



Incontro 2022 con il mercato finanziario

Discorso del Presidente
Prof. Paolo Savona

Milano, 21 giugno 2022



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Relazione per l'anno 2021

Roma, 31 marzo 2022



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Un anno di ripresa dell'economia e della fiducia nel futuro

- I due fattori sui quali poggiano il benessere e la stabilità reale e finanziaria del Paese, le esportazioni e il risparmio, hanno registrato un buon andamento anche nel 2021
- A essi se ne è aggiunto un terzo, non meno importante, la ripresa della fiducia nel futuro, a seguito principalmente del successo registrato dalla lotta alla pandemia e dall'avvio dell'iniziativa Next Generation EU, che ha operato come una forza maieutica della volontà di ripresa latente nel Paese
- L'insorgere dell'inflazione e, ancor più, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia hanno gettato pesanti ombre sulle prospettive favorevoli che si erano delineate e hanno riportato indietro le condizioni di stabilità monetaria, oltre a quelle di una civile convivenza internazionale

Importanza per l'Italia delle liberalizzazioni e globalizzazione degli scambi

- Attraverso gli scambi internazionali l'Italia è riuscita a entrare nel novero dei paesi più sviluppati e ad affrontare le gravi crisi internazionali che si sono susseguite nell'ultimo mezzo secolo, a cominciare dall'aumento strutturale del prezzo del petrolio all'inizio degli anni 1970
- Dopo la crisi del 2008, la nostra economia è riuscita a raggiungere una bilancia economica con l'estero strutturalmente in attivo, condizione a lungo ricercata in passato per superare l'accusa che il Paese vivesse al di sopra delle proprie risorse
- Questo successo si è accompagnato a una posizione patrimoniale in attivo nei confronti del resto del mondo, unendosi ai pochi paesi retti da sistemi politici misti di libero mercato e di *welfare* che possono vantare una siffatta condizione

Valore del capitale produttivo e vantaggi derivanti dalla quotazione di Borsa

- Il capitale produttivo delle imprese quotate ha oggi un rapporto prezzo/utile di gran lunga superiore a quello del 2008, con effetti positivi che si riflettono sull'analogo rapporto di quelle non quotate nei mercati regolamentati, ma a valori scontati per la minore mobilità dei loro titoli di proprietà
- Il passaggio al mercato ufficiale della valutazione delle imprese resta un obiettivo da perseguire per la collettività, il cui raggiungimento è sospinto dai vantaggi che offre l'investimento azionario per il binomio profittabilità delle imprese e liquidabilità dei titoli



Il passaggio dalla deflazione all'inflazione

- Nel più recente periodo, il superamento delle difficoltà finanziarie e degli *shock* dell'offerta è stato assecondato da politiche monetarie permissive, rese possibili da un andamento dei prezzi tendenzialmente deflazionistico a livello globale
- In presenza di un'abbondante liquidità, la spinta di una domanda aggregata interna e mondiale vogliosa di esprimersi e l'allentamento dei vincoli all'offerta posti dal Covid hanno causato un aumento dei prezzi di molte materie prime, soprattutto delle fonti di energia, che hanno dato vita a una ripresa dell'inflazione
- Questa, di fronte ai nuovi vincoli all'offerta causati dal conflitto bellico in Ucraina, ha rafforzato la spinta da costi sui mercati dei fattori, alimentando i rischi di instabilità sociale e di squilibri del mercato finanziario



Operare sulle istituzioni per uscire dalla crisi

- Le incertezze che gravano sul futuro sono tali da trasformare ogni previsione economica in pura congettura; in queste circostanze sarebbe consigliabile astenersi dal formulare ipotesi su come andrà l'economia e dedicare invece maggiori cure al miglioramento delle istituzioni, per renderle capaci di assorbire gli *shock* sul piano economico e sociale al fine di dare basi solide alla fiducia nel futuro
- È ciò che si va tentando, ma l'intreccio tra bisogni sociali ed economici nascenti dagli andamenti della congiuntura e necessità di ammodernamento delle infrastrutture tangibili e intangibili distrae l'attenzione e l'impegno dei cittadini verso i primi e rallenta, perfino ostacola, il processo di adattamento delle seconde
- Si rende necessario un maggiore impegno di comunicazione per spiegare l'importanza delle riforme istituzionali rispetto agli interventi assistenziali, che alleviano singole situazioni senza risolvere alla radice le crisi

Non si può agire con strette di politica monetaria o fiscale, protezionismi od operazioni di finanza straordinaria

- Il ricorso a strette monetarie o fiscali della dimensione necessaria per incidere significativamente sull'inflazione è reso difficile, se non proprio controproducente
- È sconsigliabile intensificare politiche fiscali compensative degli effetti dell'inflazione, che sfociano in aumenti di spesa finanziata con maggiore debito pubblico, giustificando la scelta per gli effetti riduttivi del suo rapporto con un PIL che cresce per larga parte a seguito dell'inflazione
- Né appaiono praticabili operazioni di finanza straordinaria che aumenterebbero le incertezze dominanti
- Anche le politiche protezionistiche peggiorano la situazione, perché alterano la distribuzione dei redditi alla quale si tenta con esse di porre rimedio
- Il mondo vive in una difficile condizione che, per essere superata, richiede unità di intenti a livello nazionale e un più stretto coordinamento internazionale

Una proposta alternativa a una stretta di politica monetaria e fiscale: un portafoglio che si auto-protegga dall'inflazione

- *La proposta:* creare portafogli con una composizione equilibrata tra attività mobiliari e immobiliari. La politica avrebbe il compito di dare vita a una struttura giuridica di accoglimento, non solo tributaria, che soddisfi le istanze di protezione del risparmio tutelate dalla Costituzione
- La capacità autoprotettiva dall'inflazione di un siffatto portafoglio sarebbe ancora più efficace se il risparmiatore decidesse un pari equilibrio tra i suoi investimenti denominati in euro e quelli in valute estere usate per le esportazioni
- *La ratio:* a seguito dell'inflazione le attività mobiliari patiscono una perdita di potere di acquisto, mentre quelle immobiliari di norma presentano guadagni; questa compensazione migliorerebbe se all'interno del portafoglio si bilanciassero le fluttuazioni valutarie di segno opposto



Una prima evidenza statistica

- Dal 2008 al 2021, l'inflazione ha ridotto il potere di acquisto del risparmio finanziario italiano del 16% (dati Istat) e causato la caduta di valore degli immobili del 12% (dati BRI), con una perdita media del 14%
- Se la valuta scelta fosse il dollaro, la perdita complessiva sarebbe stata del 2,5%, perché avrebbe recuperato la metà del 23% di suo aumento rispetto all'euro
- Nello stesso periodo, i salari sono cresciuti in media del 21%, recuperando interamente l'inflazione e beneficiando della pur bassa produttività (3,8%). Le sette categorie di pensioni sono mediamente cresciute nello stesso periodo del 34%. Solo i risparmiatori hanno patito un costo
- Gli andamenti del biennio 2020-2021, tormentati da vincoli dell'offerta per motivi sanitari, accreditano la validità della proposta avanzata, anche in assenza di una politica di parificazione del trattamento delle diverse forme di investimento del risparmio



Il circolo virtuoso che si crea tutelando il risparmio

- L'attuazione della proposta consente di indirizzare il risparmio verso l'attività produttiva, dato che a ogni investimento mobiliare, che incorporerebbe i titoli di proprietà e di debito delle imprese produttive, corrisponderebbe un ammontare proporzionale di investimenti immobiliari
- Essa potrebbe anche ottenere la riduzione di quella parte della finanza che genera rendite puramente contabili e rilanciare quella che spinge la produttività, il fattore trainante di un'economia aperta alla concorrenza, come quella italiana
- Essa tutelerebbe anche il credito, la cui destinazione a favore dello sviluppo è giuridicamente ed economicamente concatenata nella Costituzione con quella di incentivare e tutelare il risparmio
- La legge n. 262/2005 aveva previsto la creazione di una Commissione per la tutela del risparmio e di un Fondo di garanzia, in parte realizzato, istituzioni che dovevano essere governate da principi fissati da uno Statuto dei risparmiatori e degli investitori

Chiarire il quadro istituzionale della moneta e delle attività finanziarie in forma digitale o virtuale

- I problemi monetari e finanziari da risolvere si sono complicati per la proliferazione delle molte forme mobiliari virtuali, ossia attività di portafoglio collocate su reti di computer e contabilizzate in modo decentrato, come i *Bitcoin*, le altre *cryptocurrency* e strumenti simili
- Sui rischi del loro disordinato sviluppo su basi convenzionali tra privati, le autorità hanno avvertito gli investitori e vanno studiando regolamenti per ristabilire un buon funzionamento dei sistemi monetari e finanziari a livello interno e globale
- I Ministri finanziari del G7 hanno ribadito l'urgenza di una regolamentazione delle diverse forme e usi delle *crypto*, indicando che gli strumenti virtuali devono essere trattati come quelli tradizionali. Concordiamo con questa interpretazione, ma non cessiamo di sollecitare che questa estensione deve considerare le novità nascenti dagli sviluppi delle innovazioni tecnologiche recepite dalla finanza

I punti principali da chiarire per l'uso delle *cryptocurrency*

- Il quadro delle decisioni normative da prendere richiede di chiarire la forma pratica che assumeranno alcune componenti di base del mercato monetario e finanziario tradizionale, come la trasformazione dell'attuale moneta ufficiale in CBDC (*Central Bank Digital Currency*), l'esistenza o meno degli *stablecoin* e la diffusione dei titoli tokenizzati
- Non intendiamo proporre una specifica soluzione, ma chiedere un chiarimento su quale sarà la forma decisa, precisando se verrà usata la tecnologia di contabilità decentrata concatenata a blocchi (*Blockchain*), con uno speciale "nodo" conoscitivo per le autorità di vigilanza, o un'altra forma di contabilità decentrata (DLT), che consenta automaticamente questa conoscenza



Implicazioni sulla morfologia della moneta virtuale

- Se la moneta pubblica virtuale sostituirà integralmente la moneta di base e quella bancaria, i depositi usciranno dal circuito di creazione monetaria (la M2)
- Le banche continueranno a gestire il sistema dei pagamenti e i risparmi che a esse affluiranno, ma dovranno competere con le piattaforme tecnologiche esistenti, che sono meglio attrezzate e organizzate sul piano digitale e informatico
- Si ristabilirebbe il potere normativo degli Stati e dei loro accordi internazionali in materia finanziaria, oggi lasciati in misura significativa alla volontà degli operatori in *crypto*, che si sono dati proprie regole che la clientela spontaneamente accetta, spingendosi fino a fissare i criteri di diretta gestione degli eventuali conflitti, espropriando la magistratura statale
- Gli investitori apprezzano i servizi di questi intermediari, nonostante le gestioni siano poco trasparenti e possano celare comportamenti illeciti e la vulnerabilità delle tecnologie usate, come attestano recenti episodi di truffe e hackeraggio



Gli *stablecoin* e la tokenizzazione dei titoli

- Se gli *stablecoin* venissero legittimati e le banche se ne avvalessero, la normativa dovrà includere il trattamento delle riserve di stabilità, tenendo conto dell'esperienza esauritasi nel 1971 di governo pubblico della moneta convertibile in oro e argento, e di quella delle riserve matematiche delle assicurazioni
- La recente crisi di due tra le più importanti società che trattano *stablecoin* testimonia l'equivoco in cui versa il concetto di stabilità applicato alle *cryptocurrency* e la potenziale gravità di mantenere irrisolto il problema di una loro regolamentazione, che sia inclusiva delle forme e delle tecniche
- Meno problemi solleva la tokenizzazione degli strumenti finanziari tradizionali, ma anch'essa necessita di una precisa definizione di norme per l'inserimento delle tecnologie contabili nel quadro della regolamentazione di mercato e societaria, ivi inclusa l'attribuzione alle autorità delegate alla vigilanza di entrare nel circuito virtuale decentrato per vigilarne l'attività



I compiti della Consob

- Nel perseguimento degli obiettivi di tutela del risparmio e di stabilità finanziaria la Consob ha attualmente il compito principale di assicurare la trasparenza delle operazioni che si svolgono sul mercato finanziario oggetto di sua vigilanza e la correttezza dei comportamenti degli operatori del mercato rispetto alle norme vigenti
- I principi che reggono l'attività della Consob hanno radici nell'epoca in cui la distinzione tra moneta e finanza era abbastanza semplice e chiara. Le banche svolgevano quasi esclusivamente funzioni di raccolta della maggior parte del risparmio sotto forma di depositi



Le ridefinizione dei compiti della Consob

- Quel contesto è cambiato a seguito dei passaggi normativi incentivanti le nuove forme di gestione finanziaria del risparmio, dai Fondi comuni di investimento istituiti nel 1983, alla trasformazione del regime bancario dalla specializzazione alle forme universali decisa nel 1993, alla confluenza della lira nell'euro approvata nel 1998, alla crescente liberalizzazione degli scambi monetari e finanziari dal 1995 e agli sviluppi delle *cryptocurrency* dal 2008
- Alla luce di questi mutamenti, solo in parte incorporati nella normativa che la riguarda, il completamento della ridefinizione dei compiti della Consob richiede la conoscenza:
 - ❖ delle politiche di incentivazione e tutela del risparmio che verranno decise;
 - ❖ di quale sarà l'architettura monetaria e bancaria che verrà stabilita a livello europeo per recepire le innovazioni tecnologiche applicate alla finanza e che si riflette anche sui modi in cui dovrà operare la costituenda Unione dei mercati europei dei capitali in corso di definizione presso l'UE;
 - ❖ di quale sarà l'assetto istituzionale che, di fatto o tramite accordi tra paesi, assumeranno gli scambi internazionali monetari, finanziari e reali.



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

© Paolo Savona