alla sua crescita



Il ruolo della spesa pubblica

Un binomio alta crescita e governi «magri»?

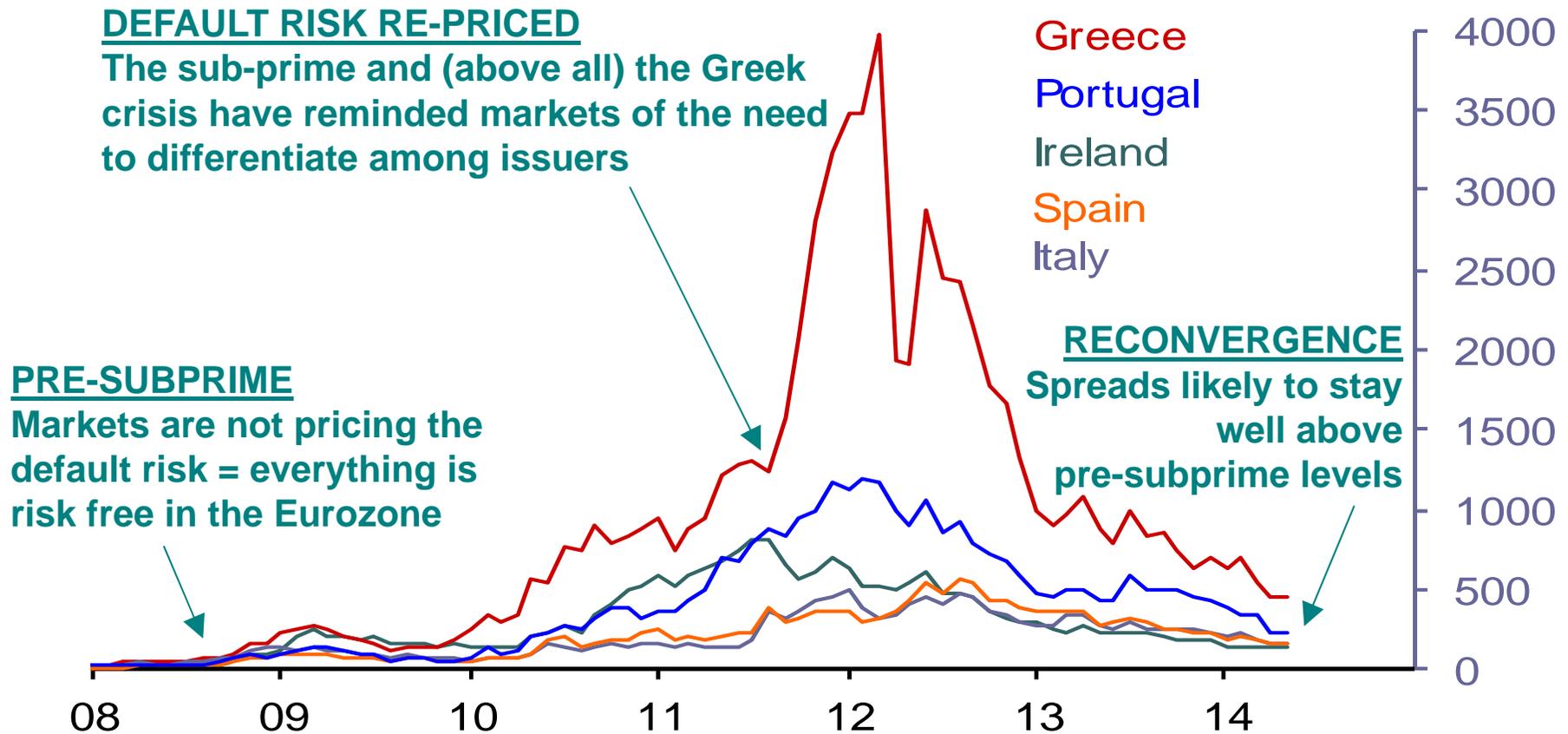


L'Area dell'Euro e la «legacy» del 2011



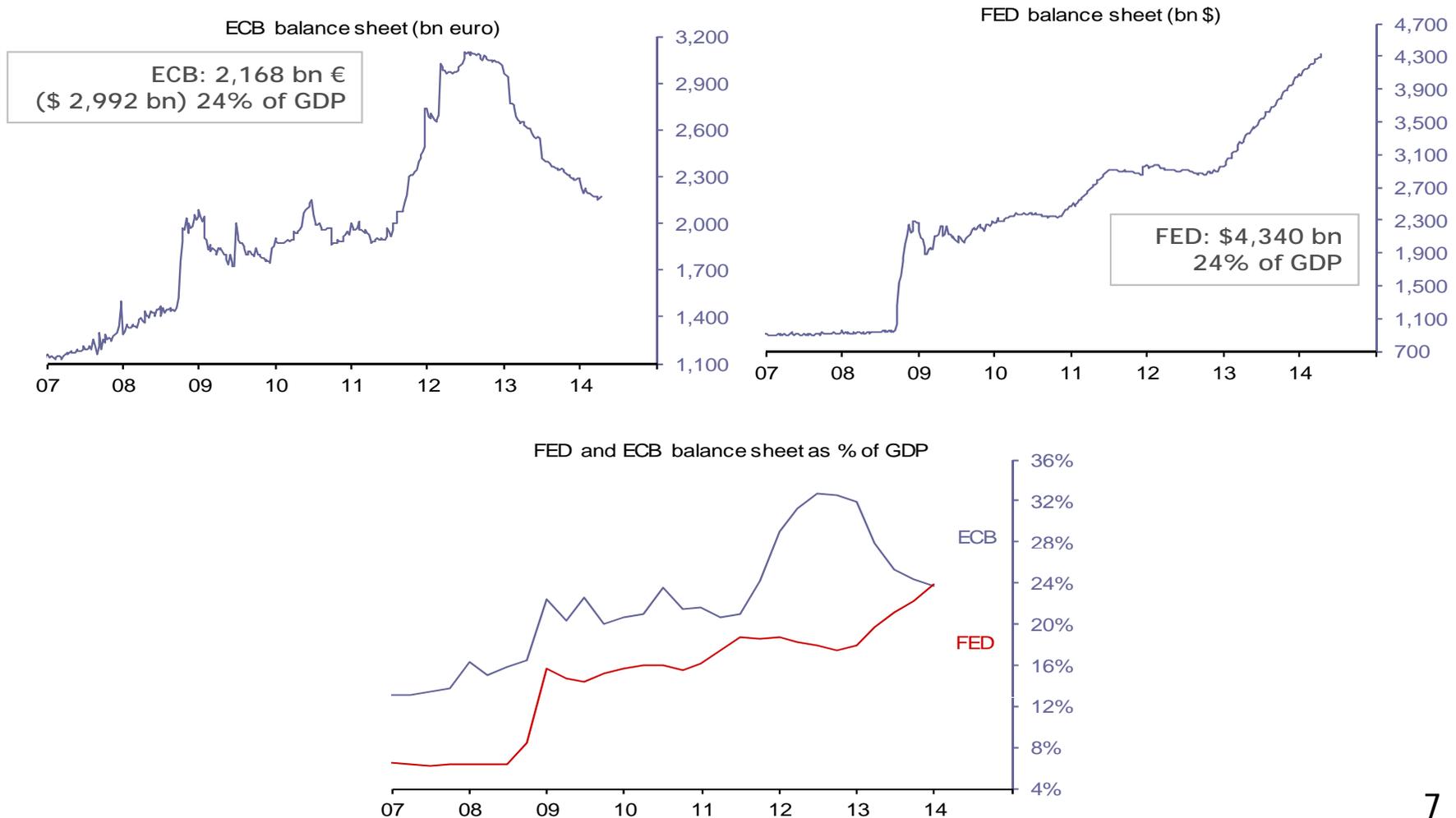
Gli spreads tornano a prezzare il rischio dopo Lehman e la crisi dei debiti sovrani

Spread vs Bund (10 year, bps)



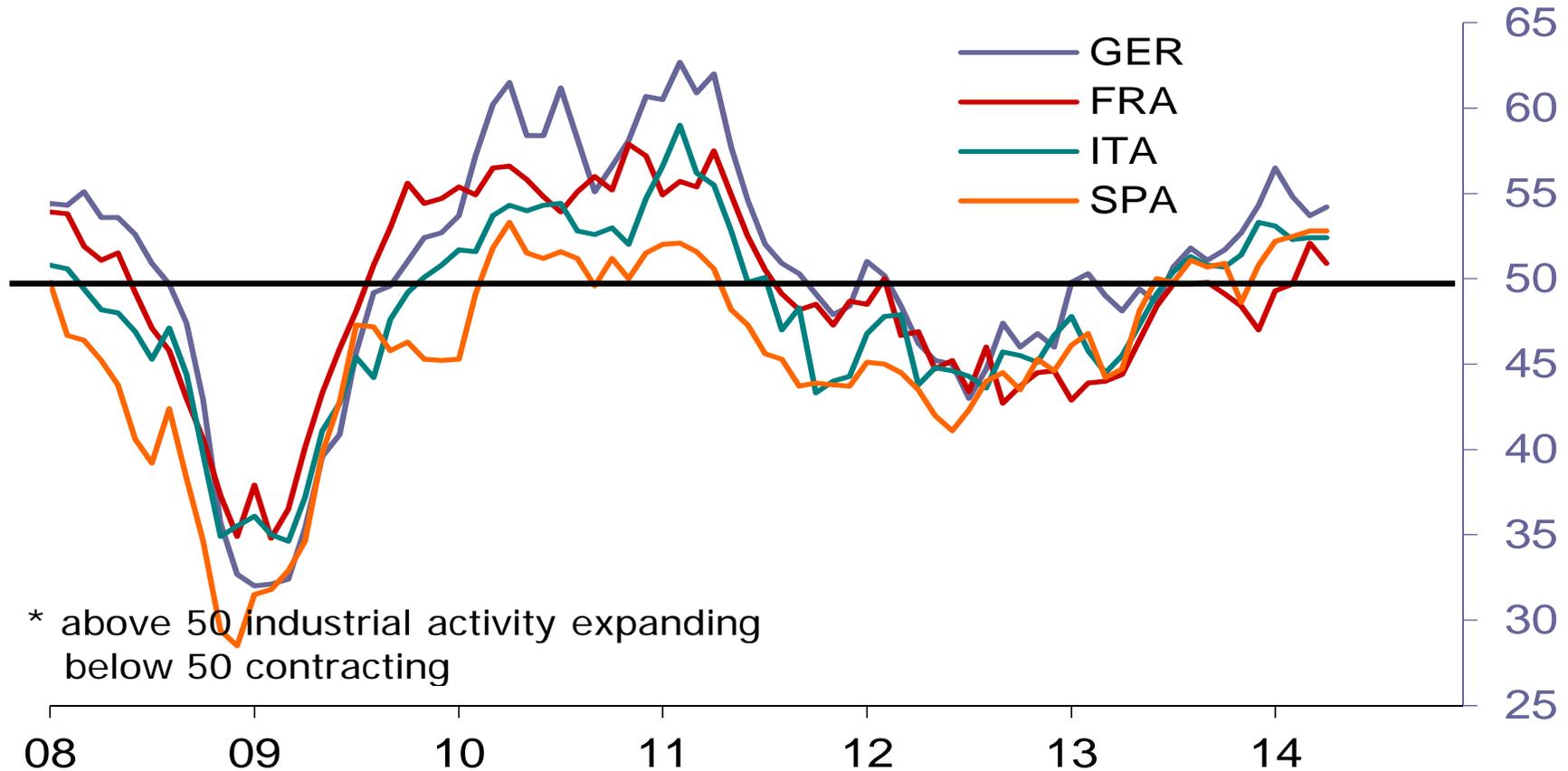
Il ruolo delle politiche monetarie

La dimensione del bilancio della BCE è notevolmente cresciuta, ma si sta già contraendo con la restituzione da parte delle banche dei fondi ottenuti con le *Long Term Refinancing Operations* (LTROs) del 2011-2012. La Fed, al contrario, sta continuando ad espandere il suo bilancio, con il terzo round di *Quantitative Easing QE3*, oggi in fase di *tapering*.



Temi per il 2014: primi segnali di recupero per il settore manifatturiero in Europa

Confidence in the manufacturing sector (PMI surveys)



L'Italia e i suoi problemi strutturali



- ❑ Bassa produttività
- ❑ Bassa competitività
- ❑ Mercato del lavoro e mercato dei beni inefficienti
- ❑ Peso eccessivo delle PMI, e in particolare delle micro-imprese
- ❑ Burocrazia eccessiva, settori dei servizi altamente regolati e protetti
- ❑ Servizi pubblici locali costosi e inefficienti
- ❑ Inadeguatezza delle infrastrutture (materiali e immateriali)
- ❑ Alti costi della politica e troppi livelli decisionali (con coordinamento inefficiente)
- ❑ Mancanza di procedure di valutazione e intervento sulla spesa pubblica
- ❑ Troppe leggi, scarso *enforcement*
- ❑ Giustizia lenta e inefficiente
- ❑ Elevata pressione fiscale su famiglie e imprese
- ❑ Bassa spesa sociale, se si escludono le pensioni

... l'Italia ha perso diverse posizioni nel ranking "Doing Business" della World Bank



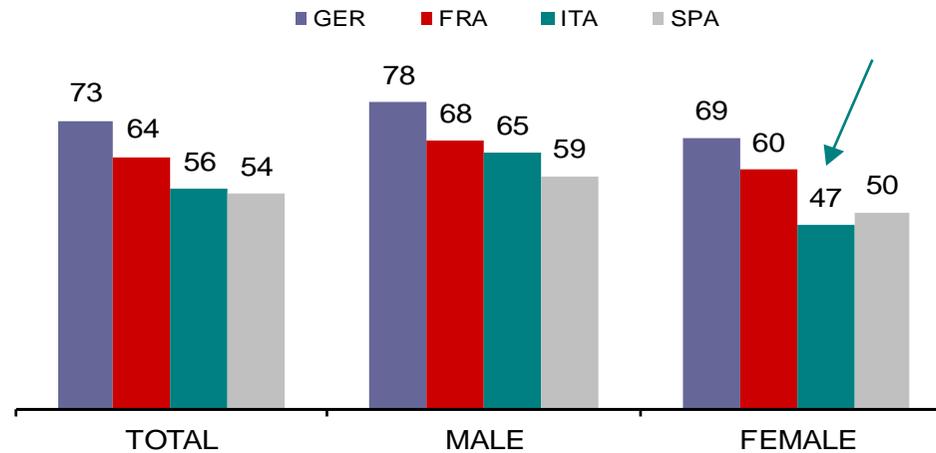
Dinamiche del PIL pro-capite nel lungo periodo (variazioni percentuali)

	Italy	Euro Area	USA	France	Germany	UK	Spain	Japan
1951-60	5.4	4.3	1.8	3.7	7.1	2.3	3.5	7.6
1961-70	4.9	3.7	3.0	4.4	3.5	2.2	6.3	8.9
1971-80	3.1	2.4	2.2	2.7	2.7	1.8	2.4	3.3
1981-90	2.4	1.8	2.4	1.9	2.0	2.9	2.6	4.1
1991-00	1.6	1.4	2.2	1.6	1.5	2.8	2.5	0.9
2001-10	0.0	0.4	0.7	0.5	1.0	1.1	0.6	0.7
2011-13	-1.5	0.0	1.4	0.3	2.0	0.1	-1.0	1.0

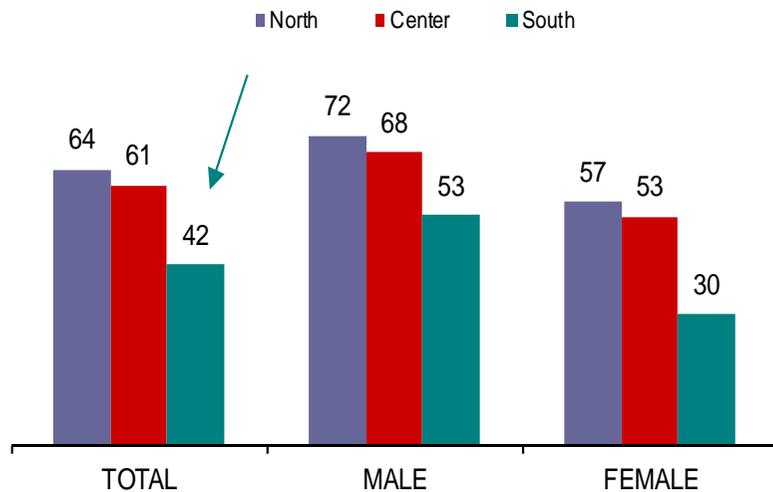
Aumentare l'occupazione femminile, giovanile e nel Sud



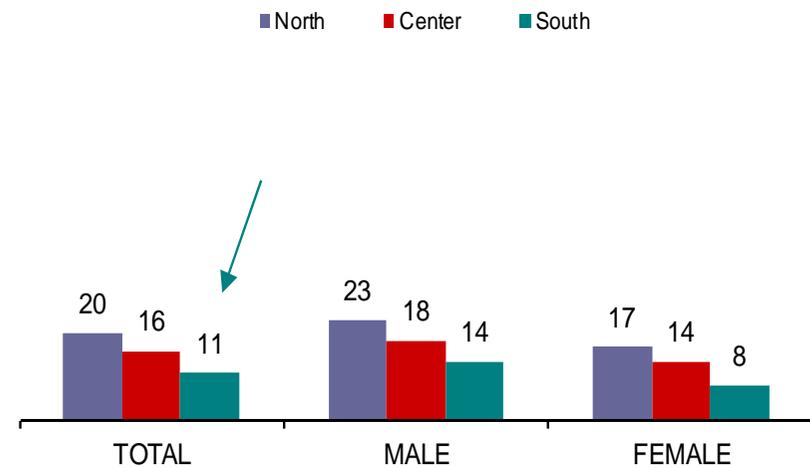
Employment rates (source Eurostat, 2013 figures)



Italy: employment rates (source Istat, Q4 '13 figures)



Italy: employment rates, youngs 15 and 24 years (source Istat, Q4 '13 figures)



Un problema di incentivi-disincentivi?



- ❑ Efficienza e competitività dipendono da innovazioni di prodotto e di processo
- ❑ In Italia, la spesa del settore privato (più ancora di quella del settore pubblico) in R&S è molto inferiore rispetto ad altri paesi industrializzati
- ❑ Il sistema produttivo ha resistito al cambiamento e alle necessarie trasformazioni settoriali, rimanendo pericolosamente esposto alle pressioni competitive dai paesi emergenti
- ❑ La piccola dimensione delle imprese italiane (che certamente ha un impatto su R&S e limita il peso sui settori *high-tech*) è forse una risposta razionale alla struttura esistente di incentivi creati dal sistema, più che un segnale di un capitalismo miope
- ❑ Infatti, le piccole imprese hanno ricevuto sistematicamente sussidi e sono state protette da una legislazione e da pratiche favorevoli e *biased* in materia di fisco e contabilità, mercato del lavoro, sostegno al credito; inoltre, sono state frequentemente esentate da controlli e monitoraggi ordinari
- ❑ Interventi di policy sono quindi possibili e necessari



Il cambiamento possibile...



- ❑ Dato il nostro debito pubblico, il consolidamento fiscale è inevitabile
- ❑ Una riduzione della spesa pubblica è necessaria per poter abbassare la pressione fiscale
- ❑ Serve inoltre una ricomposizione della spesa pubblica: più investimenti in infrastrutture e capitale umano, riduzione di spesa corrente attraverso eliminazione di sussidi e ricerca di efficienza nella PA
- ❑ Per stimolare innovazione e dinamismo necessari più capitale di rischio e una riforma fiscale
- ❑ Queste misure devono essere accompagnate da azioni di supporto alla crescita basate su:
 - Correzione degli incentivi distorti
 - Apertura di spazi di mercato: dismissioni, privatizzazioni, focus sui servizi pubblici locali, con regole chiare e monitoraggio pubblico
 - Migliorare i risultati della PA a parità di costi - mobilità inter-istituzionale del lavoro in un raggio di 50km
 - Processi più rapidi, per garantire l'*enforcement* dei contratti
- ❑ **Messaggio chiave: utilizzare gli strumenti di politica economica per creare incentivi corretti per le azioni individuali**

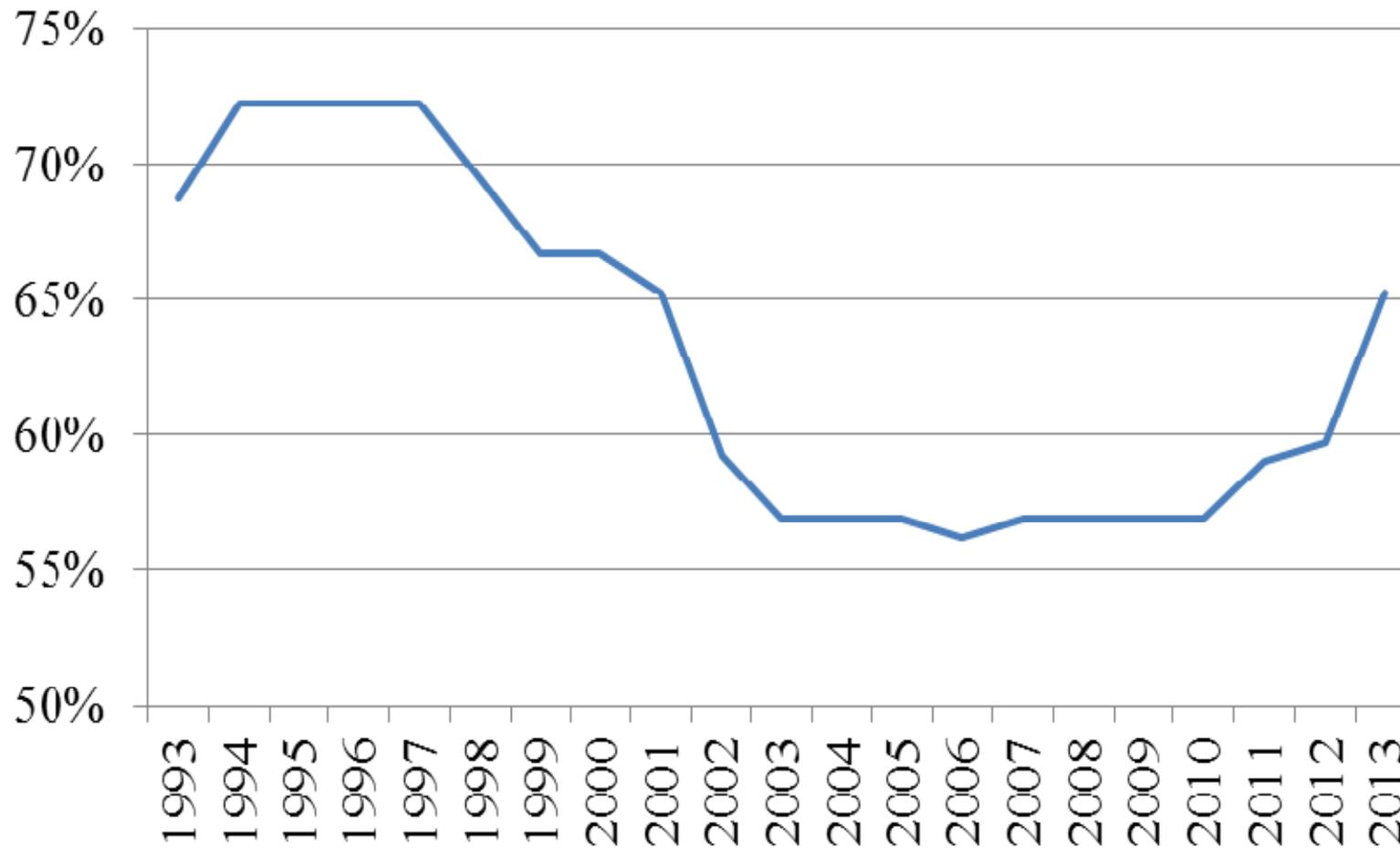


2 - Gli scenari regolamentari

Trend globale recente: espansione del ruolo delle banche centrali

- Tra la fine degli anni '90 e la crisi finanziaria globale del 2008, il successo del modello del regolatore unico aveva indebolito il peso della banca centrale nell'architettura istituzionale della vigilanza
- In diversi paesi avanzati la banca centrale aveva compiti di tutela della macro-stabilità, ma non la vigilanza micro-prudenziale
- Dopo la crisi del 2008, il trend si inverte: indebolimento del modello del regolatore unico e incremento dei poteri di vigilanza delle banche centrali, sia macro- che micro-prudenziali, inclusa la supervisione delle istituzioni finanziarie sistemiche e, in alcuni paesi, degli intermediari finanziari non-bancari
- Le banche centrali hanno quindi un ruolo cruciale e crescente nei nuovi assetti della vigilanza, sia in Europa (BCE e BoE) che negli Stati Uniti (FED)

Quota di paesi in cui la banca centrale ha poteri di vigilanza micro-prudenziale (campione di 36 paesi avanzati)





□ Nell' Unione europea è stato creato nel 2010 uno *European System of Financial Supervision* (ESFS), che include:

- l' *European Systemic Risk Board* (ESRB), nuovo organismo per la vigilanza macro-prudenziale, gestito dalla BCE
- tre *European Supervisory Authorities* (ESA), autorità per la regolamentazione micro-prudenziale, di natura settoriale, costruite sulle tre precedenti autorità "di terzo livello":
 - *European Banking Authority* (EBA) per il settore bancario
 - *European Securities and Markets Authority* (ESMA) per il settore mobiliare
 - *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) per assicurazioni e fondi pensione

□ Nell' Area Euro, radicale trasformazione degli assetti della vigilanza bancaria con il progetto di unione bancaria: nell' ambito del *Single Supervisory Mechanism* la BCE diventa responsabile della supervisione diretta delle banche sistemiche (circa 130), che rappresentano l' 85% del totale degli attivi bancari



❑ Modello per finalità

- Banca d'Italia: stabilità
- Consob: trasparenza
- Antitrust: concorrenza

❑ Permangono tuttavia alcune caratteristiche del modello settoriale

- IVASS (Banca d'Italia): assicurazioni
- COVIP: fondi pensione

❑ Inoltre, micro-autorità (es. APF e OAM)

❑ Spazi per semplificazione e razionalizzazione: three-four peaks puro?

Qualche riflessione sui modelli di regolamentazione e vigilanza



□ Due domande fondamentali:

- il nuovo assetto europeo di regolamentazione e vigilanza è ottimale?
- il nuovo assetto europeo di regolamentazione e vigilanza è coerente con gli assetti nazionali?

□ I modelli conosciuti:

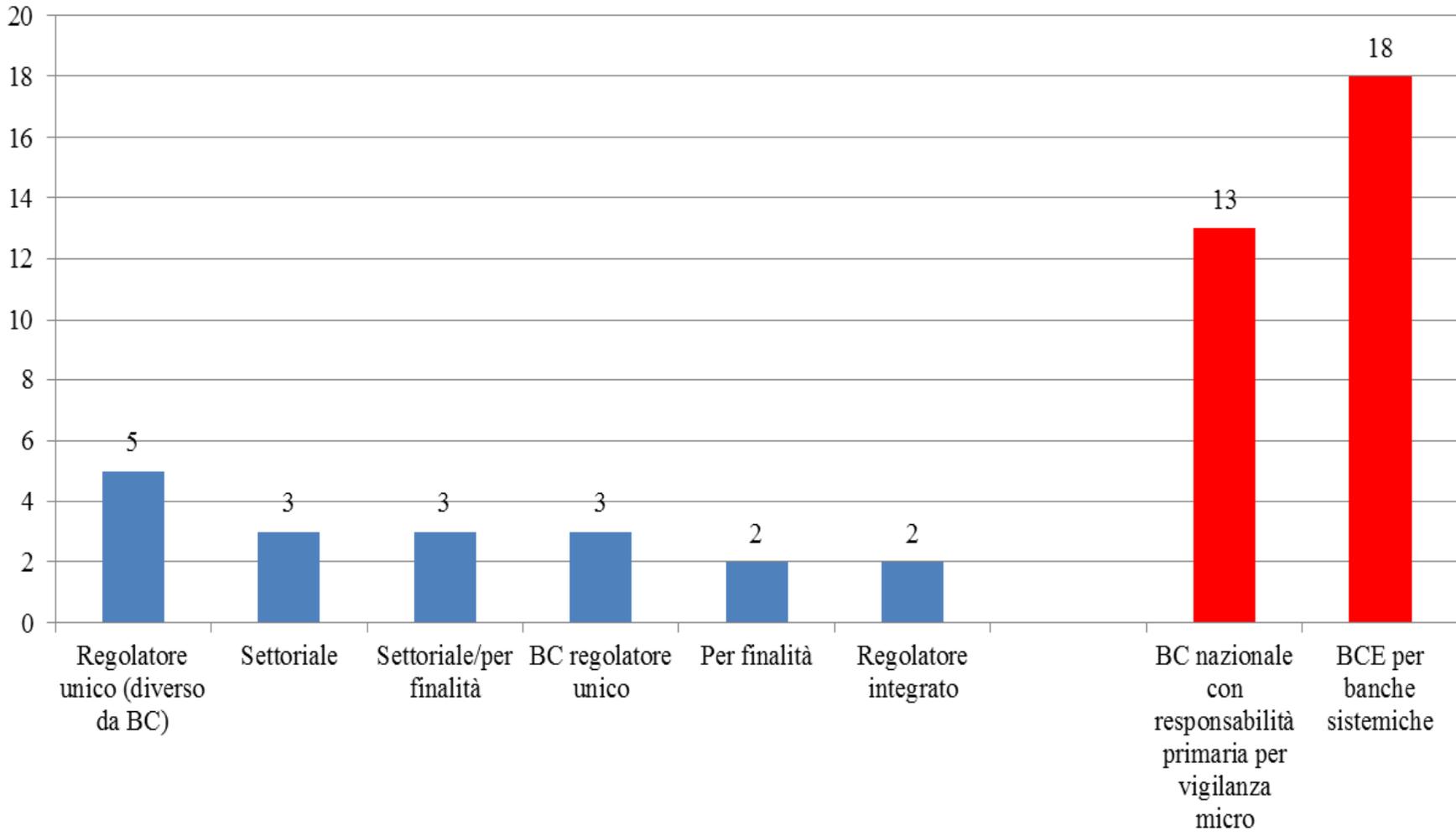
- **Settoriale:** un'autorità per ciascun settore - banche, assicurazioni e mercato mobiliare
- **Per finalità:** un'autorità per la stabilità e un'autorità per la trasparenza: **twin peaks** - **three peaks** se si include l'autorità per la tutela della concorrenza
- **Regolatore integrato per settori:** un'autorità per due dei tre settori (es. banche e assicurazioni banche e mercato mobiliare, etc.)
- **Regolatore unico:** autorità unica di vigilanza per l'intero mercato finanziario, separata dalla banca centrale oppure collocata all'interno della banca centrale
- **Regolatori per funzioni** (es. sistema dei pagamenti, *pooling* e trasferimento di fondi, risk management) o per attività (es. *lending*, *deposit-taking*, *asset management*) - scarso successo, implementazione complessa

Esiste un modello ottimale?

- ❑ Tutti i modelli presentano vantaggi e svantaggi: la crisi ha indicato che nessuno di questi modelli è necessariamente migliore degli altri
- ❑ Prima della crisi del 2008, largo consenso per il «regolatore unico», in particolare per l'approccio *cross-sector* sull'intero mercato finanziario e per le possibili economie di scale e scopo.
- ❑ L'attribuzione alla banca centrale di poteri micro-prudenziali può comportare benefici ma anche rischi. Prima del 2008 il peso attribuito ai possibili rischi aveva superato quello attribuito ai possibili benefici: vigilanza spesso separata da politica monetaria, anche a livello di area euro – BCE responsabile solo per politica monetaria
- ❑ La crisi finanziaria del 2008 ha mostrato lacune e un *mismatch* nell'allocazione delle funzioni di macro e micro vigilanza: micro-stabilità non garantisce macro-stabilità.
- ❑ Dopo la crisi, ripensamento degli assetti di vigilanza, soprattutto con riferimento al ruolo della banca centrale. Enfatizzati i benefici del coinvolgimento delle banche centrali nella vigilanza micro (ma questo non elimina i rischi).



La struttura della vigilanza finanziaria nei 18 paesi dell'area euro (numero di paesi, 2014)



Il nuovo assetto della vigilanza europea è compatibile con i modelli nazionali?

- ❑ La BCE assume uno status unico e un ruolo molto forte nella nuova architettura della vigilanza
- ❑ In 13 dei 18 paesi dell'area euro la banca centrale ha compiti di vigilanza micro: da questo punto di vista la creazione dello strato europeo di vigilanza micro affidata alla BCE appare coerente con l'orientamento prevalente negli stati membri dell'area euro
- ❑ I poteri di vigilanza delle banche centrali nazionali saranno drasticamente ridotti a beneficio della BCE - ma le banche centrali nazionali partecipano al *Supervisory Board* con un proprio rappresentante e fanno parte del SSM, come anche i regolatori bancari diversi dalla BCE
- ❑ Manca un'autorità europea per la trasparenza che abbia lo stesso peso della BCE, con possibili implicazioni anche «relazionali» per le singole autorità nazionali per la trasparenza

Dopo la banking union, una financial union?



- La sovrapposizione della struttura europea e di quelle nazionali di vigilanza rende il sistema particolarmente complesso - auspicabili una semplificazione ed una razionalizzazione

- L'unione bancaria potrebbe evolvere in una *financial union*, con la creazione di un'autorità per la trasparenza e la *conduct of business* che abbia lo stesso peso della BCE e che svolga anche funzioni di vigilanza paragonabili a quelle della BCE

- La nuova autorità potrebbe essere costruita ampliando i poteri dell'ESMA

- Verso un modello di vigilanza *three peaks*? BCE per macro e micro-stabilità, new ESMA per trasparenza e *conduct of business*, DG Antitrust per concorrenza

- Problemi: mancata coincidenza geografica tra regolamentazione finanziaria a livello UE (EBA/ESMA/EIOPA) e vigilanza a livello di area euro (BCE/ESMA? vigilanza assicurazioni e fondi pensione solo nazionale?); un modello per finalità puro inibito dal divieto nel Trattato per la BCE di vigilare in campo assicurativo

- ...ha senso il doppio livello? Realistico superarlo? Accettabili i costi?
- Sfide per la nuova legislazione europea