

Discorsi del Presidente

Professor Paolo Savona

2019-2025



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione

a fini didattici e non commerciali,

a condizione che venga citata la fonte.

Discorsi del Presidente

Professor Paolo Savona

2019-2025



Discorsi 2019-2025

Presentazione dell'Autore	5
Discorso del 14 giugno 2019	9
Discorso del 16 giugno 2020	23
Discorso del 14 giugno 2021	39
Discorso del 21 giugno 2022	53
Discorso del 9 giugno 2023	69
Discorso del 25 giugno 2024	79
Discorso del 20 giugno 2025	91

Presentazione dell'Autore

*La difficoltà non risiede nelle nuove idee,
ma nello sfuggire a quelle vecchie*

(John Maynard Keynes)

*Fare le cose vecchie in modo nuovo,
questa è innovazione*

(Joseph Alois Schumpeter)

Questa raccolta dei *Discorsi* da me pronunciati dal 2019 al 2025 in occasione degli *Incontri annuali con il mercato finanziario* tenuti presso la Borsa valori di Milano consentono di valutare l'impostazione data alla mia Presidenza svoltasi in un periodo denso di profondi mutamenti, dagli strascichi della crisi finanziaria del 2008, all'accelerazione del Fintech, alla pandemia sanitaria, al riesplodere dell'inflazione, all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, allo scossone geopolitico impresso dal Presidente Trump, e alla guerra nella Striscia di Gaza dopo l'attacco inumano a Israele. Secondo Mervyn King questa situazione ha generato un'«incertezza strutturale», che impone una revisione delle conoscenze di economia usate dalla politica monetaria, finanziaria e fiscale per guidare le aspettative degli operatori e ha fatto emergere una crescente inadeguatezza dell'architettura istituzionale (norme ed enti).

L'analisi dei problemi, che la realtà ha sottoposto all'attenzione della Consob, non è mai stata disgiunta da un'indicazione di una qualche soluzione allo scopo di aprire un dibattito e non con l'intento di annunciare verità, dato che questa non esiste, ma di creare intorno a essa un utile confronto (come ci è stato insegnato da Socrate a Popper). Non sono riuscito in questo intento, forse perché i tempi delle grandi riforme istituzionali non erano ancora maturi o forse i miei argomenti non avevano sufficiente capacità di influire nelle scelte politiche.

Spero che il nuovo Presidente voglia raccogliere la staffetta della corsa alle riforme che i continui mutamenti di sistema impongono, riscrivendo norme e, di conseguenza, interpretazioni che sono state modellate sulla base di eventi e conoscenze ben diversi dall'odierna realtà. Mi riferisco in particolare alla crescita delle innovazioni tecnologiche che riguardano la moneta e la finanza interna e internazionale, soprattutto a seguito dello sviluppo incontrollato delle

cryptocurrency e dei titoli tokenizzati, che si intrecciano sempre più. I ritardi decisionali in materia hanno indebolito la considerazione finora goduta dalle istituzioni di vigilanza mobiliare e democratiche, creando un clima che è stato definito di *Wild West*.

La discrasia tra realtà regolata e realtà in evoluzione si è presentata con sempre maggiore frequenza e ha reso più urgente la ricerca di una soluzione. L'internazionalizzazione della proprietà delle società, la limitazione dei poteri di vigilanza sui mercati mobiliari, l'invasività delle scelte pubbliche di protezione sollecitata dagli stessi elettori e l'evoluzione geopolitica contraria al libero scambio hanno suggerito un ripensamento dell'architettura istituzionale vigente, senza però muovere da una visione che abbracci l'intero arco dei problemi, ma procedendo punto per punto in modo non coordinato.

La Consob, ma non solo essa, ha continuato a considerare invalicabile il dettato normativo vigente, inducendo alcuni a sostenere che l'Autorità sia stata «silente», altri che abbia ritardato o non sia intervenuta, ignorando nelle loro critiche forme (consulti informali o richieste coperte da segreto istruttorio) e limiti della sua funzione ispettiva. Il Presidente è stato comunque e sempre «loquace», rendendo testimonianza a più Commissioni parlamentari o con dichiarazioni pubbliche.

Poiché i tempi di una siffatta riforma istituzionale saranno inevitabilmente lunghi, occorre muovere un primo passo stabilendo i contenuti di un regime transitorio per colmare i vuoti legislativi nascenti dall'evoluzione incalzante delle innovazioni sui mercati interni, esteri e internazionali, dovuti alla rigidità del regime giuridico di *civil law*. Si dovrebbe consentire ai decisori, almeno in via sperimentale, il ricorso a margini discrezionali di scelta, proteggendoli però dalle possibili azioni di responsabilità da parte di coloro che non accettano il superamento dei vincoli di legge per un sano principio o per interesse a impedire una più ampia attività di vigilanza. Le esitazioni nell'intraprendere questo gravoso compito, a maggior ragione per andare oltre il dettato normativo e le prassi correnti, provengono dalla mancata chiarezza delle responsabilità dei decisori, soprattutto per i contenuti da dare alla colpa grave. Se queste decisioni non verranno prese, la conseguenza è che sarà chiamata in causa la Magistratura, che con le sue sentenze svolge un compito simile a quello delle Istituzioni che operano in regime di *common law*. La Magistratura, tuttavia, si troverebbe nelle stesse difficoltà delle Autorità di vigilanza per giudicare i casi non regolati e garantire la trasparenza del mercato, la tutela del risparmio e la correttezza dei comportamenti degli operatori; in tal caso diventerebbe più difficile restituire il compito di legiferare alla funzione legislativa.

Il 14 marzo 2025, in occasione dell'Incontro tenutosi alla Bocconi di Milano, per la celebrazione del 50° della Consob, un intervento di un illustre giurista mi ha consentito di intravedere nel diverso approccio tra economisti e giuristi la causa della mia e delle altrui difficoltà per trovare un consenso sul da farsi: i primi si pongono il problema di come far funzionare bene il mercato, ponendosi sul solco dei *praetores* romani (così ben analizzati da Oscar Nuccio nella

sua «Storia del pensiero economico italiano») e i secondi intendono risolvere il problema di come devono agire gli operatori del mercato, in particolare le società che gestiscono risparmi del pubblico. La diversità è quindi tra governance del mercato e governance degli operatori, che va conciliata senza presumere che la messa a punto di una garantisca quella dell'altra. Nel recente passato, si è provveduto a riordinare la normativa redando Codici e Testi unici per far convergere in modo coerente i casi trattati, mentre ora la difficoltà di impostare in modo unitario la materia sta portando a soluzioni puntuali non sempre coordinate, che causano complicazioni decisionali, invece di ridurle.

Il crescente trasferimento dell'attività monetaria e finanziaria all'infosfera con contabilità decentrate e gli intrecci tra strumenti tradizionali e virtuali richiedono l'«apertura» indicata delle procedure decisionali, senza la quale continueremo a dibatterci, accrescendola, nell'incertezza strutturale. È pur vero che i conflitti nascenti da siffatta impostazione potrebbero causare costi di adattamento, che però vanno considerati come un onere necessario per pervenire a un metodo di analisi e di decisione in linea con la dinamica dei mutamenti in atto.

Paolo Savona

1 Il risparmio come fondamento della stabilità economica e sociale

I dati statistici più recenti confermano che le esportazioni restano la forza trainante della nostra economia e ne caratterizzano il modello di sviluppo. Esse, tuttavia, non dipendono dalle sole capacità imprenditoriali interne, ma anche dall'andamento della domanda globale costantemente esposta alla dinamica geopolitica, come sta accadendo in questi mesi.

Il risparmio resta invece la componente dello sviluppo italiano sotto diretta e prevalente influenza del Paese. Esso è il punto di forza della società italiana, che è stato elevato a valore costituzionale. Una parte significativa è sotto forma di attività finanziarie in dimensione quasi pari alla componente immobiliare. Gli investimenti in costruzioni hanno sempre rappresentato il secondo motore della nostra crescita e si sono sostituiti nei momenti critici al traino delle esportazioni. La cura del buon funzionamento dei due motori richiede da parte delle autorità un pari impegno.

Importanti settori produttivi della nostra economia hanno mostrato eccellenti capacità di reazione alle difficoltà create da un processo di globalizzazione privo di un adeguato coordinamento internazionale. Ne è chiara testimonianza un persistente avanzo della nostra bilancia estera di parte corrente, realizzato nonostante il severo aggiustamento della nostra economia resosi necessario a seguito della modifica delle ragioni di scambio – variabile centrale del nostro sviluppo – causate da *shock* di origine esterna. Ciò non ha impedito al Paese di entrare in una condizione di bassa crescita e di sottooccupazione, con le conseguenze sociali e politiche in cui ci dibattiamo.

Senza voler negare l'esistenza di problemi interni al Paese – efficacemente analizzati nelle recenti *Considerazioni finali* del Governatore della Banca d'Italia – i giudizi negativi non di rado espressi da istituzioni sovranazionali, enti nazionali e centri privati appaiono prossimi a pregiudizi, perché resi su basi parametriche finanziarie convenzionali che non tengono conto dei due pilastri che reggono la nostra economia e società: la forza competitiva delle nostre imprese sul mercato globale e il nostro buon livello di risparmio.

È come se l'Italia fosse collocata dentro la "caverna di Socrate" dove le luci fioche della conoscenza che in essa penetrano proiettano sulle pareti un'immagine distorta della realtà. Per giunta in presenza di un continuo vociare a senso unico, che stordisce. È compito di chi riveste posizioni di vertice della politica, dell'economia e dei mezzi di informazione rafforzare la luce e abbassare i toni per ristabilire la fiducia sul futuro del Paese. Non esiste alcun vincolo oggettivo insuperabile alla nostra crescita.

L'uso consueto di medie non rappresentative dell'universo in quanto la distribuzione di frequenza (curtosi) delle informazioni statistiche non ha caratteristiche normali (gaussiane), induce a una valutazione distorta delle nostre reali condizioni. Una tale prassi si riflette in giudizi negativi sulla solidità del nostro debito pubblico all'interno e all'estero. La conseguenza può essere in parte evitata accompagnando le medie con un indicatore di significatività o, meglio, valutando singolarmente le diverse componenti del PIL per assegnare il peso che a ciascuna compete nella formulazione dei giudizi. Questo indispensabile ed elementare principio di presentazione delle statistiche non si è ancora affermato.

Al di là di questo aspetto puramente tecnico, esistono però anche alcuni fattori distorsivi legati alla sottovalutazione di alcuni aspetti importanti della solidità economica del Paese.

La posizione finanziaria dell'Italia con l'estero è sostanzialmente in equilibrio e dal 2013 disponiamo di flussi di risparmio in eccesso rispetto all'uso interno.

Contrariamente a importanti paesi sviluppati come Stati Uniti, Regno Unito, Canada, nell'eurozona Grecia e Francia, e nel resto del mondo Turchia e l'intero continente sudamericano, l'Italia non assorbe flussi di risparmio dall'estero, ma ne cede in quantità superiori al suo debito pubblico. Questa condizione può essere vantata principalmente dai paesi ricchi di materie prime, una carenza che l'Italia ha compensato con le sue eccellenti capacità di intrapresa.

Per la comunità europea e globale l'Italia non rappresenta un problema finanziario, ma una risorsa alla quale molti paesi attingono per soddisfare le loro necessità.

L'architettura istituzionale europea e internazionale entro cui operiamo è maturata quando il mondo era diviso in blocchi geopolitici contrapposti e non si è adattata ai mutamenti emersi nell'ultimo quarto di secolo: la concorrenza internazionale si svolge tra grandi dimensioni demografiche e di impresa, le innovazioni tecnologiche sono incessanti e la presenza degli Stati sul mercato è sempre più incisiva. In un'economia aperta va tenuto conto dei vincoli posti da queste forme di competizione, da noi influenzabili agendo soprattutto sulla forza della ragione.

I Governi del mondo, a cominciare da quelli degli Stati membri dell'UE, si devono assumere la responsabilità di cambiare questo stato insoddisfacente di cose ponendo un impegno proporzionale alla rispettiva forza geoeconomico-politica. Finché non si prenderà atto dell'accresciuta interdipendenza tra gli Stati del mondo, prima assecondata e ora svigorita, essi tenderanno a chiudersi nella loro dimensione nazionale, peggiorando le prospettive di sviluppo economico e sociale di chi persegue l'isolamento, con riflessi negativi su tutti gli altri.

Nell'attuale assetto monetario globale le guerre commerciali prima o dopo si trasformano in guerre valutarie, moltiplicando gli effetti negativi sulla crescita globale, senza che per ora si intravedano *leader* che si prendano cura di mettere insieme i paesi interessati a impedire questo sbocco.

La caduta strutturale del nostro saggio di crescita del PIL, la parallela caduta del saggio di occupazione e il conseguente impatto sulla società e sulla politica hanno quindi radici lontane nel tempo e profonde nella sostanza, ma non contengono nulla di oggettivamente immutabile.

Tra le cause di questa situazione non si può certo annoverare la scarsità di risparmio, quanto il suo insufficiente utilizzo al nostro interno.

Le svalutazioni della lira e l'ampliamento della spesa pubblica hanno consentito di affrontare nel breve periodo i momenti di maggiore tensione economica e sociale causati dal mutamento senza regole del regime di cambio internazionale e dall'affermarsi di condizioni monopolistiche sul mercato petrolifero. Il ricorso a questi strumenti tradizionali di aggiustamento non poteva sanare gli squilibri intervenuti, anche perché impediva l'attivazione oltre una certa misura dello strumento tributario per evitare di imprimere un contro impulso deflazionistico agli effetti attesi dalla maggiore spesa statale; si è perciò fatto ricorso all'indebitamento pubblico, accrescendo il nostro debito sovrano dal 50% del PIL alle soglie degli anni 1970 al 105,5% all'atto della firma del Trattato di Maastricht nel 1992.

Con la decisione di aderire all'euro fin dall'inizio, l'Italia ha accettato di far convergere il debito pubblico verso il 60% del PIL senza prima definire a livello interno e a quello europeo una politica di rientro dai 45 punti percentuali in eccesso, priva di caratteristiche deflazionistiche e, di conseguenza, del consenso democratico necessario. Le tecniche per farlo esistevano e tuttora esistono senza costi per nessuno e con vantaggi per tutti.

Verso la fine del secondo millennio, l'allargamento dell'area di libero scambio alle economie non di mercato è avvenuto senza una revisione delle regole del WTO, l'Organizzazione Mondiale del Commercio: è stata infatti lasciata ai singoli paesi la scelta del regime di cambio, permettendo l'alterazione per via valutaria delle condizioni competitive sul mercato mondiale. L'ingente accumulo di riserve ufficiali ai paesi che hanno scelto i cambi fissi o *dirty* (influenzati da

interventi delle autorità) ha generato nuove asimmetrie di mercato a seguito del ritorno massiccio degli Stati nell'economia con i Fondi sovrani di ricchezza alimentati da riserve ufficiali accumulate; proprio quando l'Italia, con la chiusura dell'IRI, andava smantellando il suo analogo strumento.

Alle soglie del terzo millennio, l'abnorme sviluppo della finanza innovativa, permesso da quella che veniva considerata una "benevola disattenzione" delle autorità, ha causato nel 2008 una crisi finanziaria mondiale, sollecitando interventi consistenti a carico dei bilanci pubblici che hanno determinato una crescita abnorme dei debiti sovrani in quasi tutti i paesi. In Italia il rapporto debito pubblico/PIL – che era tornato sotto il 100% nel 2007 a testimonianza dell'impegno posto per rispettare almeno in parte gli accordi europei – è risalito al 132,1% sotto la spinta delle difficoltà di adattamento al nuovo *shock* finanziario trasmessosi all'attività reale.

In queste condizioni le pur necessarie riforme da condurre all'interno e il tentativo di contenere gli eccessi di debito pubblico con avanzi di bilancio statale hanno manifestato i limiti intrinseci nel raggiungere l'obiettivo di stabilità senza una parallela crescita, in assenza di una correzione dei difetti presenti nell'architettura istituzionale europea e globale e nelle relative politiche. Così facendo, gli squilibri si trascinano a danno di tutti.

Il risparmio interno ha sostenuto, in collaborazione con le autorità monetarie, l'espansione dell'indebitamento pubblico senza causare effetti di sostituzione (*crowding out*) del debito privato; questo è stato generato dall'innalzamento del costo del credito dovuto agli *spread* sui tassi dell'interesse richiesti dal mercato sul nostro debito pubblico.

Considerato che l'investimento in titoli si realizza impiegando risparmi che hanno già assolto agli obblighi tributari, è un dovere delle autorità di Governo operare per ripristinare il convincimento che essi siano effettivamente ricchezza. Le regole e i comportamenti che contrastano con il raggiungimento di questo obiettivo vanno modificati.

La fiducia trova alimento nella crescita reale, che a sua volta la genera se il clima politico e sociale resta favorevole. Il binomio fiducia-crescita riceverebbe un impulso certo e rilevante da un'azione congiunta del settore privato e pubblico italiano per attuare investimenti aggiuntivi nell'ordine di 20 mld di euro, utilizzando risparmio interno. La crescita zero ha il suo epicentro negli investimenti e da questi si deve partire. Tuttavia, è altrettanto necessario che si stabilisca una compatibilità tra l'accettazione delle forti spinte provenienti dalla domanda sociale e gli andamenti altalenanti delle grandezze economiche e finanziarie interne e internazionali.

2 Il risparmio finanziario degli italiani

A fine 2018 le attività finanziarie dell'Italia erano pari a 16.295 mld di euro, quasi 10 volte il PIL. Le famiglie ne possedevano 4.218 mld (22,6% in forma monetaria), le imprese 1.852 mld e l'estero 2.748 mld. Le passività finanziarie in contropartita erano accese dalle imprese per 3.764 mld di euro, dalle amministrazioni pubbliche per 2.682 mld, un ammontare quasi pari a quelle estere (2.672 mld). L'indebitamento delle famiglie è restato modesto, 0,9 mld, uno dei più bassi nel mondo sviluppato.

Il *surplus* della nostra bilancia estera di parte corrente è stato nell'ordine di 33,3 mld di euro annui nel periodo 2013-2018; 43,4 mld nella media dell'ultimo triennio. Le imprese italiane vantano inoltre investimenti finanziati estero su estero di cui non si conosce l'esatta entità; essi sono fuori dalla nostra contabilità nazionale pur rappresentando un fattore strategico di successo.

La quota residua del totale delle attività e passività finanziarie, pari al 42,4%, corrisponde all'ingente mole di creazione da pura intermediazione che funge da leva per lo sviluppo reale e per l'assorbimento del debito pubblico.

In passato, quando il debito sovrano godeva fiducia per l'esistenza di meccanismi in grado di garantirne il rimborso (crescita reale e risparmio, esistenza di un prestatore di ultima istanza e moneta di denominazione controllata dallo Stato), una sua parte considerevole era tenuta dalle famiglie. Poiché gli accordi europei hanno scambiato la stabilità del debito pubblico con quella dei cambi e dei prezzi sono venute meno le garanzie di cui i titoli di Stato avevano goduto in passato; la percentuale tenuta dalle famiglie è andata riducendosi, cadendo a fine 2018 al 5,9% del totale in essere (138 mld su 2.322 mld). La gran parte è ora nelle mani degli intermediari nazionali (come banche, assicurazioni e fondi comuni) e in minor misura dell'estero. Il potere di valutare il rischio di rimborso si è trasferito sul mercato senza un adeguato contrasto alla speculazione, che non di rado trova alimento nell'attitudine delle autorità a usarlo come vincolo esterno per indurre gli Stati membri a rispettare i parametri fiscali concordati a livello europeo.

La teoria economica e la ricerca empirica non hanno fornito una risposta univoca su quale sia il legame ottimale tra il debito pubblico e il PIL, soprattutto se il rapporto è valutato in modo indipendente dallo stato della fiducia. L'esempio del Giappone è istruttivo: se la fiducia nel paese è solida e la base di risparmio sufficiente, livelli di indebitamento nell'ordine del 200% rispetto al PIL non contrastano con gli obiettivi economici e sociali perseguiti dalla politica.

Ciò non significa che non esista un limite all'indebitamento ma, come insegna un elementare criterio di razionalità economica, per garantirne la sostenibilità il suo saggio di incremento deve restare mediamente al di sotto del saggio di crescita del PIL. Ogni indicatore che comporta l'esistenza di un limite

oggettivo alla crescita, come l'*output gap*, resta privo di validità storica e pratica, ancor prima che logica.

Se il criterio di razionalità indicato venisse accettato a livello europeo e fosse rispettato dalle autorità di Governo, si restituirebbe ai debiti sovrani, incluso quello italiano, la dignità di ricchezza protetta che a essi attribuiscono giustamente gli investitori. Il raggiungimento di questa condizione allontanerebbe i sospetti sulla possibilità di insolvenza del nostro debito pubblico, oggettivamente infondati.

L'affinamento delle politiche di intervento pubblico per fronteggiare le crisi di mercato e gli attacchi speculativi non paiono ancora sufficienti per i tempi di reazione e per l'esistenza di limiti qualitativi e temporali nell'attuazione. Un caso particolare favorevole al risparmio e alla stabilità monetaria è rappresentato dai Fondi di tutela dei depositi bancari, che attendono però di essere incorporati in un unico Fondo per validare la scelta di dare vita all'unione bancaria europea. Il finanziamento di questi fondi è di norma posto a carico dei diretti beneficiari (risparmiatori o intermediari), ma la collettività viene chiamata a intervenire quando le risorse disponibili non risultano sufficienti. Nonostante l'esperienza indichi che questi interventi sono indispensabili, la mancata o tardiva presa d'atto della necessità di integrare i fondi privati con quelli pubblici, giustificata dall'esigenza di scoraggiare il *moral hazard*, crea essa stessa incertezza.

Le normative crescenti e dettagliate per raggiungere un livello soddisfacente di protezione del risparmio, nonostante i progressi raggiunti, hanno i limiti propri di questi interventi. Le statistiche indicano che il numero delle sanzioni per gli abusi commessi sono nettamente inferiori alle azioni intraprese preventivamente, a testimonianza dell'efficacia di queste ultime. L'attività della Consob nel 2018 è stata molto ampia, nell'ordine di circa 100 pratiche per unità di personale impiegata, mentre le iniziative di contrasto agli abusi finanziari sono state 302; queste ultime sono state 173 nei soli primi quattro mesi del 2019.

La professionalità del personale e gli interventi decisi per garantire la stabilità micro e macro sistemica erigono una prima barriera contro gli abusi e le distorsioni nell'uso del risparmio. Senza però perseguire gli obiettivi principali della crescita reale interna e della promozione della fiducia, i risultati di protezione del risparmio e il suo incanalamento verso il mondo produttivo sono inevitabilmente insoddisfacenti per le economie più esposte alle crisi; il risparmio defluisce all'estero, ponendosi al servizio dello sviluppo altrui.

Se questi trasferimenti migliorassero la distribuzione su basi razionali del risparmio mondiale, come indicano i manuali di economia, sarebbero giustificabili e auspicabili, ma ciò non accade perché sono in gioco ben altri fattori rispetto alla sola coppia rischio-rendimento nelle scelte di investimento.

Negli ultimi tempi sono stati sollevati dubbi, al di là delle fluttuazioni tipiche del comparto, sulla consistenza tra gli andamenti economici e i valori della borsa italiana.

Una risposta data è che la liquidità a disposizione degli operatori è elevata. Se però il rischio Italia viene percepito elevato, come si manifesta nello *spread* tra BTP e BUND, la spiegazione di per sé appare insufficiente, perché dovrebbe allontanare il risparmio dalla borsa e invertire strutturalmente gli andamenti delle quotazioni.

Una risposta fondata su basi razionali più solide è invece che la borsa azionaria italiana ha coscienza che esiste una base solida nelle esportazioni, pari al 31,8% del PIL, che si riflette nelle quotazioni dei titoli delle imprese titolari e delle banche che le finanziano. L'obiezione consueta è la ristrettezza di questa base rispetto alle altre componenti dell'economia italiana, che attendono di essere oggetto di un impegno per far crescere produttività e investimenti pari a quello posto dalle imprese in perenne competizione sul mercato globale.

L'esistenza di una base produttiva limitata giustifica solo in parte il fatto che la dimensione della nostra borsa e del nostro mercato finanziario resta in Italia relativamente modesta, anche se riveste comunque un ruolo importante. Le nuove forme finanziarie introdotte dall'Italia per veicolare risparmio attraverso le borse valori hanno prodotto frutti significativi, ma è riemersa la concezione non di mercato che la destinazione dei fondi raccolti va forzata per innalzare la crescita. Si dispone di una buona evidenza che queste forzature operano invece in senso contrario.

3 I nuovi compiti della Consob

Dall'insieme delle considerazioni fin qui svolte emergono nuovi e più ampi compiti che richiedono un particolare impegno da parte della Consob.

3.1 Governare le innovazioni finanziarie e migliorare gli strumenti di controllo

Le innovazioni finanziarie hanno sempre rappresentato la principale difficoltà incontrata dagli organi di regolazione e controllo dei mercati. Il sistema di norme e prassi che si è formato intorno alla finanza tradizionale richiede un aggiornamento finalizzato ad accogliere la finanza innovativa.

La storia insegna che, dopo due secoli di crisi delle banche che emettevano moneta cartacea e di dispute sulla loro capacità di moltiplicare i depositi, verso la

fine del XIX secolo si è raggiunta la coscienza che il mercato nel suo complesso aveva capacità di moltiplicare i mezzi di pagamento, ma non di autoregolarsi.

A seguito della Grande crisi di inizio XX secolo la protezione del risparmio e l'intervento dello Stato si sono imposti come materia oggetto di decisioni politiche e, quindi, di trattamento legislativo, dando vita a istituzioni indipendenti, quali le banche centrali per governare il mercato monetario e le *authority* di vigilanza per i mercati finanziari.

Nondimeno, anche dopo aver dato un assetto migliore al quadro istituzionale, le crisi monetarie e finanziarie sono continuate, causando un continuo inseguimento tra norme regolatrici e superamenti delle stesse da parte del mercato, il quale ha sempre mostrato una rapidità di inventiva superiore alle capacità delle autorità di regolarlo.

Agli inizi degli anni Settanta, lo sviluppo degli eurodollari ha portato alla crisi già ricordata del regime monetario di Bretton Woods, il momento di massima espressione della capacità delle autorità di governare la crescita mondiale attraverso scambi internazionali quanto più rispettosi del libero mercato. In molti avevano avvertito le banche centrali che prima o poi avrebbero dovuto intervenire per governarli, ma non lo fecero e si arrivò alla fine della convertibilità del dollaro in oro e la sua tramutazione in *fiat money* per tutti e in *free rider* nelle mani degli speculatori.

L'ampliamento degli scambi globali ha propiziato l'uscita dall'area del sottosviluppo di una parte rilevante della popolazione globale, sovrapponendo effetti positivi sulla crescita mondiale in misura più che proporzionale rispetto a quelli negativi dovuti al mutamento non regolato del regime valutario e monetario.

Il libero scambio e gli sviluppi tecnologici delle comunicazioni hanno condotto anche alla "finanziarizzazione" delle economie, creando ulteriori gravi problemi per l'attività di protezione del risparmio e di controllo del buon funzionamento del mercato. L'espansione virulenta dei contratti "derivati" da quelli principali è stato il veicolo che ha travolto il sistema dei controlli e causato la seconda Grande crisi globale in meno di un secolo.

Come noto i *subprime credit*, una forma di NPL (*Non Performing Loan*) "predestinati" a esserlo al momento della concessione, furono erogati in prevalenza a favore dell'industria edilizia statunitense e confezionati in nuovi titoli contenenti rischi differenziati e non esattamente valutabili a priori, che godevano di giudizi altamente positivi delle società di *rating*; si è così creata una bolla finanziaria insostenibile che è esplosa nel 2008 con gravi conseguenze sul risparmio e sulla crescita.

Nonostante la crisi, l'ammontare in essere dei contratti derivati è restato elevato sul mercato globale, senza che sia stato risolto il problema dell'esatta

valutazione del loro *market value*, che getta ancora ombre sulla contabilità degli intermediari che li possiedono.

In Italia la dimensione di questi contratti è relativamente modesta e il sistema è pertanto meno esposto ai rischi connessi.

La diffusione delle criptovalute è un'altra esperienza dalla quale trarre insegnamento per proteggere il risparmio. L'ideale sarebbe che l'uso di questo strumento, per ora paramonetario se non proprio finanziario, diventi monopolio pubblico, come accaduto per la moneta di base. Alcuni Stati si stanno muovendo in questa direzione, ma l'iniziativa privata mostra di essere più pronta a cogliere l'innovazione e a porre il suo dominio su di essa. Se così accadesse il sistema monetario attuale verrebbe sconvolto e il sistema finanziario coinvolto; diverrebbe problematico il controllo della quantità di moneta e, ancor più, la sua riconduzione nell'alveo pubblico.

L'uso del regime contabile criptato andrebbe ampliato per garantire la trasparenza e l'inalterabilità del possesso e delle operazioni finanziarie. Esso è un corredo indispensabile per garantire che la conoscenza delle scelte effettuate resti a disposizione degli investitori e delle autorità di controllo aventi diritto a chiedere tempestivamente un rendiconto inalterabile. In questo modo si potrà verificare se le scelte degli intermediari presentano basi soggettive che hanno ignorato o alterato i fondamentali, consentendo di accertare eventuali responsabilità.

Esistono tuttavia registri digitali criptati, anche molto diffusi, che non possiedono la caratteristica di impenetrabilità, una distinzione che il mercato ancora non percepisce. La Consob sta approfondendo questi aspetti con la comunità scientifica di crittografia italiana e con i più avanzati centri di ricerca.

L'esperienza in materia di innovazioni finanziarie induce ad affermare che i contributi oggettivi in termini di rischio-rendimento che l'intelligenza artificiale può offrire alle gestioni del risparmio rispetto a quelle basate su valutazioni parametriche e soggettive, tarda a incorporarsi nelle gestioni di portafoglio.

Ieri le Commissioni riunite Finanze e Bilancio della Camera dei Deputati hanno deliberato di colmare il vuoto normativo per la micro diffusione del *fintech*, note internazionalmente con il termine *sandbox*, e ha deciso di autorizzare le autorità di vigilanza e di controllo ha stipulare accordi aventi ad oggetto lo studio dell'applicazione, alla loro attività istituzionale, degli strumenti di intelligenza artificiale e di registri contabili criptati e distribuiti, nonché la formazione del proprio personale. La Consob ha in corso di definizione un accordo per dare vita a un centro di ricerca e formazione, che ha proposto di chiamare con l'acronimo SAFE (Scuola per le Applicazioni Fintech Elettroniche), di per sé un programma.

Non sempre il significato e le implicazioni delle moderne tecniche sono correttamente percepiti e i ritardi nel loro utilizzo e la persistenza di costi elevati

continuano a dominare le gestioni del risparmio. I termini ricorrenti di *artificial intelligence* e *blockchain* vengono non di rado erroneamente presentati dai gestori del risparmio che attuano una strenua difesa di metodi ormai obsoleti, come una complicazione, se non un vero e proprio nuovo rischio rispetto all'uso delle tecniche finanziarie consuete.

Un'altra accusa mossa alle nuove tecnologie è che con gli algoritmi basati sull'intelligenza artificiale si possa speculare in borsa, ignorando che essi sono protocolli basati su linguaggi matematici avanzati dove l'intelligenza umana conta nello stabilire la procedura di analisi (*algorithm*) delle informazioni disponibili (i *big data*), ma svolge un ruolo neutrale all'atto delle decisioni di investimento. Questi algoritmi, se ben congegnati, consentono anche processi di apprendimento degli errori che la mente umana non sarebbe capace di individuare e di correggere senza l'ausilio delle enormi possibilità di elaborazione dei *computer* "che imparano" (le *learning machine*). Ne consegue un miglioramento del binomio rischio-rendimento.

Come avviene nella competizione industriale sempre più basata sulle innovazioni tecnologiche, anche la competizione finanziaria avrà in futuro queste stesse caratteristiche e prevarrà ancora l'intelligenza umana di imprenditori capaci di combinare le migliori tecniche di intelligenza artificiale.

Questi progressi tecnologici corrispondono a una rivoluzione nella logica della ricerca scientifica, perché consentono al metodo induttivo di impossessarsi di basi scientifiche, che un tempo non aveva, per elaborare le osservazioni; perciò era stato espulso dai progressi registrati dal metodo deduttivo, come quello usato dall'econometria. La logica della ricerca basata sull'osservazione, secondo l'insegnamento di Leonardo da Vinci, Galileo Galilei e Francis Bacon, per citare solo tre grandi maestri che hanno lasciato un segno nella nostra cultura, riprende il centro dell'arena di mercato dopo averla ceduta per un lungo periodo alla logica probabilistica oggettiva propiziata da Daniel Bernoulli e a quella soggettiva di Bruno de Finetti. Con le sue ricerche pionieristiche sull'epistemologia, Giuseppe Peano ha proiettato la conoscenza scientifica verso le conquiste dell'intelligenza artificiale.

Pochi nel mondo hanno già raggiunto questa frontiera, peraltro in continua espansione. I più devono ancora percorrere il tratto che da essa li divide. L'Italia è tra questi.

3.2 Collaborare alla definizione di regole comuni finanziarie europee e internazionali

Esiste una impellente necessità di armonizzare le regole finanziarie esterne e interne come condizione necessaria per l'affermarsi di una competizione di mercato corretta.

La Consob opera nell'ambito dell'Autorità europea del mercato finanziario (ESMA); dell'Organizzazione internazionale delle Commissioni di borsa e dei mercati (IOSCO); della Commissione europea per il rischio sistemico (ESRB); dell'Organismo europeo di controllo delle società di auditing (CEAOB); della Commissione per la stabilità finanziaria (FSB) creata dal G7; dei Comitati OCSE per il governo societario e per i mercati finanziari; e in numerosi sottocomitati e gruppi di studio congiunti.

In questi consessi la Consob porterà all'attenzione dei rappresentanti dei Paesi partecipanti le istanze in precedenza indicate per verificarne la loro efficacia per il buon funzionamento del mercato e per la protezione del risparmio in vista della crescita che esso può propiziare.

In particolare ricercherà soluzioni che assecondino:

- (a) il miglioramento della funzionalità delle diverse componenti del mercato finanziario – con specifico riferimento alle iniziative in corso di definizione, quali le prassi applicative semplificate del "Regolamento prospetto" e il varo delle norme secondarie in materia di *crowdfunding* – ponendo particolare attenzione alle linee suggerite dal Presidente dell'Assonime in occasione della recente Assemblea;
- (b) la creazione nella UE di una *Capital markets union* dove il risparmio italiano abbia la sua giusta e pari considerazione in vista della crescita del reddito e dell'occupazione;
- (c) l'avvio di una politica fiscale comune che mobiliti il risparmio in ogni forma a favore della crescita reale, ponendo particolare impegno per l'eliminazione dei trattamenti tributari che ostacolano il libero e corretto funzionamento della competizione di mercato;
- (d) l'accettazione del parametro di razionalità economica indicato come condizione di stabilità sistemica dei mercati finanziari, con una specifica attenzione per i debiti sovrani;
- (e) un'educazione finanziaria permanente che consenta a tutti gli operatori, non solo ai risparmiatori, di adattarsi ai progressi tecnologici.

Con questa azione congiunta a livello europeo e internazionale si riavvierebbe un circolo virtuoso dell'economia mondiale, senza nulla sottrarre ai singoli paesi membri della comunità globale, ma creando valore aggiunto in forma di fiducia sul futuro per le popolazioni del Pianeta; viviamo ormai da per tutto in uno stato di reciproca dipendenza che sollecita una migliore e più stretta cooperazione internazionale.

3.3 Contribuire alla nascita di titoli privi di rischio (*safe asset*) a livello europeo

Oltre all'esigenza espressa di avere una politica che dia fiducia e incoraggi il mantenimento e la formazione di risparmio in tutte le sue forme, nonché il suo incanalamento verso l'attività produttiva, un contributo significativo alla stabilità finanziaria verrebbe dalla creazione di un titolo europeo privo di rischio (*European safe asset*).

L'unico *safe asset* esistente oggi in Europa è di fatto il *Bund* tedesco. Il sistema è asimmetrico, dato che l'emissione è controllata da un solo paese, ma la domanda viene da tutti i membri dell'unione monetaria. Tale asimmetria è un fattore di instabilità del sistema finanziario dell'eurozona. Esso comporta, infatti, fughe di capitali durante le crisi, ostacolando il corretto funzionamento della politica monetaria comune. L'offerta di *Bund* è sempre più scarsa a causa della politica di avanzi del bilancio pubblico della Germania, mentre la domanda è crescente, sia in Europa che nel resto del mondo. Ne consegue che la liquidità europea, che non riesce a essere assorbita dai *Bund*, è spinta verso l'esterno, principalmente verso i *Treasury Bill* e *Bond* americani, la cui offerta è in espansione e i rendimenti crescenti. In ultima analisi, l'asimmetria e la scarsità indicate comportano distorsioni nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria all'economia reale, incompatibili con la stabilità monetaria e finanziaria dell'eurozona al di là dei comportamenti dei singoli membri e dei fondamentali delle loro economie.

Un *European safe asset* alternativo ai *Bund* e ai *Treasury Bill* e *Bond* migliorerebbe la razionalità distributiva della creazione monetaria, governerebbe taluni disturbi alla stabilità finanziaria, anche provenienti dai debiti sovrani in eccesso, attenuerebbe le divergenze nei tassi dell'interesse all'interno dell'eurozona.

Con questo nuovo strumento non sarebbe più necessario porre vincoli alla libera scelta di investimento delle banche europee allo scopo di garantire un minor rischio per i depositanti.

Sul piano operativo si potrebbe utilizzare il potere di raccolta insito nell'ESM-European Stability Mechanism per emettere un titolo avente le caratteristiche richieste da tutti gli investitori globali di liquidità. L'euro ne risulterebbe rafforzato come valuta internazionale.

Il nuovo strumento permetterebbe l'affermarsi di una curva dei rendimenti europea più significativa rispetto a quella nascente dall'assenza di un *safe asset*.

L'ESM dovrebbe destinare i fondi raccolti con i *safe asset* per concedere prestiti agli Stati membri che disporrebbero di una fonte alternativa e a basso costo per il rifinanziamento del loro debito pubblico. Per un corretto avvio dell'iniziativa va preso atto che l'UE rifugge dalla mutualizzazione dei rischi finanziari nazionali

e, pertanto, il credito va concesso se il percipiente accetta la clausola di rimborso privilegiato.

Analisti di mercato, persone in posizione di rilievo nelle istituzioni e singoli studiosi raccomandano questa innovazione, collocandola tra le principali decisioni che l'Unione Europea deve prendere per migliorare il suo assetto operativo¹. La proposta è stata autorevolmente sostenuta dal Governatore della Banca d'Italia. Due giorni orsono la Commissione europea ha emesso un Comunicato sul futuro dell'eurozona nel quale raccomanda a Parlamento e Consiglio europei e alla BCE di dare vita a un *European safe asset*, ritenendolo parte essenziale del completamento dell'unione bancaria; ha però precisato che la decisione va definita in parallelo con ogni possibile scelta con il trattamento regolatorio dei titoli sovrani nei portafogli delle banche. Sarebbe grave se questa scelta risolvesse i problemi di stabilità monetaria, ma ne creasse di nuovi per la stabilità finanziaria.

Conclusioni

Riassumendo, la Consob:

- continuerà nel suo impegno di dare attuazione, in tempi brevi e procedure più snelle, alle norme e prassi che presiedono al buon funzionamento del mercato finanziario e alla protezione del risparmio;
- dedicherà una particolare cura alla verifica della coerenza tra le disposizioni di diversa origine, verificandone la rispondenza funzionale all'obiettivo da esse perseguito, includendo quello di raggiungere la nuova frontiera *fintech*;
- presterà attenzione all'obiettivo di assecondare la destinazione del risparmio verso le attività che producono crescita reale e benessere sociale;
- collaborerà con le istituzioni internazionali ed europee per perfezionare i metodi di controllo e combattere gli abusi, ponendo un particolare impegno per pervenire alla creazione della *Capital markets union* e dell'*European safe asset*;
- si impegnerà per accrescere l'educazione finanziaria con un'ottica che va al di là dei soli risparmiatori, raggiungendo tutti i cittadini, qualsiasi posizione essi ricoprano.

¹ La proposta è stata avanzata dal Ministro per gli Affari Europei in un articolo pubblicato dal *Financial Times* del 27 febbraio 2019 sotto il titolo "The time is ripe for a European safe asset" e il 28 febbraio 2019 su *Milano Finanza* sotto il titolo "Come collegare stabilità e crescita".

Il ripristino della fiducia nel futuro dell'Italia è lo scopo prioritario di questa ampia azione, che non può essere perseguito dalla sola Consob. Tutte le istituzioni democratiche e le organizzazioni dello Stato devono essere chiamate a operare per definire una strategia condivisa che poggi su solide basi logiche e fattuali.

Le risorse culturali e materiali del Paese sono tali da permetterlo.

Ricreando la fiducia sulla solvibilità finanziaria del Paese si reinnesterebbe il circolo virtuoso dello sviluppo, che non è formato dal solo innalzamento della crescita materiale, ma da tutte le componenti della società. Avrebbe così fine quella che è stata autorevolmente definita "l'era del risentimento" in cui viviamo e si recupererebbe "l'era delle speranze" di portare la globalizzazione e le innovazioni tecnologiche al servizio di tutti.

1 Ripensare all'architettura istituzionale tenendo conto dei mutamenti del quadro di riferimento delle politiche monetarie, delle condizioni finanziarie e delle innovazioni tecnologiche disponibili

L'anomalia della crisi in corso è stata autorevolmente descritta come un evento che non doveva affrontare una bolla inflazionistica, né un *boom* di domanda aggregata, né alterazioni sistemiche del mercato finanziario, ma uno sconvolgimento dell'offerta produttiva dovuto a fattori esogeni, in gran parte metaeconomici, in quanto afferenti alla reazione alla pandemia Covid-19. Quella in corso, rispetto ad altre crisi del passato, non è un caso di fallimento del mercato, né della politica economica; anzi, questa ha reagito prontamente in misura abbastanza soddisfacente, andando anche oltre le forme tradizionali di intervento al fine di impedire che l'instabilità uscisse fuori controllo, soprattutto dal lato finanziario.

Le manifestazioni immediate sono state una severa caduta della produzione e dell'occupazione e l'entrata in difficoltà delle famiglie e delle imprese. Per fare fronte all'emergenza socio-economica la spesa pubblica è aumentata, in buona parte finanziata con l'accensione di debiti statali. L'insieme di questi effetti ha creato problemi sul mercato bancario e finanziario che sono stati finora fronteggiati, ma non escludono l'insorgere di altri disturbi se le conseguenze sull'offerta e la domanda aggregate e sull'occupazione dovessero perdurare a lungo.

Come noto, la Consob persegue l'obiettivo intermedio di garantire il buon funzionamento delle società e della borsa in funzione dell'obiettivo finale di proteggere il risparmio, come valore in sé stesso, ma anche in ottemperanza al dettato costituzionale. Nell'assolvere questo compito la Consob è affiancata dall'Ivass, l'autorità di controllo delle assicurazioni, e dalla Covip, la Commissione di vigilanza dei fondi pensione, grandi operatori sul mercato del risparmio, e dalla Banca d'Italia, l'autorità che garantisce la stabilità sistemica monetaria e finanziaria, nonché la vigilanza sulle banche e su taluni altri intermediari. L'attività delle quattro istituzioni è presupposto indispensabile per la solidità dell'attività

reale e la stabilità sociale, funzioni esercitate in diversa misura nel contesto delle istituzioni europee e, in forme meno cogenti, di quelle internazionali.

Il buon funzionamento dei mercati monetari e finanziari e la loro stabilità sistemica sono due facce di una stessa medaglia che creano aree di azione complementare, in particolare nell'ambito delle banche; queste, per la loro caratteristica "universale" introdotta con la riforma del 1993, raccolgono depositi ed emettono passività finanziarie per concedere crediti e acquistare altre attività, oltre a essere attive nel comparto assicurativo. L'attività di intermediazione da esse svolta in strumenti e scadenze trasferisce rischi dalla componente attiva a quella passiva dei bilanci bancari, con riflessi sugli equilibri dei mercati monetari e finanziari e, di conseguenza, su quelli dell'attività produttiva.

Nell'esercizio delle loro funzioni, tra le autorità esiste una rilevante sproporzione di risorse finanziarie e di personale a causa della diversa origine e limitatezza delle entrate rispetto ai compiti assegnati; questa diversità si potrebbe accentuare a seguito della crisi, ponendo vincoli alle loro necessità inderogabili di spesa, comprese quelle per accogliere le innovazioni tecnologiche.

L'obiettivo primario assegnato alla politica monetaria è la stabilità del metro monetario, ossia il controllo dell'inflazione, da perseguire in modo indipendente per il principio democratico della *no taxation without representation*, nessuna tassa può essere imposta se alla decisione non partecipa chi la deve pagare; l'inflazione opera infatti come una tassa occulta, ossia fissata senza che alla decisione partecipi chi la subisce. Per perseguire questo obiettivo, le autorità monetarie, nelle loro diverse articolazioni organizzative, dispongono di strumenti potentissimi affinati nel tempo (creazione di moneta, variazione dei tassi dell'interesse, operazioni di mercato aperto, imposizione di riserve ufficiali, vigilanza ispettiva, ricorso a fondi di garanzia dei depositi e di risoluzione delle crisi, e altre forme di intervento) che le autorità preposte ai mercati finanziari hanno in assai minore incisività (regolazione diretta di alcune operazioni, autorizzazioni a operare sul mercato del risparmio, imposizione di informazioni da rendere agli investitori, vigilanza ispettiva e sanzioni per violazioni di norme). Questa discrasia strumentale si è formata quando la moneta era in posizione dominante rispetto alla finanza, per cui la stabilità monetaria poteva essere ritenuta come preconditione della stabilità finanziaria. Il susseguirsi delle recenti crisi globali insegna che tale relazione si è rovesciata, ma l'assetto istituzionale è rimasto sostanzialmente invariato. Le autorità monetarie hanno mantenuto e perfezionato gli strumenti attivabili per fronteggiare le crisi sistemiche in generale, ma anche quelle delle singole unità in difficoltà, ma trattando in modo differente le passività monetarie da quelle finanziarie.

In punto di teoria, il compito di sanare le crisi che comportano nuovi costi per la collettività dovrebbe gravare sulla politica fiscale, ma, in pratica, la difficoltà e la lentezza delle sue decisioni e della loro attuazione chiamano in causa la

politica monetaria, che ha anche il vantaggio di poter intervenire in modo dinamico e teoricamente illimitato. Ne consegue che il sistema finanziario e quello reale tendono a dipendere dagli orientamenti e dalle attuazioni pratiche della politica monetaria, condizionando la politica fiscale, che dispone di fondamenti democratici più ampi e profondamente radicati rispetto al controllo dell'inflazione. L'ideale sarebbe di consentire all'insieme delle politiche monetarie e fiscali di *cum-petere*, concorrere allo stesso fine, ossia integrare o correggere le forze del mercato reale assicurando prezzi stabili per garantire, in condizioni di libertà, la crescita del reddito, dell'occupazione e del benessere sociale.

Nonostante esistano divergenze teoriche profonde sul ruolo che devono svolgere le politiche, la legittimazione dell'intervento monetario per la stabilità finanziaria e reale affonda le sue radici in necessità pratiche piuttosto solide perché, in sua assenza, l'instabilità dei mercati impedirebbe alle istituzioni di vigilanza e di intervento di attuare il rispettivo compito. La soluzione data alla crisi globale del 2008 e, soprattutto, a quella in corso testimonia l'indispensabilità delle decisioni prese dalle autorità monetarie, anche se esse stesse le hanno definite "non convenzionali"; il termine usato denota che speravano di poter tornare nella "normalità" istituzionale che distingue il loro mandato, azione che hanno intrapreso con moderazione nel 2019, interrotta a seguito dell'irrompere della crisi pandemica. Aver riconosciuto che le operazioni non convenzionali non possono più essere considerate tali, come ha dichiarato in modo esplicito il Chairman della FED, e averle anche rafforzate, va a merito dei responsabili. Tuttavia, la dipendenza dalla politica monetaria venutasi a creare per il buon funzionamento del mercato dei capitali e il sostegno dell'attività reale e del benessere sociale impone il doveroso compito di adeguare l'architettura istituzionale esistente alla realtà da affrontare.

Detta situazione era già palese fin dall'emergere della "finanziarizzazione dell'economia" che ha dato vita a un'"industria finanziaria" sganciata dall'industria reale, che ha gonfiato i volumi di finanza, facendole perdere la natura di ancella dello sviluppo del reddito e dell'accumulazione di ricchezza. Un illustre commentatore economico l'ha definita il "peccato originale" dell'attuale insoddisfacente funzionamento dei mercati, che peggiorerà se si accetta di diffondere le innovazioni finanziarie fuori dai mercati regolamentati, come fu quello dei derivati OTC, e il proliferare di strumenti complessi e concessioni superficiali di credito che hanno condotto alla crisi del 2008. Un esempio attuale è la circolazione di monete e prodotti finanziari in forma elettronica (*cryptocurrency* o, in generale, *coin* e *cryptoasset* o *token*) che poggiano su registri contabili decentralizzati (DLT) e svolgono funzioni interscambiabili di mezzi di pagamento e strumenti di indebitamento, in confusa espansione per iniziativa di intermediari privati e Stati sovrani.

Tra gli effetti dell'intervento monetario per garantire la stabilità finanziaria vi è il rovesciamento della direzione di causalità tra l'azione politica e quella del

mercato, a favore di quest'ultimo, impedendo alle due istituzioni fondamentali per il buon funzionamento delle società, ancor prima delle economie, di esercitare tra loro un reciproco controllo: quello di redistribuire il reddito, funzione tipica delle democrazie, e quello di produrlo e commutarlo, propria dell'economia produttiva; uno scambievole condizionamento è indispensabile per la sperimentata fallibilità dell'una e dell'altra attività nel perseguire la stabilità economica e la piena occupazione per dare vita a una società più equa. Almeno per chi non si fa trascinare nelle valutazioni da considerazioni ideologiche.

In questo quadro, le oscillazioni della fiducia sui prezzi delle grandezze finanziarie, invece di riflettere le prospettive dell'economia reale, come sarebbe corretto che accadesse, dipendono dalle aspettative incerte sull'evoluzione della politica monetaria. Ciò accade in particolare per le quotazioni delle borse valori, che tendono a riflettere le attese di abbondanza o di ristrettezza della creazione monetaria; i prezzi dei titoli divengono termometri che misurano la temperatura di corpi istituzionali diversi da quelli direttamente produttivi. Per convincersi basta leggere le cronache quotidiane di borsa e non solo queste. La stessa conduzione della politica monetaria resta esposta e perfino condizionata da fattori di origine extraeconomica, come squilibri geopolitici e climatici o fenomeni come la diffusione del Covid-19, che impongono suoi interventi non convenzionali.

Si rende perciò necessario definire e attuare un nuovo assetto istituzionale che prenda in considerazione e sciogla la dipendenza tra le diverse politiche e i comportamenti dei mercati, finalizzandoli alla crescita del reddito e dell'occupazione, che resta la più efficace forma di protezione del risparmio.

A tal fine è d'ausilio uno dei contributi lasciatici dal Prof. Giuseppe Guarino, al quale si intende rendere omaggio in questa importante occasione. In uno scritto del 2014, negli anni in cui egli rifletteva sull'architettura dell'Unione Europea, spiegò il concetto di "uomo-istituzione", che ha come contro faccia quello di "istituzione-uomo". La sua tesi è che, cessato lo stato di natura degli esseri umani, ammesso che sia mai esistito perché comunque erano già calati in istituzioni elementari (la madre, la famiglia, la tribù), la loro collocazione istituzionale è divenuta sempre più complessa, fino ad abbracciarli oltre l'area della vita, da prima della nascita a dopo la morte. La solidità delle istituzioni si fonda, dice Guarino, sulla "forza sociale", ossia la condivisione e il rispetto delle regole che le governano, ed è potenziata dalla "forza organizzativa", una caratteristica più tangibile dell'altra in termini di esercizio del potere di comando sugli esseri umani. L'implicazione di una siffatta analisi è che le istituzioni sono come gli esseri umani: se nascono con difetti a uno o più organi del corpo, i loro comportamenti saranno condizionati e, di conseguenza, le loro prestazioni insoddisfacenti; se nascono con un difetto motorio, cammineranno male, se con difetti di circolazione, si muoveranno con cautela. È ciò che uno degli artefici dell'Unione Europea, Carlo

Azeglio Ciampi, ha definito essere la "zoppia" dell'istituzione a causa del mancato raggiungimento dell'unificazione politica del Vecchio Continente.

Se alle istituzioni manca il sostegno della forza sociale, si accresceranno i tentativi di imporre la forza organizzativa dello Stato, finché la prima non si ribella generando rivoluzioni. Le istituzioni incomplete o inadeguate, comprese quelle sovranazionali, non di rado frutto di compromessi, comportano una serie di conseguenze negative che le continue soluzioni tampone non risolvono, accumulando tensioni sociali ed economiche. Questa conclusione va considerata una viva sollecitazione a impegnarsi per il pieno completamento dell'Unione Europea, non contro la sua esistenza.

Il mercato globale si regge sulla fiducia che i possessori di attività finanziarie ripongono nella possibilità di poterle tramutare in liquidità da scambiare, ove necessario o alla scadenza stabilita. L'abbondante creazione monetaria rinsalda questa fiducia, ma dura finché non si indirizza verso i beni e servizi che compongono il PIL perché, se così accadesse, causerebbe inflazione, creando diversi problemi a causa dell'interruzione dei legami simbiotici tra creazione monetaria e stato della fiducia.

Nell'Unione Europea è stato dedicato più impegno alle istituzioni monetarie e meno a quelle finanziarie, con decisioni ed effetti pratici che hanno penalizzato il risparmio. L'incompletezza dei compiti attribuiti all'ESMA rispetto a quelli assegnati alle organizzazioni sovranazionali monetarie e bancarie, ne è chiara testimonianza. Sono espressioni concrete di questa differente attenzione gli effetti asimmetrici sui portafogli delle famiglie conseguenti alla garanzia concessa ai depositi bancari fino a 100 mila euro, negata a quelli di dimensione più elevata e al risparmio investito in azioni e obbligazioni delle banche introducendo il *bail in*, ossia il loro mancato rimborso in caso di fallimento; invece di creare forme valide di responsabilizzazione degli investitori di fronte alla differente rischiosità dei titoli, il risultato pratico è, non di rado, di decidere interventi affrettati e confusi il cui costo va a carico dei bilanci pubblici nazionali per evitare le conseguenze sociali e legali di possibili fallimenti dei controlli.

È perciò urgente che la nostra politica avvii ufficialmente un esame della situazione esistente in materia di tutela del risparmio in tutte le sue forme, in attuazione dell'art. 47 della Costituzione che favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. La situazione è tale da richiedere di definire in tempi stretti una nuova architettura istituzionale per il buon funzionamento dei mercati monetari e finanziari e l'esercizio dei controlli pubblici indispensabili nel nuovo contesto operativo globale. Nell'occasione, come proporremo più oltre, l'accesso del risparmio popolare andrebbe allargato al "grande complesso produttivo" rappresentato dalle PMI. Questa iniziativa è sollecitata anche dall'abnorme espansione della piramide

finanziaria, destinata ad ampliarsi e a divenire ancora più complessa da gestire, per il diffondersi incalzante delle innovazioni tecnologiche a livello globale.

Il ritardo accumulato nel collocare la moneta e la finanza in quella che è stata definita l'*Infosfera* (la "nuvola" nel linguaggio dei *media*) è parte della lacuna istituzionale evidenziata. Un aspetto di rilievo tocca il sistema dei pagamenti: Stati sovrani e organizzazioni private hanno annunciato la creazione di nuove monete criptate gestite su basi contabili decentrate. Gestori della moneta (banche) e della finanza (intermediari di risparmio) mostrano esitazioni e perfino resistenze nel collocare la loro attività ordinaria nella sfera delle tecnologie informatiche, sollevando istanze etiche comprensibili, ma che, non di rado, celano la difesa delle rendite permesse dall'architettura normativa vigente. La gran parte delle istituzioni ritiene che sia sufficiente muovere verso la digitalizzazione del sistema dei pagamenti e della gestione dei risparmi, ma la frontiera della tecnologia è ben più avanzata della mera digitalizzazione; questo termine non consente di precisare l'ampiezza del compito che sono chiamate ad adempiere le istituzioni pubbliche e private. Minoranze di operatori e di paesi più intraprendenti si sono mossi in questi spazi telematici, aprendo una competizione geopolitica che mette a serio rischio la cooperazione internazionale, mina il processo di pace, faticosamente difeso, e di globalizzazione economica, che ha portato libertà e benessere. In assenza di una nuova architettura, nel mercato mondiale del risparmio la distribuzione dei flussi e delle consistenze risulterà inevitabilmente alterato, ancor più di quanto già non facciano i paradisi fiscali, i differenti trattamenti tributari e gli altri ostacoli all'integrazione dei mercati finanziari nazionali, come il *dumping* regolamentare in ambito societario.

Una manifestazione di questa inversione di tendenza della cooperazione internazionale è la ripresa del protezionismo di ogni tipo, che interrompe i vantaggi della globalizzazione per l'incapacità di governarne i difetti. Se però il problema si esamina solo secondo l'ottica della libertà dei traffici reali e finanziari, si perderebbe il senso della realtà da affrontare, che riguarda il controllo delle informazioni, da sempre materia prima di ogni azione umana. L'evoluzione delle relazioni tra Stati sposta gli equilibri geopolitici economici; si è infatti passati dalla *Hylesfera*, la sfera materiale, dove i conflitti avevano contenuti materiali (guerre per conquiste territoriali, presidio delle rotte dei traffici e impossessamento di beni con la forza), all'*Ideosfera*, la sfera delle ideologie, centrata sulla competizione culturale e la propaganda tra sistemi politici alternativi; si è poi proceduto a scalare il primo livello dell'*Infosfera*, quello delle grandi imprese telematiche, che hanno visto gli Stati Uniti in posizione di *leader*, usando il, per noi ben noto, protocollo *https* (*hyper text transfer protocol secure*) che la lungimiranza degli ideatori ha messo a disposizione di tutti i popoli della Terra.

Ora la competizione geopolitica si svolge a un secondo livello dell'*Infosfera*, quello tra nuovi protocolli informatici e l'uso delle tecnologie in

rapida evoluzione, definite "senza frontiera". Queste innovazioni sono capaci di gestire mole crescenti di dati che permettono non solo lo svolgimento del lavoro "in remoto", il collegamento di un numero elevato di persone senza muoversi dalla loro localizzazione fisica, ma anche la realizzazione di un'ampia gamma di scambi monetari e finanziari su basi interamente telematiche, imponendo alle autorità di governo e di vigilanza un salto nella conoscenza e nella dotazione di strumenti per le loro scelte e per i loro controlli. L'uso di algoritmi basati sull'intelligenza artificiale, l'uso di linguaggi sempre più potenti, come quelli della fisica quantistica, e di *computer* adeguati, impongono una modifica epocale ai livelli di professionalità necessari. Invece, stiamo ancora discutendo sulla opportunità o meno di usare l'intelligenza artificiale, mentre una parte crescente degli operatori politici ed economici, pubblici e privati, nel mondo già fanno ricorso alle nuove tecniche. Solo l'ignoranza dello strumento induce a ritenere che, con gli algoritmi, le decisioni possono sfuggire meccanicamente di mano e, con essi, si possa speculare in borsa e non stabilizzare le quotazioni con decisioni oggettive che prescindono da valutazioni personali.

La ricerca di nuovi protocolli e di nuove tecnologie di connessione mobile, come il 5G, ha già causato chiusure e tensioni tra Stati Uniti e Cina, che rischiano di tramutarsi in conflitti pericolosi se non venissero governati da accordi di cooperazione internazionale; il luogo naturale di loro attuazione sarebbe l'ITU, l'Unione Internazionale delle Telecomunicazioni dell'ONU, con sede a Ginevra, che, per quanto è dato sapere, è stata già investita da questa problematica; il nodo da sciogliere è garantire la socializzazione dei nuovi protocolli, come accaduto per lo *https*. Uno dei problemi centrali di questa competizione riguarda chi avrà il predominio della moneta per usi internazionali come viatico delle destinazioni dei risparmi globali e della collocazione del potere geopolitico.

La ricerca di un'architettura istituzionale valida globalmente, inevitabilmente più lenta, non deve ritardare l'individuazione di una soluzione nazionale per promuovere e partecipare costruttivamente alla cooperazione tra Stati. Abbondano analisi, proposte e anche iniziative di riforma di questi mercati a livello interno e internazionale, ma l'orientamento prevalente è verso la conservazione delle vecchie architetture, potenziando le politiche monetarie, rendendo dipendenti quelle finanziarie e usando le politiche fiscali per aumentare il ruolo dello Stato e ridurre quello del mercato. Per la moneta e la finanza si tenta ancora di incorporare l'*Infotech* nelle normative esistenti e non trasporre queste nel nuovo contesto di riferimento tecnologico e geopolitico. I paesi che non sapranno scegliere una soluzione in prospettiva resteranno indietro economicamente e socialmente.

Il riesame dell'architettura istituzionale monetaria e finanziaria di fronte a mutamenti epocali non è una novità. Le continue crisi del regime monetario internazionale a cavallo dei secoli XIX e XX, dopo una serie di Conferenze

internazionali, portarono alla definizione delle banche centrali come autorità pubbliche indipendenti dagli organi esecutivi e legislativi. La Grande crisi del 1929-33, che ebbe un epicentro nella finanza, fu affrontata dal Presidente americano Roosevelt anche riorganizzando l'architettura istituzionale dei mercati del credito e dei capitali, dando tra l'altro origine alla SEC, la progenitrice della Consob. Da allora si sono registrate altre crisi, le due più gravi di origine bellica, che hanno imposto il ricorso a soluzioni lungimiranti, quale l'Accordo di Bretton Woods del 1944, che hanno consentito al mondo di progredire sulla via del benessere, riducendo il fardello sociale della povertà e sconfiggendo l'attrazione esercitata dalle economie centralizzate e dalle società chiuse ai sistemi di libertà. La crisi finanziaria globale del 2008 ha imposto una creazione di moneta più ampia e una regolamentazione della finanza più rigida, non guidate però da una visione di una nuova architettura istituzionale adatta alla realtà che si andava delineando. Il costo è l'abbassamento registrato del saggio di crescita reale dei paesi più avanzati nei sistemi che perseguono l'attuazione di una libertà positiva.

Le scelte da fare per affrontare la realtà tecnologica, monetaria e finanziaria possono dare vita a due diversi regimi.

- Il *primo* dovrebbe condurre a una netta distinzione tra moneta e finanza, realizzando il sogno di Hyman Minsky di porre fine alla moneta come serva di due padroni, la stabilità dei prezzi e la stabilità bancaria (o dello sviluppo reale), resa oggi possibile dalle tecnologie dei registri decentrati (DLT). L'attuazione richiede di dotare il sistema dei pagamenti di una criptomoneta pubblica o – nell'impossibilità di superare gli egoismi nazionali che affossarono il *bancor* di Keynes – di poche monete nazionali criptate legate da regole di cambio uguali per tutti; queste mancano nello Statuto del WTO, che consente una libera scelta degli Stati tra cambi fissi, fluttuanti o *dirty* (con interventi delle autorità nazionali). Non è quindi solo un problema legato alla distinzione tra moneta e prodotti finanziari, sulla quale sembra concentrarsi l'attenzione dei regolatori, ma di individuazione dei compiti delle istituzioni, oltre che dei modi in cui devono operare il sistema dei pagamenti e la gestione del risparmio. Gli annunci delle autorità che sollecitano la digitalizzazione della moneta e delle attività finanziarie non colgono l'ampiezza e importanza del problema da risolvere. Se si disponesse la nascita di una criptomoneta pubblica, il sistema dei pagamenti si muoverebbe in modo indipendente dalla gestione del risparmio, che affluirebbe interamente sul mercato libero, cessando la simbiosi tra moneta e prodotti finanziari, affidandone la gestione in modo indipendente ai metodi messi a punto dai registri contabili decentrati e dalla Scienza dei dati.
- Il *secondo* manterrebbe le caratteristiche prevalenti del regime esistente, ma la sua regolazione presenterebbe maggiori complicazioni perché conviverebbero i vecchi e i nuovi strumenti monetari e finanziari, insieme ai vecchi e nuovi

metodi di loro gestione. La maggior parte dei Governi sembrerebbe non voler procedere verso la creazione di una propria criptomoneta, né intendono farlo congiuntamente; alcuni tra essi, tuttavia, come la Cina e la Russia, forti di loro autonomi protocolli, intendono però realizzarla nell'intento sia di avvantaggiarsene a scopi di riequilibrio geopolitico economico, sia di proteggersi dagli effetti sgraditi, quali la perdita di controllo delle informazioni nazionali, e da quelli graditi, come l'impossessamento di quelle dei paesi concorrenti. Perciò, le relazioni internazionali, invece di convergere verso una soluzione comune, tendono a complicarsi ulteriormente. Questo regime già opera per l'esistenza di alcuni *cryptoasset*, individuati nei *Bitcoin* o *Coin* o *Stable coin* o *Token*, che ha fatto perdere il senso di ciò che si dovrebbe fare: unificare e modernizzare il sistema dei pagamenti, riconducendolo nell'alveo legale di garantire la stabilità del potere d'acquisto e di essere l'unico mezzo legale liberatorio dei debiti. Nonostante ciò, si mostrano ancora esitazioni nello stabilire che non possano convivere criptomonete private e pubbliche perché causerebbero confusione, se non proprio disastri. Problemi non minori di mancata regolazione si delineano per le criptoattività finanziarie che, dopo l'esperienza non proprio brillante delle *ICO (Initial Coin Offering)*, paiono indirizzarsi verso la loro tokenizzazione, un ibrido monetario-finanziario a cui manca una regolamentazione pubblica. Nell'ambito di questo regime alternativo, la protezione del risparmio sarebbe decisamente più difficile, se non impossibile, perché la competizione tra monete pubbliche, che ricercano la stabilità, e monete private, che ricercano profitti, altererebbe il funzionamento dell'attuale architettura istituzionale, che già vive la stretta dipendenza descritta tra gestioni monetarie, finanziarie e fiscali. Va perciò stabilito con urgenza quale sia la moneta che attribuisce valore legale ai diritti di credito, proprietà di cui non godono le altre monete previste da accordi negoziali.

La Consob è avanti nell'esame di questa problematica e nella ricerca di soluzioni pratiche utili per l'esercizio delle sue funzioni.

Le dichiarazioni rese dalle autorità pendono verso l'affermarsi di fatto del secondo regime. Esse, tuttavia, registrano giuste esitazioni nei confronti della nascita di pseudo-criptomonete private come la Libra di Facebook o le Grams di Telegram, che hanno molte caratteristiche duplici, di moneta e prodotti finanziari. Le autorità americane si sono già pronunciate contro l'iniziativa di Telegram con obiezioni procedurali, non interamente logiche come qui avanzate.

Qualsiasi sia lo sbocco nella scelta del regime monetario e finanziario, vi sono due passi preparatori della nuova architettura istituzionale da muovere con urgenza.

Il *primo* è la creazione di una base informativa comune quanto più ampia possibile, accessibile dalle autorità di controllo, fissando regole adeguate per l'accesso, al fine di lottare contro la criminalità organizzata o singoli atti criminali

e il finanziamento del terrorismo. Poiché la sicurezza dei dati (la *cybersecurity*) deve essere garantita dallo Stato, questo servizio deve essere considerato un vero e proprio "bene pubblico", ossia un bene la cui produzione va garantita e protetta per tutelare l'interesse generale e, pertanto, messo a disposizione di tutti.

Il *secondo* è affidare l'utilizzo di questa base dati ai metodi messi a punto da *Data Science* che, ribadiamo, sono le uniche che garantiscono scelte di investimento oggettive su basi razionali, trasparenti e verificabili. Gli scambi finanziari avverrebbero esclusivamente con algoritmi che forniscono una previsione oggettiva di come si comporterà il mercato al mutare delle informazioni, eliminando speculazioni, errori di valutazione soggettivi o comportamenti illegali. La tutela del risparmio va affidata all'uso di metodi scientifici da parte dei gestori, controllati con gli stessi metodi di controllo da parte degli enti deputati. Poiché l'impegno di risorse umane e finanziarie per raggiungere la conoscenza e l'applicazione delle innovazioni tecnologiche è rilevante e i risultati vanno socializzati educando le persone a usarli, anche questa intrapresa va considerata un "bene pubblico".

Il settore privato si sta muovendo più rapidamente degli Stati, che devono colmare il ritardo. Già lo scorso anno, la Consob ha annunciato di voler dare vita alla SAFE, una Scuola per le Applicazioni Fintech Elettroniche, ma esitazioni nel procedere e ostacoli legislativi hanno rallentato la realizzazione. Per superare i vincoli normativi, nel giugno scorso la Consob ha chiesto al Parlamento e ottenuto il 28 dello stesso mese di potersi avvalere della collaborazione delle Università, il centro naturale dove si dovrebbe svolgere una tale ricerca. È in via di definizione un accordo con due Università, una di Roma e una di Milano, ma a seguito della crisi sono subentrati vincoli di bilancio che rallentano l'iniziativa e impongono di venire affrontati congiuntamente tra istituzioni, la cui natura pubblica è stata in precedenza sottolineata. Nelle *Considerazioni finali* lette il 29 maggio, abbiamo appreso con soddisfazione che il Governatore della Banca d'Italia ha annunciato la creazione di un "centro di innovazione digitale di ampio respiro europeo" di cui tutti certamente beneficeranno. La Consob è in contatto con le principali consorelle estere per monitorare i progressi da esse ottenuti nell'applicare ai controlli i metodi di *Data Science*; in argomento si sono già tenuti istruttivi incontri.

2 L'obiettivo finale: rafforzare il capitale di rischio delle imprese esportatrici, soprattutto medie e piccole, e proteggere tutte le forme di risparmio indirizzandole al sostegno dell'attività reale

In occasione dell'incontro con il mercato del 14 giugno 2019 le esportazioni e il risparmio privato sono stati indicati come i punti di forza

dell'economia e della società italiana. Ne consegue che la nuova architettura istituzionale va studiata in funzione del rafforzamento di queste due nostre forze, inquadrare nel nuovo contesto tecnologico e geopolitico illustrato.

Il modello di sviluppo dell'economia italiana che si è andato formando nel dopoguerra all'atto del passaggio dall'economia agricola a quella industriale è del tipo *export-led*, trainato dalle esportazioni. Le crisi susseguitesì hanno fatto emergere il successo delle imprese esportatrici "di nicchia", in gran parte medie e piccole, i cui prodotti sono unici non solo per la creatività tipica del *Made in Italy*, ma anche perché hanno un elevato contenuto tecnologico.

Nel complesso, le vendite all'estero si sono affermate come l'area di maggior successo e resistenza alle crisi internazionali del sistema produttivo italiano. Esse hanno rappresentato la via di uscita alla crisi del 2008 ma, essendo pari a quasi un terzo del PIL, non hanno dimensione sufficiente per imprimere una spinta a una maggiore crescita del reddito e dell'occupazione se non accompagnate da un' incisiva ripresa degli investimenti pubblici e privati, sovente invocata, ma altrettanto sovente non attuata.

Non è avventato affermare che la capacità competitiva dell'area esportatrice resterà solida anche dopo lo *shock* pandemico. Le decisioni interne, europee e internazionali, si sono giustamente prefisse di evitare gravi conseguenze monetarie e finanziarie, oltre che lenire i costi sociali, ma l'uscita dalla crisi dipenderà dalla possibilità che l'abbondanza di moneta a basso costo si trasmetta all'attività reale attraverso forme finanziarie adatte.

Le PMI, soprattutto esportatrici, potrebbero essere oggetto di un esperimento di stimolo del capitale di rischio con funzioni alternative all'indebitamento, argomento che verrà ripreso più oltre, quando verrà trattato il problema della leva finanziaria in generale. Questa iniziativa sarebbe meglio finalizzata se si accompagnasse a un progetto di sostegno della loro attività di ricerca e sviluppo, per incorporare le innovazioni tecnologiche nei processi e nei prodotti. Come sottolineato per il *Fintech* delle banche e degli intermediari finanziari è necessario studiare e applicare i metodi *Hytech* per queste imprese, considerandoli anch'essi un "bene pubblico". Questa istanza è già presente nella funzione di utilità sociale della politica di quasi tutti i paesi ed esistono molte provvidenze che operano in tal senso, ma manca una considerazione congiunta per ricondurre in un unico alveo istituzionale la miriade di piccoli interventi di questa natura già decisi o in corso di essere varati.

Il risparmio italiano ha mostrato storicamente una forte resilienza agli *shock*, collegandosi alle esportazioni e dando vita a un centro rilevante di sua formazione nel saldo attivo di parte corrente della bilancia con l'estero. In passato si è ritenuto che il carro dello sviluppo fosse trainato dalla domanda interna e dalla spesa pubblica, ma è emerso che il traino proviene da due componenti a esse

interne – la domanda estera e la disponibilità di risparmio – alle quali va destinata specifica attenzione in attuazione del disegno di riforma dell'architettura istituzionale qui richiesta.

A fine 2019 le Famiglie italiane disponevano di una ricchezza immobiliare, monetaria e finanziaria, al netto dell'indebitamento, pari a 8,1 volte il loro reddito disponibile, di cui 3,7 volte in forma di attività finanziarie, per un ammontare di 4.445 miliardi di euro. Gli italiani sono tutt'altro che cicale, come una distorta pubblicistica tende a sostenere, mentre sono formiche che lavorano per sostenere molte cicale estere, anche quelle di paesi che hanno un ben differente rilievo economico, come il Canada, gli Stati Uniti, il Regno Unito, il Belgio, la Francia e la gran parte dei paesi sudamericani. Ciò è valido guardando sia alle consistenze, sia ai flussi annuali di risparmio dei paesi citati.

Questi dati non tengono conto delle immense ricchezze artistiche e ambientali del nostro Paese, che sono larga parte del patrimonio dell'umanità, la cui produzione di valore aggiunto, attraverso il turismo e gli scambi culturali, va assumendo il ruolo di volano della crescita delle aree economicamente più arretrate del Paese.

Nella prima parte del 2020, nonostante la gravità della pandemia Covid-19 e i timori degli effetti sull'economia, il risparmio ha reagito positivamente, ricomponendo gli investimenti a favore della moneta in linea con le ben note reazioni degli investitori alle incertezze. Le manifestazioni più gravi si sono avute nelle borse valori, che sono state fronteggiate da efficaci politiche di sostegno monetario e fiscale; tuttavia, tali interventi hanno ulteriormente accresciuto la dipendenza dei mercati finanziari dalla politica monetaria, allentando le relazioni tra i prezzi che in essi si formano e gli andamenti reali. La perdita di valore delle azioni quotate nella borsa italiana è stata in linea con quella registrata dalle borse estere, anzi è stata leggermente inferiore a quella delle borse europee; la tendenza è verso il recupero delle quotazioni vigenti prima dello scoppio della crisi sanitaria. Anche i Fondi comuni di investimento italiani hanno reagito molto meglio di quelli del resto del mondo, dove sono stati registrati casi di mancato rimborso dei riscatti delle quote.

La conferma che la posizione finanziaria con l'estero dell'Italia resta in sostanziale pareggio, ribadisce quanto sostenuto lo scorso giugno: il nostro Paese non rappresenta un problema finanziario per il resto dell'Europa e del mondo, ma una risorsa di risparmio a cui l'estero attinge in diverse forme per la sua crescita. Dati alla mano, in quell'occasione è stato chiesto che questo contributo venisse riconosciuto, evitando di concentrare le valutazioni sull'indebitamento pubblico, trascurando parametri che ignorano la solidità e la stabilità del risparmio interno e alimentano pregiudizi piuttosto che indurre fondate valutazioni. Questa considerazione sposta l'attenzione e l'impegno sul ruolo della politica interna ed europea nel determinare la fiducia. All'Italia non mancano solide fondamenta reali,

ma scarseggia la loro giusta considerazione. A un anno di distanza non esistono elementi tali da cambiare il giudizio allora espresso.

L'importanza della fiducia negli equilibri del mercato finanziario è stata asseverata nel 2019 da una rilevante discesa dello *spread* sui rendimenti dei titoli di Stato, pur in presenza di una politica monetaria europea inizialmente più cauta e un lieve peggioramento del saggio di crescita reale. Gli analisti attribuiscono detto miglioramento al venir meno dei timori di un cambiamento di denominazione del debito pubblico per tornare a una moneta nazionale. La recente ampia oscillazione dello *spread* come conseguenza, prima, alle incertezze insorte a seguito della crisi pandemica, poi, al vigoroso intervento monetario, conferma la mutevolezza della fiducia, assegnando al compito di tenerla sotto controllo caratteristica di obiettivo prioritario dei poteri dello Stato. Questo sarà possibile se le autorità europee e le istituzioni sovranazionali contrasteranno le valutazioni distorte del mercato, come già stanno facendo per la stabilità dei debiti sovrani, sottolineando la rilevanza di più ampi e validi indicatori.

In breve, proponiamo di "cercare la verità nei fatti".

3 Azioni da condurre nell'immediato

La solidità e resilienza del risparmio italiano è tuttavia condizione necessaria, ma non sufficiente affinché affluiscano risorse verso il capitale produttivo, che resta la migliore condizione per un'efficace tutela. Un passaggio necessario è che la politica economica prenda in considerazione tra i suoi obiettivi la leva finanziaria, nella sua duplice configurazione, per le imprese, del rapporto tra capitale di rischio e indebitamento e, per il settore pubblico, delle forme di indebitamento per coprire lo squilibrio tra entrate e spese correnti. Se gli interventi decisi per fronteggiare la crisi produttiva si concentreranno in prevalenza sulla concessione di garanzie e di incentivi all'indebitamento delle imprese, si avrà un peggioramento della loro leva finanziaria, che renderà ancora più difficile e più lenta la ripresa dell'attività produttiva. Se a queste spese e a quelle necessarie per assistere le famiglie in difficoltà si provvederà con prestiti obbligazionari pubblici e crediti ottenibili dall'UE, tutti da rimborsare, il rapporto debito pubblico/PIL, già elevato, si innalzerà ulteriormente. Se, come presumibile, il mercato non terrà conto della capienza del nostro risparmio ad accoglierlo e della solidità delle nostre esportazioni a generarlo; e se il rimborso del debito pubblico è messo in dubbio dalle stesse istituzioni sovranazionali, la ripresa produttiva e la rete del benessere sociale ne patirà ulteriormente.

È auspicabile pertanto che si agisca in due direzioni: a) emettere obbligazioni pubbliche irredimibili (*consols*), strumento tipico delle fasi belliche, alle quali la vicenda sanitaria è stata sovente paragonata: esse potrebbero

riconoscere un tasso dell'interesse, esonerato fiscalmente, pari al massimo dell'inflazione del 2% che la BCE si è impegnata a non superare nel medio termine; b) agevolare la formazione di capitale di rischio in sostituzione dell'indebitamento.

Le condizioni del mercato del risparmio italiano e le manifestazioni di solidarietà sociale che si sono susseguite nei due mesi di *lockdown* sollecitano una verifica pratica delle espressioni di valori sociali encomiabili, chiedendo ai cittadini risparmiatori di partecipare nel loro interesse a impedire che costi e vincoli possano essere imposti al Paese se non si raggiungessero i rapporti di debito pubblico/PIL nella misura concordata a livello europeo. La sottoscrizione di obbligazioni irredimibili sarebbe ovviamente volontaria e l'offerta quantitativamente aperta. In altri paesi le emissioni di *consols* sono state seriamente discusse e forme simili attuate, ma nessun esperimento pratico di questo tipo è stato tentato. Se i cittadini italiani non sottoscrivessero questi titoli, concorrerebbero a determinare decisioni che, ignorando gli effetti di lungo periodo di un maggiore indebitamento pubblico, creerebbero le condizioni per una maggiore imposizione fiscale. Emettere titoli irredimibili sarebbe quindi una scelta dai contenuti democratici più significativi perché, se sottoscritti, limiterebbero i rischi per il futuro del Paese e, di conseguenza, gli oneri sulle generazioni future, quelle già in formazione e quelle che verranno.

La soluzione di far beneficiare il capitale di rischio della garanzia statale, entro limiti e condizioni predeterminati, ma attuata in tempi brevi e in forme chiare e semplici, eviterebbe un ritorno non meditato dello Stato nelle imprese e consentirebbe ai piccoli risparmiatori di godere di garanzie capaci di azzerare il rischio delle proprie scelte per un periodo predeterminato; essi beneficerebbero inoltre dei vantaggi di una ripresa produttiva da parte delle imprese alle quali affidano i propri risparmi nel caso in cui gli investimenti avessero successo. Lo Stato spenderebbe certamente meno di quanto non faccia erogando sussidi a fondo perduto, compresi quelli destinati a imprese che non hanno possibilità di sopravvivenza; responsabilizzerebbe inoltre gli imprenditori a ben usare il risparmio ottenuto, limitando l'azzardo morale. Questa soluzione consentirebbe anche di ancorare nuovamente la finanza all'attività reale, in linea con l'obiettivo da perseguire con la nuova architettura istituzionale.

Un esperimento potrebbe essere immediatamente avviato partendo dalle 22.058 medie imprese, dando iniziale preferenza alle 10.838 già esportatrici e a quelle che intendono diventarlo presentando piani credibili. Lo Stato potrebbe agevolare la formazione di loro capitale proprio da parte di investitori, anche non istituzionali, per favorire l'azionariato popolare come richiesto dalla Costituzione, garantendo un ammontare medio unitario di 1 milione di euro; una volta raggiunto l'obiettivo, l'onere oscillerebbe da un minimo di 11 miliardi di euro a un massimo di 22, che si immetterebbero immediatamente nel circuito produttivo, con effetti positivi sulla leva finanziaria.

Conclusioni

L'analisi delle condizioni generali in cui l'Italia opera e dei suoi specifici punti di forza inducono a concludere che sarebbe utile, anzi doveroso, costituire una Consulta pubblica, composta da studiosi e operatori dotati di conoscenze teoriche e professionali elevate, a cui affidare il compito di definire entro l'anno un documento operativo per dare vita a una nuova architettura istituzionale meglio capace di proteggere il risparmio e incanalarlo verso l'attività produttiva, cominciando dalle esportazioni. Con l'occasione si dovrebbe incorporare nella proposta l'obiettivo di raggiungere la frontiera più avanzata della tecnologia, tenendo conto degli equilibri geopolitici che si vanno formando.

Nel 1998, prima ancora che le vicende descritte si avverassero e la discontinuità tecnologica emergesse prepotentemente, Carlo Azeglio Ciampi aveva affermato: *vi è da chiedersi se la sempre più stretta integrazione tra i tre comparti della finanza (attività di credito, d'investimenti e assicurativa), sotto il profilo sia dei soggetti e dei prodotti, sia delle strategie d'impresa, non renda necessario riassumere in un Testo Unico tutta la disciplina della intermediazione creditizia, finanziaria e assicurativa*. In breve, un Testo che realizzi l'esigenza di una regolazione unitaria delle legislazioni bancaria, finanziaria e assicurativa, sotto il profilo dei soggetti e dei prodotti, che necessitano, ormai, di una disciplina coordinata e integrata. Ripropongo questa autorevole riflessione all'attenzione della politica e del mercato, invitandoli a sostenerla tenendo conto del quadro istituzionale europeo, al quale estendere istanze analoghe a quelle qui avanzate, e dei tempi difficili che viviamo a livello globale e tecnologico.

1 Un anno difficile: risparmio ed esportazioni hanno retto il peso della crisi

A causa della pandemia, il 2020 è stato uno degli anni peggiori vissuti dall'Italia sul piano economico e sociale dalla fine della Seconda Guerra Mondiale. L'Unione Europea e l'Italia hanno attivato un ampio arco di strumenti di politica economica per controllare gli effetti della situazione emergenziale, anche impegnando le strutture esistenti in compiti nuovi. Dopo aver registrato una caduta rilevante del PIL, il Paese si è avviato verso la ripresa economica fin dalla seconda parte dell'anno e, più nettamente, nei primi mesi del 2021, e mostra volontà propria di affrontare i problemi irrisolti, anche avvalendosi del mutamento di attitudine di politica fiscale dell'Unione Europea, necessario fondamento della coesione tra paesi membri.

I risultati dell'anno hanno confermato la valutazione espressa nei precedenti *Discorsi* che il risparmio e le esportazioni sono i due pilastri della forza sociale ed economica del Paese. La tutela del risparmio svolta dalle istituzioni pubbliche, tra cui la Consob, segue regole sperimentate e perfezionate nel tempo, che tuttavia richiedono un aggiornamento alla luce delle innovazioni tecnologiche in ambito finanziario; la protezione più solida resta però il suo ancoraggio all'attività reale, il cui procedere è plasmato in Italia dall'andamento delle esportazioni. I consumi privati e la spesa pubblica mostrano invece di non possedere da noi la spinta che hanno in altre importanti economie estere.

Il saggio di risparmio delle famiglie italiane rispetto al reddito disponibile è cresciuto nell'anno del 50% ma, ove si escludano i risparmi investiti nelle società quotate, il suo rendimento è restato piuttosto basso, prossimo a zero. Considerata la consistenza di attività finanziarie in mano alle Famiglie, ogni punto percentuale di remunerazione si può stimare nell'ordine di circa 30 miliardi di euro, quasi il 2% del PIL, la dimensione di una buona manovra di bilancio pubblico del passato. Tenuto conto degli oneri di gestione, il risparmio ha contribuito significativamente a sostenere la stabilità dei mercati, senza però aver prodotto la crescita reale attesa dalla sua "eutanasia" ipotizzata da Keynes, anche se questo effetto è oggi il risultato di una crisi insorta per motivi peculiari e contingenti.

Le esportazioni hanno registrato difficoltà, riducendosi in volume di circa un settimo rispetto al 2019, per il concomitante effetto della discesa della domanda mondiale e degli ostacoli alla produzione interna dovuti al *lockdown*. Le importazioni hanno avuto un calo più marcato, consentendo al saldo del conto corrente della nostra bilancia estera di rimanere positivo, incrementandosi lievemente rispetto al PIL. Nell'anno la posizione patrimoniale verso l'estero dell'Italia è migliorata ulteriormente, presentando un attivo per la prima volta dopo tre decenni. Il mercato finanziario internazionale ha registrato solo parzialmente questa favorevole posizione strutturale del Paese. Nel primo trimestre del 2021 il commercio mondiale si è portato a livelli superiori a quelli pre-crisi e le nostre esportazioni sono continuate a tassi di crescita doppi rispetto a esso, a conferma della resilienza e della dinamicità delle nostre imprese del settore. Anche il saldo del conto finanziario con l'estero, che aveva registrato un lieve saldo negativo nel 2020, è divenuto positivo, a conferma della funzione di pilastro della stabilità del nostro risparmio.

Per fare fronte alle difficoltà economiche e sociali il debito pubblico è cresciuto grandemente, sia pure in forme diverse da quelle che uno stato emergenziale avrebbe richiesto. La fiducia nelle capacità di reazione dell'economia italiana è tuttavia cresciuta, come testimonia la significativa riduzione dello *spread* tra i tassi dell'interesse dei BTP e BUND. Questo risultato è anche frutto delle decisioni prese dalla BCE di acquistare volumi significativi di titoli pubblici e dalla Commissione europea di sospendere, anche se temporaneamente, il Patto di stabilità e di lanciare il Piano *Next Generation EU* (NGEU). Concordiamo sulle valutazioni date per l'insieme di queste decisioni sul miglioramento strutturale del nostro saggio di crescita reale e, di conseguenza, della stabilità sistemica della nostra economia.

Per la prosecuzione della fase di rilancio dell'attività produttiva è però necessario integrare le decisioni finora prese per incentivare il capitale di rischio delle imprese al fine di migliorare la loro leva finanziaria e renderle più disponibili a intraprendere nuove iniziative. Offre un'occasione importante la riforma del fisco sollecitata da tempo e ribadita nel quadro del PNRR, il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza in attuazione del NGEU, se si assegna a essa il compito di considerare le istanze produttive sullo stesso piano di quelle etiche nelle valutazioni dell'equità distributiva.

L'assegnazione del Nobel dell'economia 2020 a Robert Wilson e Paul Milgrom ha riportato all'attenzione dei governanti il principio dell'"ottimo paretiano", secondo cui esiste un punto della redistribuzione del reddito raggiunto il quale il miglioramento del benessere di alcuni non si può ottenere senza causare il peggioramento di quello degli altri. Ovviamente il principio vale sia per le generazioni presenti che tra queste e le generazioni future. L'ottimo paretiano si raggiunge più rapidamente quando manca la crescita reale, come avvenuto a

seguito del *lockdown* sanitario; si deve perciò attendere un suo innalzamento a seguito della ripresa in atto.

L'intervento dello Stato per fini sociali ha raggiunto nell'anno forme e livelli inusuali, senza però attenuare la pressione sulle risorse pubbliche da parte dei cittadini; ciò non deve sorprendere perché il contenuto razionale dell'azione umana spinge a scegliere di ottenere il migliore risultato al minor costo. Le imprese private, soprattutto se esportatrici, sono costrette dalla concorrenza a risolvere i propri problemi senza indugi, pena l'esclusione dal mercato; questa loro capacità rappresenta un cardine della crescita e un fondamento del buon funzionamento della democrazia, che ha il potere di correggere la distribuzione del reddito determinata dall'attività produttiva e commutativa attraverso regolamenti, imposte e tasse. Quando queste forme sono insufficienti e il risparmio non viene utilizzato dai privati, lo Stato ricorre all'indebitamento, non sempre però a seguito di una fondata valutazione degli effetti redistributivi intergenerazionali.

Riconoscere che mercato e democrazia svolgono un controllo delle rispettive funzioni svolte e l'esatta conoscenza del valore da attribuire a ciascuna è un passo indispensabile per un buon funzionamento dell'economia e della società, la cui cura va affidata a un buon sistema di educazione civica.

2 L'emergenza delle innovazioni finanziarie

Importanti documenti ufficiali hanno analizzato compiutamente il difficile quadro interno, europeo e internazionale entro cui tutti si devono muovere. Condividiamo la diagnosi avanzata ed esprimiamo l'auspicio che essa venga fatta propria dalla pubblica opinione e trasmessa al mandato che essa attribuisce alle forze politiche.

Intendiamo integrare, nell'ambito delle nostre competenze, la diagnosi avanzata con l'indicazione del ruolo che svolge sul mercato del risparmio la creazione in forme articolate di nuovi strumenti virtuali, come le *cryptocurrency*, e l'intercambiabilità tra loro e con gli strumenti tradizionali. Gli effetti sulla tutela del risparmio e sulla stessa distribuzione del reddito appaiono rilevanti e richiedono di essere oggetto di un'esatta comprensione per dare seguito urgente a una regolamentazione che colmi le lacune da questa palesate.

Sulla base del metro offerto dalla normativa vigente, non è più possibile distinguere, con certezza tecnica e giuridica, in che cosa oggi consistano legalmente la moneta e i prodotti finanziari, un contenuto che si presenta interrelato per la connessione garantita dalle piattaforme di conversione tra strumenti virtuali e tradizionali. Il mercato usa un metro diverso da quello della normativa esistente, che richiede di essere in questa integrato. L'attività in forme mobiliari che si svolge nell'infosfera va sempre più interferendo anche con le

relazioni internazionali e gli equilibri geopolitici, la cui stabilità riveste un ruolo importante per gli scambi monetari e finanziari, soprattutto a seguito del peso crescente che essi hanno in un *habitat* politico non più al meglio dei risultati di pace e prosperità raggiunti nell'ultimo trentennio di integrazione e cooperazione tra Stati.

Un passo necessario per mettere a fuoco l'oggetto da regolare è chiarire il significato dei termini usati. In questa sede siamo ricorsi alla consueta dicotomia tra strumento tradizionale e strumento virtuale; per quest'ultimo si usa anche il termine digitale, che abbraccia però sia le forme ormai tradizionali (come le carte di credito, i dispensatori ATM di moneta fisica e i pagamenti *on line*), sia quelle più recenti di pagamenti o scambi in strumenti criptati; sono questi ultimi che creano nuovi problemi al funzionamento dei mercati per le relazioni che instaurano con gli strumenti tradizionali e digitalizzati, rendendo difficile la loro regolamentazione e sorveglianza, con conseguenze distorsive sull'attività di produzione e scambio, come testimonia il fatto che un solo *Bitcoin* abbia avuto di recente la possibilità di acquistare un'auto elettrica di grossa cilindrata e poco dopo abbia perso la metà del suo potere di acquisto.

L'informatica finanziaria è una lampada prodigiosa dalla quale è uscito il Genio.

Le autorità non riusciranno a riportarlo dentro, perché esso agisce nella sfera immateriale (o infosfera) controllabile solo cambiando protocollo di scambio delle informazioni, ossia frammentando l'unità del mercato mondiale e così riducendo il saggio di competitività internazionale. La piramide di *bit*, l'unità di misura dell'informatica, è cresciuta enormemente ed è penetrata nel mercato degli strumenti tradizionali perdendo il contatto territoriale implicito nella loro trattazione su basi legali.

Nelle attuali condizioni, le autorità possono intervenire divenendo parti attive nell'infosfera, ossia utilizzando anch'esse i vantaggi delle tecniche digitalizzate; la loro azione risulterà più efficace se cooperano tra loro ma, per raggiungere lo scopo, devono comprendere innanzitutto i limiti e le possibilità nell'uso delle nuove tecnologie che la Scienza dei dati e quella delle reti va sviluppando a ritmi incalzanti. Alle condizioni che si sono affermate sul mercato, i soli ammonimenti sui rischi corsi dai risparmiatori o le stesse proibizioni risultano inefficaci.

L'attuale sistema degli strumenti criptati si regge sulla convinzione e convenzione dominanti tra privati, che ignorano il ruolo centrale che svolge nel buon funzionamento del mercato la natura legale della moneta come unico mezzo di scambio e di liberazione dei debiti. La volontà espressa in più sedi dalle autorità di governo di voler cogliere le opportunità delle innovazioni tecnologiche non va intesa come un'accondiscendenza verso la perdita di trasparenza del mercato, ma

la volontà di un suo recupero facendo uso delle stesse innovazioni finanziarie; perciò l'attitudine favorevole alle nuove tecniche va accompagnata con norme chiare sulla nascita e sugli scambi degli strumenti criptati e sui loro intrecci tra attività/passività monetarie e finanziarie tradizionali, siano esse già digitalizzate o meno, come guida indispensabile per gli operatori che gestiscono la liquidità e i risparmi.

La creazione via *computer* di moneta fiduciaria privata offre a chi la effettua (i c.d. "minatori") la possibilità di disporre di un potere di acquisto. Richard Rasmussen, un economista le cui analisi abbracciano un vasto spettro di istanze biologiche e sociali, ha scritto che "sarebbe estremamente ridicolo applicarsi per davvero a dimostrare che la ricchezza consiste nella moneta, o nell'oro e nell'argento, e non in ciò che la moneta acquista". La funzione redistributrice, propria della democrazia, e quella produttiva-commutativa, propria del mercato, risultano alterate dalla creazione di potere di acquisto digitalizzato, ancor più se collocato in una contabilità perfettamente decentrata. Nonostante la loro importanza negli equilibri sociali, le implicazioni etiche delle innovazioni finanziarie sul funzionamento della democrazia hanno finora ricevuto minore considerazione di altri aspetti del problema, quali il *digital divide*, la *privacy* e il diritto alla libera iniziativa privata.

Al momento della nascita, il potere di acquisto degli strumenti virtuali è inesistente, non avendo dietro un rapporto economico di debito e credito, come ogni altra operazione che si realizza sul mercato, ivi inclusa la creazione di moneta legale che vede debitrice un istituto pubblico di emissione. Il rapporto di debito e credito si concreta solo al verificarsi dell'aspettativa che qualcuno accetti spontaneamente lo strumento virtuale creato e possa rivenderlo ad altri al momento opportuno. Solo le operazioni di scambio effettuate dopo aver "minato" le criptovalute generano un rapporto da iscrivere in una contabilità a partita doppia, come insegnataci mezzo millennio orsono dal Frate Luca Pacioli; ma la reale responsabilità del debitore "secondario" resta pur sempre incerta, avendo alla radice l'assenza di un debitore "primario".

Il mutamento che va interessando il funzionamento del mercato in generale è profondo. La diffusione degli strumenti virtuali ha sollecitato la nascita delle già ricordate "piattaforme tecnologiche" che consentono modalità di accesso ai servizi di pagamento e di negoziazione in titoli più rapide e meno costose rispetto a quelle offerte dalle banche e dagli altri intermediari. Le funzioni di custodia e scambio da esse inizialmente svolte si sono evolute per accogliere operazioni sempre più articolate e complesse, ivi incluse la concessione di crediti garantiti da propri o altrui strumenti virtuali o la stipula di contratti derivati usando come *collateral* le *cryptocurrency*, anche per più operazioni dello stesso tipo. Questi nuovi comparti del mercato sono in rapida evoluzione e sembra ripetersi l'esperienza antecedente la crisi del 2008, quando i contratti derivati si

svilupparono fino a raggiungere una dimensione di dieci volte il PIL globale, assumendo forme complesse che ricevettero un *rating* elevato. Pur con le dovute distinzioni, è prevedibile che stia accadendo qualcosa di analogo nel mercato dei prodotti monetari e finanziari virtuali, soprattutto criptati.

Più che dallo strumento in sé stesso, il problema nasce dalla tecnologia usata, la *blockchain* o catena di contabilità decentrata. La sua forma originaria, quella usata dai *Bitcoin* nel 2009, è un circuito le cui informazioni restano confinate esclusivamente tra possessori dello strumento criptato, identificati da un codice numerico; le transazioni vengono certificate dal meccanismo stesso, senza l'intervento di un'entità esterna (come le banche per i depositi o gli intermediari finanziari per i titoli di credito).

Per quanto è dato conoscere sullo stato delle tecniche di hackeraggio, la *blockchain* originaria è impenetrabile, mentre quella usata da altre *cryptocurrency* non lo è, come testimoniano fatti già accaduti per importi anche significativi; queste altre forme hanno raggiunto soluzioni sofisticate per proteggersi dagli attacchi esterni, tuttavia sono pur sempre penetrabili ma, nel convincimento di chi li usa, il rischio trova compensazione nei vantaggi che provengono per raggiungere altri fini, come realizzare i così detti *smart contract*. Rimane pur sempre il fatto che essi restano nel confine dell'incertezza di essere dentro o fuori il perimetro della legalità, soprattutto se includono l'uso delle *cryptocurrency*. Per cogliere l'ampiezza delle possibilità messe a punto dai tecnici delle contabilità decentrate si usa l'acronimo *DLT* (*Distributed Ledger Technology*), dei cui reali contenuti sono coscienti solo gli esperti (i *professionals*), ma non la clientela ordinaria (il *retail*) che, se vi accede, risulta di fatto meno protetta.

L'uso di questi strumenti nelle forme chiuse all'esterno dei partecipanti all'iniziativa (*permissionless*) preclude una vigilanza privata (come quella svolta dai collegi sindacali e dalle società di certificazione) o pubblica (da parte delle autorità di vigilanza). Senza presidi adeguati (norme ed enti), ne consegue un peggioramento della trasparenza del mercato, fondamento della legalità e delle scelte razionali degli operatori. Tra gli effetti negativi ben conosciuti vi è la schermatura che queste tecniche consentono ad attività criminali, come l'evasione fiscale, il riciclaggio di denaro sporco, il finanziamento del terrorismo e il sequestro di persone. La concentrazione nel possesso di *Bitcoin* che è stata recentemente accertata può riflettere questo aspetto del problema.

Il fiume ormai in piena degli strumenti virtuali si è articolato in molti e variegati rivoli: Internet, che non è certo la culla delle certezze, attesta che esistono in circolazione dalle quattro alle cinque mila *cryptocurrency* (nelle forme di *stable coin*, ma in gran parte *floating*) che operano più o meno indisturbate; se a esse si applica l'esperienza fatta in poco tempo dalla Consob nell'oscurare in Italia centinaia di siti *web* che raccoglievano illecitamente risparmio, il quadro che ne risulta appare preoccupante.

Per l'Italia il problema sollevato presenta una notazione particolare rispetto agli altri paesi per l'esistenza di una norma a livello costituzionale che attribuisce alla Repubblica il compito di incoraggiare e tutelare il risparmio in tutte le sue forme e di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito. Sarebbe improprio se si assegnasse alla specificazione del "risparmio in tutte le sue forme" e al credito da proteggere un contenuto che abbracciasse anche gli strumenti virtuali, senza passare da una specifica regolamentazione.

Un compito importante affidato alla Consob è garantire un'informazione quanto più completa e affidabile, come viatico indispensabile per un buon funzionamento del mercato finanziario, condizione necessaria, ancorché non sufficiente, per incentivare il risparmio e ancorarlo all'attività reale; questa è una frontiera importante da raggiungere, ma essa si sposta in avanti in continuazione. Il compito diviene sempre più difficile per l'enorme mole di informazioni che si formano quotidianamente e possono essere gestite solo ricorrendo alle tecniche di raccolta ed elaborazione messe a disposizione dalla Scienza dei dati e delle reti, perché ogni giorno si produce una massa pari a 2,5 quintilioni di *byte* (10^{18}), trattabile solo con metodi scientifici, non potendo farlo con la sola mente umana.

A queste difficoltà oggettive si sono aggiunte per le autorità di supervisione le recenti sentenze della Corte di Giustizia europea del 2 febbraio 2021 e della Corte Costituzionale italiana del 30 aprile 2021, che hanno riconosciuto "il diritto di chiunque sia sottoposto a un procedimento che potrebbe sfociare nell'irrogazione di sanzioni di carattere punitivo a non essere obbligato a rendere alle autorità di vigilanza le informazioni richieste", in nome del principio costituzionale del giusto processo. Le sentenze non riducono però l'obbligo per gli operatori di rendere le informazioni al mercato. Occorre porre sullo stesso piano il valore costituzionale del giusto processo con quello della protezione del risparmio.

La necessità di definire norme in materia non è sentita dalle sole autorità di vigilanza, ma anche dagli operatori di mercato più attenti, che riconoscono l'esistenza di rischi per la loro attività in criptovalute derivanti dalle incertezze o imprecisioni decisionali; queste non di rado nascono da pur nobili istanze etiche, sulle quali le discussioni abbondano e si concludono sovente in senso contrario all'uso delle innovazioni nella finanza. Come la storia insegna, ogni rivoluzione tecnologica causa conseguenze culturali e sociali, senza però arrestarne l'affermarsi; lo sviluppo degli strumenti virtuali pare confermare questa esperienza.

Se la regolamentazione si limitasse a mettere sabbia nel meccanismo e, come ampiamente si discute, appagarsi nel tassare i guadagni ottenuti, la conseguenza potrebbe essere la continuazione della loro diffusione che potrebbe sfociare in una nuova crisi di mercato. Se così accadesse, la responsabilità per le conseguenze patite dai risparmiatori potrebbe ricadere sullo Stato, come già accaduto in passato, a causa della legittimazione silente o palese della loro

esistenza e la coscienza che attraverso le innovazioni finanziarie si possono realizzare manipolazioni del mercato.

La sicurezza delle tecniche usate resta il fianco scoperto di tutti i processi di digitalizzazione ed è perciò ragionevole considerare la *cybersecurity* un "bene pubblico", ossia un'infrastruttura produttiva e sociale posta al servizio degli interessi generali, ma utile per ciascun cittadino. Perciò l'esistenza e il funzionamento di un sistema di sicurezza, anche se lasciato ai privati, deve essere garantito e presidiato dallo Stato, che deve però tenere presente che la diffusione delle tecniche digitali nella finanza pone esigenze specifiche che vanno affrontate globalmente, pena la riduzione della sua efficacia. Il tema della sicurezza informatica abbraccia problemi politici di contenuto anche più ampio, la cui soluzione non può essere raggiunta a livello nazionale e richiede una stretta collaborazione internazionale, ossia la nascita di un "bene pubblico globale", come lo furono il FMI, l'ONU e il WTO. La parte dell'Accordo di Bretton Woods più vicino alle soluzioni del problema qui sollevato dell'intercambiabilità tra diverse monete nazionali non ha retto alla prova della cooperazione internazionale, ma le innovazioni tecnologiche applicate alla finanza hanno riproposto l'urgenza di un suo rilancio in chiave di attualità.

Sulla sicurezza cibernetica, come su ogni altro aspetto della digitalizzazione della moneta e della finanza, molti paesi europei si stanno muovendo in modo autonomo e indipendente dal processo normativo in corso, al quale peraltro esse stesse partecipano. Per le iniziative alle quali le autorità nazionali hanno partecipato direttamente o senza pronunciarsi sul loro contenuto, non si conoscono tutti i particolari, ma si sa che esse si sono premurate di mantenere le informazioni inserendosi nei circuiti contabili decentrati (o *blockchain permissioned*). Hanno cioè provveduto ad avere una chiave di accesso del tipo sperimentato da Consob, di cui si è detto in apertura del *Discorso*. Ma questo è solo il primo passo di un lungo processo.

Il recupero delle informazioni da parte delle autorità solleva il delicato problema di stabilire chi è autorizzato a essere presente nel meccanismo decentrato ed entro quali limiti esso può usare i dati di cui viene a conoscenza; ossia come garantire la segretezza del dato e l'uso che se ne fa, entrambi problemi che devono trovare soluzione nell'ambito della normativa necessaria.

Sull'uso degli strumenti virtuali, sono già insorti conflitti tra privati e tra questi e alcune autorità di vigilanza, che hanno indotto le Magistrature coinvolte a doversi pronunciare su fattispecie concrete sulla base della legislazione vigente. Le sentenze introducono novità nel quadro normativo entro cui sono obbligate a muoversi le autorità di vigilanza e controllo e lo stesso mercato. Dopo un lungo periodo di riflessioni e incertezze decisionali, molte autorità di governo nazionale paiono orientate a risolvere i problemi insorti nel quadro di una nuova regolamentazione.

Negli Stati Uniti il Controller of the Currency, la Security Exchange Commission, la Federal Deposit Insurance Corporation e la Commodity Future Trading Commission hanno deciso recentemente di affrontare congiuntamente il problema, ma allo stato attuale sono ancora a livello di valutazione sul da farsi. Tra le decisioni prese in assenza di una normativa specifica vi è quella della SEC che ha concesso a una società che intende usare la *blockchain* una *no-action letter* per certificare le contrattazioni che intende attuare, senza però approvare formalmente la sua attività. Uno degli argomenti avanzati da taluni operatori è che essi si limitano a mettere a disposizione una tecnica contabile, ribattezzata DeFi (*Decentralized Finance*), della quale si avvalgono offerenti e acquirenti di prodotti virtuali, ossia i soggetti sottoposti alla normativa di vigilanza, sui quali viene trasferita la responsabilità delle decisioni; questo è un argomento simile a quello addotto dalle società di *rating* dopo la crisi dei derivati che avevano come *collateral* i *subprime credit*. La legittimazione dell'uso delle *cryptocurrency* ha avuto il suo pieno riconoscimento con l'autorizzazione concessa a una piattaforma di scambio americana di quotarsi alla borsa tecnologica Nasdaq.

Nell'Unione Europea, la BCE ha proposto la creazione di una CBDC, Central Bank Digital Currency (o *cryptoeuro*), spostando la sua attuazione avanti nel tempo. La Commissione europea ha avanzato una Strategia per la finanza digitale, sottoponendola all'esame del Parlamento e aprendo un'ampia consultazione tra operatori. La Presidenza di turno portoghese va imprimendo un'accelerazione all'approvazione del programma MICA (*Market In Crypto-Asset*), non sempre secondo le linee di regolamentazione qui suggerite. Sono però già in corso alcuni esperimenti o decisioni di Stati membri: la Banca di Francia ha effettuato un'operazione di creazione a livello nazionale di *cryptoeuro* che si auto estinguono, come parte del processo di collocamento di obbligazioni BEI virtuali (o tokenizzate). Il Parlamento federale tedesco ha autorizzato le circa 4 mila *Spezialfonds* di investire in *cryptocurrency* fino al 20% dei loro investimenti, per un ammontare stimato in 240 miliardi di euro.

Se i tempi di maturazione di un'iniziativa a livello europeo fossero lunghi, il Paese dovrebbe provvedere autonomamente, non foss'altro per essere pronto a integrarsi nelle istituzioni comunitarie, quando esse entreranno in vigore. Gli esperimenti rappresentano la migliore scuola di formazione di professionisti del tema capaci di pervenire a normative in una materia che, per la sua rapida evoluzione, richiede continue messe a punto.

La legittimazione in varie forme dell'esistenza del "risparmio virtuale" è ormai una realtà che si incrocia con il risparmio generato in modo tradizionale, ossia senza spendere una quota del reddito prodotto dal lavoro o dal capitale. Tra i problemi insorti, va considerato l'aggravamento delle persistenti discriminazioni di trattamento fiscale tra le attività possedute delle famiglie italiane, che alterano il loro equilibrio di portafogli, con riflessi sul buon funzionamento del mercato

finanziario e sull'attività reale. Uno specifico squilibrio riguarda il trattamento delle attività immobiliari, oggetto di inaccettabili discriminazioni. È stato ampiamente dimostrato che l'edilizia e le opere pubbliche svolgono un ruolo centrale in tutti i processi di ripresa produttiva e di recupero della stabilità sociale, per i quali la finanza rappresenta il carburante indispensabile che alimenta il motore dello sviluppo. La soluzione di questo problema va considerata parte essenziale della politica di riforme intrapresa nell'ambito del PNRR.

3 Conoscere per deliberare

Guido Carli ripeteva che chi ha responsabilità pubbliche non si deve limitare a sollevare problemi, tanto meno a esprimere timori, ma ha il dovere di avanzare soluzioni. In precedenza Luigi Einaudi aveva precisato che non si può deliberare senza conoscere. Su queste linee si è mossa l'analisi fin qui svolta.

L'esame dei problemi che solleva la diffusione dell'uso delle tecniche innovative da parte dell'industria finanziaria è stato esposto nel corpo del *Discorso*. Ci troviamo di fronte a mutamenti rivoluzionari che vanno affrontati con piena coscienza dei contenuti e urgenza di loro soluzione per evitare conseguenze negative sulla stabilità micro e macro sistemica del mercato mobiliare e, per questa via, sui risparmi e sulla crescita economica necessaria per proteggerli e ben utilizzarli. Riteniamo necessaria una vasta campagna di istruzione specifica, anche più incisiva di quella attuata per migliorare il livello di preparazione finanziaria dei cittadini italiani alla quale ha partecipato la Consob e le principali istituzioni del Paese.

La situazione in cui attualmente opera il mercato finanziario mette in maggiore evidenza l'inadeguatezza dell'architettura istituzionale (norme ed enti) posta a presidio della protezione del risparmio e del sostegno alla crescita del reddito e dell'occupazione. Nell'ultimo *Discorso* abbiamo proposto di avviare un'iniziativa per unificare il dettato normativo del TUB e del TUF, come già suggerito da Carlo Azeglio Ciampi dopo la riforma bancaria del 1993, ma la situazione si è talmente complicata da imporre una considerazione più ampia e unitaria di tutti i modi di funzionamento del mercato monetario e finanziario a livello interno e a quello internazionale.

Un passaggio obbligato è la riconferma che la validità legale dei contratti è garantita solo dalla loro denominazione in moneta sovrana. Se, come sembrerebbe, si intende riconoscere l'esistenza di monete private, gli utenti devono esplicitare in un'apposita clausola contrattuale di essere consci dei rischi che si accollano facendo uso di monete non pubbliche e le autorità di vigilanza del mercato e del risparmio devono poter conoscere, con un'apposita chiave di accesso alle contabilità decentrate, tutte le operazioni di questo tipo che vengono attuate.

L'assolvimento di questo compito richiede la piena conoscenza delle tecniche innovative che si sono affermate sul mercato mobiliare globale. Sembrerebbe farsi strada la coscienza che non si possa stabilire una normativa su basi tecnologicamente neutrali, ossia in modo indipendente dagli strumenti informatici usati e sulla loro continua evoluzione.

A tal fine, è necessaria l'attivazione in Italia di strutture di consultazione formale tra organi di Governo e autorità indipendenti che imprimano un indirizzo unitario alle scelte in materia, anche in vista della posizione da assumere di fronte alle iniziative europee e internazionali in corso. Un primo passo sarebbe il recepimento della raccomandazione CERS (Comitato Europeo per il Rischio Sistemico) del 2011 che darebbe vita a una controparte unica nazionale che si dia carico della stabilità macro-prudenziale. La Banca d'Italia manterrebbe un ruolo centrale, giustificato dalla sua partecipazione all'eurosistema intorno a cui ruota attualmente la finanza europea, ma verrebbe garantito uno stretto coordinamento tra le tre autorità di vigilanza indipendenti (CONSOB, IVASS e COVIP), con la partecipazione del MEF.

Le banche e gli intermediari finanziari vanno impegnandosi nella digitalizzazione della loro attuale attività e nello stabilire collaborazioni con piattaforme tecnologiche che gestiscono strumenti criptati, sovente già operanti all'estero. La confluenza tra le due azioni dipenderà dalle scelte che si faranno sul piano normativo per le *criptocurrency* e i *cryptoasset*, ma fin d'ora occorre muoversi nell'ambito di una strategia di più largo respiro che eviti una dipendenza tecnologica del nostro sistema bancario e finanziario per proteggere il risparmio italiano e lo remunerare in linea con i rendimenti del capitale investito.

Per agevolare questo processo vanno creati all'interno delle istituzioni pubbliche gruppi di professionisti specializzati che collaborino tra di loro per raggiungere più rapidamente l'obiettivo di recepire le nuove tecnologie applicate al sistema dei pagamenti e a quello finanziario. L'obiettivo può essere rapidamente raggiunto cooptando i ricercatori di elevato livello presenti nelle Università italiane e attingendo al serbatoio degli italiani operanti all'estero, risorse che attendono di essere mobilitate. In tal senso si è mossa la Consob, raggiungendo accordi di collaborazione con Università italiane ed estere e redigendo un protocollo di intesa con il Ministero della ricerca scientifica e la Conferenza dei Rettori delle Università Italiane per intraprendere iniziative con i dottorandi impegnati nelle materie di comune interesse. Vanno però adeguate le risorse finanziarie e le norme che governano le assunzioni delle professionalità necessarie, tenendo conto del servizio più ampio che esse presterebbero all'intero sistema socio-economico in qualità di centro di formazione di nuovi gruppi dirigenti e di cittadini coscienti dei compiti che li attendono.

L'oggetto di siffatte collaborazioni sarebbe la definizione delle scelte tecniche e della regolamentazione dei diversi aspetti dell'uso di strumenti virtuali e

del loro interscambio con gli strumenti tradizionali. In particolare, la definizione dei modi di accesso (o chiavi) alle contabilità decentrate *blockchain/DLT* per garantire le informazioni necessarie per la trasparenza del mercato, la sicurezza informatica, la validità legale del contenuto dei contratti di custodia e di scambio degli strumenti virtuali e di quelli di credito e derivati o di altre forme finanziarie che in essi si innestano, nonché la loro interazione con le analoghe operazioni effettuate con strumenti tradizionali.

Considerando il ritmo con cui si presenta il processo di trasformazione della materia monetaria e finanziaria da regolare e da sorvegliare, si può dire conclusa la fase preliminare dei lavori svolti da numerose istituzioni pubbliche e centri privati di ricerca e si impone la convergenza delle volontà, superando timori ed esitazioni, verso una soluzione operativa che non soffra di troppi compromessi. Cammin facendo si provvederà a una più completa regolamentazione, come accaduto e continua ad accadere per il trattamento degli strumenti tradizionali. Gli "avvertimenti" rivolti agli investitori sui rischi che corrono operando in *cryptocurrency* non bastano più. Il tempo delle riflessioni è ormai esaurito e si deve passare alle scelte.

L'esperienza pratica è la migliore maestra per pervenire alle conoscenze necessarie per decidere come affrontare i problemi insorti in questi ultimi anni sull'operatività del mercato monetario e finanziario nell'infosfera.

Un discorso a parte va fatto per l'uso delle tecniche di Intelligenza Artificiale, che richiede un continuo impegno per verificare la rispondenza degli algoritmi al bisogno largamente avvertito dai risparmiatori di affidare le gestioni del credito e dei portafogli a scelte oggettive, trasparenti ed efficienti. Esistono diversi pareri in argomento, sovente legati a una scarsa conoscenza di questo metodo di scelta altamente sofisticato o a esitazioni circa l'utilità o l'eticità di sostituire l'intelligenza umana a quella artificiale, che altro non è che quella umana potenziata. Le menti eccelse di uomini e donne saranno sempre al centro del progresso dell'umanità.

In assenza di una visione integrata dei problemi e del loro governo, si potrebbe avviare una catena di effetti negativi a causa di uno squilibrio quantitativo e qualitativo tra moneta legale e moneta privata che farebbe scattare la Legge di Gresham, secondo cui la moneta cattiva scaccia la buona. Alcune banche centrali hanno già avvertito questa possibilità. Se ciò accadesse, causerebbe il collasso del regime fiduciario sul quale si regge la stabilità sistemica del mercato mobiliare con effetti sul mercato reale. L'innesto si potrebbe presentare se si concretizzassero i recenti timori di inflazione insorti in alcune economie e si affermassero in misura prolungata diversi ritmi di crescita tra grandi aree geopolitico-economiche, inducendo le autorità a cambiare indirizzo di politica economica, aumentando i tassi dell'interesse e riducendo la spesa pubblica, soprattutto dal lato consueto degli investimenti infrastrutturali, con effetti negativi

sulle aspettative e relativi comportamenti del mercato. La catena continuerebbe nella forma di disturbi sui rapporti di cambio tra monete che, come la storia economica insegna, interferirebbero con la concorrenza internazionale, la crescita del commercio mondiale e la cooperazione geopolitica, non solo dal lato economico.

Nonostante l'esistenza di questo grave rischio, la fiducia sulla possibilità che Governi e autorità indipendenti possano evitare un tale sbocco non è venuta meno, ma la loro azione richiede una piena consapevolezza dei modi per affrontarlo, operando sui cittadini per pervenire a una maggioranza di consensi. Sarebbe ancor più necessaria una campagna educativa di pari intensità rispetto a quella svolta per la prevenzione sanitaria o che si va svolgendo ai nostri giorni per la tutela ambientale e sociale, divenute parti integranti del programma della nuova Commissione europea.

La Consob ha avviato fin dai primi mesi del 2020 un vasto programma di formazione interna a tutti i livelli, raggiungendo una buona consapevolezza della problematica qui esposta e preparandosi ad affrontare la nuova realtà dei mercati. Questa coscienza e il relativo impegno non hanno ancora prodotto i risultati attesi a causa dei vincoli normativi che appesantiscono la sua capacità realizzativa, che non sono diversi da quelli che incontrano altre organizzazioni dello Stato. Il Governo si è mosso in questa direzione per la pubblica amministrazione, anche in linea con l'impegno previsto dal PNRR, ma la strategia di riforma deve riguardare tutte le istituzioni.

In conclusione, il principale messaggio dell'analisi condotta è che sono le aspettative di progresso, talvolta anche di natura utopica, che hanno mosso e muovono le conquiste dell'umanità. La loro capacità di incidere sulla resistenza che mostra l'esistente dipende dal raggiungimento da parte dei cittadini di una consapevolezza degli obiettivi e dei modi per raggiungerli. Perciò si è molto insistito su un triplice impegno educativo e formativo come viatico di successo per le scelte da effettuare.

1 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 basata sulla reciproca comprensione e su un dialogo costante tra popoli, statuite dalla Dichiarazione universale dei diritti umani dell'ONU e ben ribaditi dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea.

Auspichiamo che si ristabiliscano pacifiche relazioni internazionali che consentano nuovamente alle merci di muoversi liberamente, fermando le armi. Nonostante i molti difetti, la globalizzazione ha consentito il miglioramento dello standard di vita di larghe fasce della popolazione mondiale, riducendo in misura significativa la povertà; si preferisce invece sottolineare che essa ha favorito l'espandersi della ricchezza di pochi, un risultato socialmente insoddisfacente, ma non nuovo nella storia dello sviluppo reale dei paesi del mondo. Dal secolo scorso la correzione delle distorsioni distributive del prodotto e dei redditi è stata affidata, all'interno dei paesi, a un progressivo intervento degli organi della democrazia e, a livello internazionale, all'assistenza tra Stati e da parte delle ONG, che hanno però operato nel complesso in modesta misura. L'insieme di queste decisioni è stato propiziato da un felice incontro tra i progressi conoscitivi della teoria economica e quelli maturati nella coscienza democratica, con qualche asimmetria applicativa a favore di quest'ultima, come testimoniato dalla ingente crescita dei debiti pubblici.

2 Importanza per l'Italia delle liberalizzazioni e della 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'intensificarsi delle condizioni oligopoliste dell'offerta delle fonti di energia che hanno portato a un aumento strutturale del prezzo del petrolio fin dall'inizio degli anni 1970.

Dopo la crisi globale del 2008, sempre facendo leva sulle esportazioni e sul risparmio, 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 visse al di sopra delle proprie risorse; questo successo si è accompagnato a una posizione patrimoniale anch'essa in attivo nei confronti del resto del mondo, unendosi a una ristretta cerchia di paesi retti da sistemi politici misti di libero mercato e di *welfare state*. Gli italiani investono i propri risparmi all'estero in misura maggiore di quanto non facciano gli stranieri in Italia, un'altra tappa del percorso per portare più risorse finanziarie alle nostre attività produttive.

L'andamento positivo delle esportazioni italiane è frutto di una lunga maturazione delle nostre imprese che hanno saputo creare un clima di loro indipendenza dai condizionamenti posti dai fattori di debolezza del Paese e beneficiare delle opportunità offerte dal mercato globale e dalle incalzanti innovazioni tecnologiche, spesso da esse stesse ideate; a questi eccellenti risultati ha contribuito, negli ultimi anni, una buona disponibilità di risparmio a basso costo.

Tra le imprese esportatrici quelle che hanno saputo interpretare l'importanza dei mercati regolamentati per il proprio sviluppo hanno ricevuto un ulteriore beneficio sotto forma di incremento del loro valore asseverato dal mercato, il quale si presenta più facilmente mobilitabile in tutto o in parte, qualora da esse desiderato o gradito dagli investitori.

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 ufficiali, ma a valori scontati per la minore mobilità dei loro titoli di proprietà. Il passaggio ai mercati regolamentati 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.

A coloro che gestiscono le risorse reali spetta il compito di collaborare nella ricerca di un equilibrio della distribuzione del prodotto tra capitale e lavoro, parte ineludibile della loro funzione sociale, ma anche strumento per raggiungere uno sviluppo sostenibile tra domanda e offerta a livello macroeconomico, che rappresenta un obiettivo di diretto interesse. Su di loro grava anche il compito di interiorizzare nei programmi produttivi e, di conseguenza, nell'organizzazione di impresa, la tutela ambientale. La soddisfazione di questa esigenza investe le competenze Consob, da attuarsi entro il quadro di un programma europeo più ampio, rilanciato con il Piano di azione della Commissione europea sulla finanza per la crescita sostenibile, sui cui contenuti è in stato avanzato la messa a punto delle norme che le imprese dovranno rispettare per incorporare istanze che vanno ben oltre il corretto svolgersi della finanza c.d. *green*, investendo problemi sociali e di *governance* societaria, noti con l'acronimo ESG (*Environmental, Social and Governance*).

L'iniziativa imprenditoriale e l'intervento pubblico hanno anche attenuato taluni squilibri nella distribuzione territoriale della produzione e del reddito, particolarmente accentuati nella dotazione esistente di infrastrutture economiche e sociali. I progressi in questa direzione appaiono tuttora lenti, con momenti di riapertura del divario esistente come quello in cui viviamo, ma le decisioni prese in sede di attuazione del PNRR e le provvidenze previste a livello europeo per le aree in ritardo aprono uno scenario positivo per le popolazioni residenti, che la politica dovrà dimostrare di saper cogliere con un'efficace collaborazione a livello centrale e locale.

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.

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 i bisogni nascenti

dagli andamenti della congiuntura e le necessità di ammodernamento delle infrastrutture tangibili e intangibili ereditate dal passato 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.

3 Per tutelare il risparmio dall'inflazione non si possono attivare gli strumenti tradizionali in misura sufficiente

Un bravo maestro, Karl Brunner, insegnava ai suoi allievi che il problema dell'inflazione è non averla, ma se per un qualsiasi motivo si incappa in essa, il problema diviene come uscirne senza creare danni irreparabili. Se sul piano teorico non esiste consenso sul da farsi, su quello pratico è ormai chiaro che l'orientamento prevalente rifiuta il ricorso a strette monetarie o fiscali della dimensione necessaria per incidere significativamente sull'inflazione e preferisce un approccio graduale e moderato, affidando a politiche fiscali compensative la cura degli effetti delle crisi; queste ultime, ancorché socialmente comprensibili, sfociano in aumenti di spesa pubblica finanziata con maggiore debito, giustificando talvolta la scelta con la riduzione del rapporto con il PIL, ignorando che ciò accade per l'aumento del suo valore nominale.

Né appaiono efficaci e praticabili operazioni di finanza straordinaria che peggiorano la situazione perché sono difficili da decidere, richiedono tempi lunghi per essere attuate e contribuiscono ad aumentare le incertezze esistenti, finendo con accrescere le instabilità finanziarie e sociali.

Anche le politiche protezionistiche, sovente invocate, non sono efficaci, perché poggiano sui vicini prossimi e meno prossimi il peso degli aggiustamenti ricercati, senza portare quei benefici sulla distribuzione dei redditi alla quale si vorrebbe con esse porre rimedio.

Il mondo vive oggi in una difficile condizione che comporta per i cittadini sacrifici, i quali, per essere superati, richiedono di raggiungere unità di intenti a livello nazionale e un più stretto coordinamento internazionale, condizioni difficili da aversi in presenza di tensioni politiche interne e geopolitiche.

Ne consegue che si deve trovare una via alternativa per impedire che l'inflazione, la tassa iniqua che viola i principi fondanti della democrazia, colpisca la stabilità finanziaria e reale, erodendo i due pilastri su cui si basa la nostra crescita e il *welfare*.

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

Lo scorso anno il risparmio italiano ha registrato ancora una buona tenuta, ma i primi indizi per il 2022 manifestano segni di cedimento dei flussi. È anche emersa con chiarezza la tendenza, che ha mostrato nel corso del 2021 una netta accelerazione, a investire in strumenti speculativi e in mercati esteri, scelte non sempre basate su criteri razionali. Affidare al solo mercato la cura di queste attitudini, non di rado sollecitate da previsioni che la realtà si è data carico di smentire, potrebbe causare gravi conseguenze economiche e sociali, oltre a porsi in contrasto con il dettato costituzionale che considera il risparmio un bene pubblico.

Un primo passo da compiere, che rientra tra gli obiettivi ricordati in apertura perseguiti dalla Consob, ma divenuto urgente da intraprendere, è incanalare il risparmio verso le iniziative produttive delle imprese di ogni dimensione. È pur vero che la stretta relazione che si era stabilita tra politica monetaria e andamenti dei mercati regolamentati va causando fluttuazioni di valore delle imprese che scoraggiano siffatti investimenti, ma va emergendo una più stretta e sana relazione tra quotazioni e profitti, sui quali l'inflazione opera in via favorevole, perché gli aumenti di prezzo interessano il mercato globale e non incidono in profondità sulle ragioni di scambio tra imprese nazionali e internazionali. L'inflazione colpisce soprattutto i consumatori finali le cui risorse provengono da redditi sostanzialmente fissi e i risparmiatori che hanno investito in titoli di credito.

Il rafforzamento della componente rappresentativa dell'attività produttiva verso cui dirigere i risparmi trova validazione giuridica nell'art. 47 della Costituzione dove è detto che la protezione si ottiene con l'incoraggiamento *"diretto e indiretto all'investimento azionario del risparmio popolare nei grandi complessi produttivi del Paese"*. Questi investimenti offrono una robusta base per un *welfare* integrativo e autogestito dai membri di una società a bassa produttività e fertilità; affrontare l'invecchiamento della popolazione con un sistema pensionistico per la gran parte ancorato a metodi di ripartizione solidaristici non pare adatto allo scopo di ben servire il ciclo vitale dei cittadini e garantire la stabilità macroeconomica reale e finanziaria.

Un secondo passo è creare portafogli che auto-proteggano i risparmiatori dall'inflazione, nel cui ambito gli investimenti in titoli di proprietà svolgono una funzione primaria. La proposta prevede una composizione equilibrata tra attività mobiliari e immobiliari, affidando la redditività agli andamenti dell'economia reale, così alleggerendo la politica monetaria del peso di manovre inusuali sui tassi dell'interesse. Le soluzioni tecniche possono essere diverse e la politica avrebbe il

compito principale di creare la struttura giuridica di accoglimento più idonea, per dare vita a un meccanismo protettivo del risparmio che soddisfi il dettato costituzionale.

Va osservato che un equilibrio dimensionale tra attività mobiliari e immobiliari è già presente nelle consistenze aggregate del nostro risparmio, nonostante esse non siano sottoposte alle stesse regole, soprattutto, ma non esclusivamente, tributarie. Vi è cioè una spinta innata nei comportamenti di risparmio delle Famiglie e delle Imprese italiane, dato che le due componenti hanno sempre proceduto in modo abbastanza equilibrato, nonostante le ampie differenze di loro trattamento e i ritardi nella riqualificazione degli immobili in ordine alla sostenibilità. Un analogo tentativo intrapreso a livello europeo, sia pure circoscritto, ma integrabile con la proposta avanzata, è quello dei Fondi di investimento a lungo termine (ELTIF) e dei Piani individuali di risparmio (PIR), questi ultimi attuati in particolare in Italia.

La capacità auto-protettiva dall'inflazione di un siffatto portafoglio sarebbe ancora più efficace se il risparmiatore decidesse, in modo equilibrato rispetto all'euro, i suoi investimenti denominati in valute estere usate per le esportazioni.

Ovviamente emissioni di BTP indicizzati all'inflazione interna, come quella programmata per questa settimana, sono ben gradite dai risparmiatori perché proteggono per un lungo periodo il valore reale dell'investimento, testimoniando fiducia nella solidità del debito pubblico e ricevendo conferma, da parte delle autorità, della fondatezza dell'istanza protettiva qui caldeggiata.

La *ratio* della proposta poggia sul fatto che le attività mobiliari con un rendimento inferiore al saggio dell'inflazione patiscono una perdita di potere di acquisto, mentre quelle immobiliari di norma presentano aumenti di valore.

La soluzione proposta ha il vantaggio di non porre maggiori gravami sul bilancio dello Stato e sarebbe in linea con il dettato costituzionale che incoraggia e tutela il risparmio *"in ogni forma"* e *"favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione"* e *"alla proprietà diretta coltivatrice"*; quest'ultima destinazione va valutata alla luce dei successi registrati dalle esportazioni di prodotti agroalimentari, frutto di iniziative cresciute nel tempo a seguito dell'attuazione di questo specifico indirizzo costituzionale.

Sui modi per tutelare il risparmio e sulla considerazione che questo sia un obiettivo politico primario, le dispute datano dai lavori della Costituente e non mostrano di volersi attenuare. Il riferimento d'obbligo in materia, unitamente alla giustizia distributiva del carico tributario, sono gli scritti e l'impegno politico di Luigi Einaudi, che intendiamo ricordare come un nostro grande maestro.

Il baluardo protettivo eretto nel dopoguerra per il risparmio mobiliare era stato individuato nell'assegnare alla nostra banca centrale il compito di difendere il potere di acquisto della lira godendo di indipendenza nelle scelte monetarie. Le vicende istituzionali e le crisi che si sono susseguite dalla fine dell'Accordo di Bretton Woods (1971) hanno reso più complicato l'assolvimento di questo compito per la nostra banca centrale, le cui scelte vanno oggi temperate con quelle delle altre banche centrali nazionali presenti nella BCE e con le condizioni prevalenti sul mercato globale.

Un primo calcolo sulla fondatezza delle ipotesi sottostanti alla proposta avanzata indica che, dal 2008, anno della crisi finanziaria globale, al 2021, l'inflazione ha inciso il potere di acquisto del risparmio finanziario italiano nell'ordine complessivo del 16% (dati Istat), a cui si aggiunge la caduta di valore dei nostri immobili del 12% (dati BRI). Se il portafoglio esistente avesse avuto le caratteristiche proposte, la perdita complessiva sarebbe stata del 14%, in parte recuperata se fosse stata seguita una composizione valutaria equilibrata; infatti, tenendo conto che nel periodo considerato il dollaro si è rivalutato del 23% rispetto all'euro, un portafoglio la cui metà delle attività fosse stata denominata nella valuta americana avrebbe ridotto la minusvalenza indicata al 2,5%, agendo in direzione dell'auto-protezione.

Nello stesso periodo, i salari hanno registrato una protezione soddisfacente, essendo le retribuzioni orarie cresciute mediamente del 21% (dati Istat), recuperando interamente l'inflazione e beneficiando della pur bassa produttività media del lavoro (3,8%). Le sette categorie di pensioni erogate sono mediamente cresciute del 34% (dati INPS); questa percentuale induce a reiterare la richiesta che, in un'economia contraddistinta da distribuzioni di frequenza fortemente asimmetriche, le medie andrebbero accompagnate da indicatori di curtosi per valutare se esse rappresentano correttamente il fenomeno osservato.

Gli andamenti del biennio 2020-2021, tormentati da vincoli dell'offerta per motivi sanitari, accreditano ancor più la validità della proposta avanzata, evidenziando che il meccanismo compensativo tra incidenza dell'inflazione sui beni mobiliari e aumento di valore degli immobili presenta le caratteristiche ipotizzate, anche in assenza di una politica che miri a parificarne il trattamento. I primi dati per il 2022, anch'essi interessati da vincoli dell'offerta a seguito dell'invasione dell'Ucraina, mostrano come noto un'inflazione crescente, prezzi degli immobili in aumento, dollaro ancora in lieve crescita rispetto all'euro, salari orari stazionari e valori azionari in flessione.

5 Il circolo virtuoso che si crea incentivando e tutelando il risparmio

L'attuazione della proposta avanzata di una politica di incentivazione e tutela del risparmio rappresenterebbe una risposta concreta alla necessità e alla volontà, ripetutamente espresse di indirizzarlo verso l'attività produttiva, in quanto lo incanalerebbe verso la formazione di nuovo capitale, 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, i quali storicamente hanno avuto un ruolo trainante nelle fasi di ripresa produttiva e occupazionale. Nella soluzione proposta, il capitale finanziario e quello produttivo sarebbero le due facce di una stessa medaglia presente in ciascun portafoglio liberamente costituito, con effetti positivi sul quadro macroeconomico.

Così facendo si potrebbe anche ottenere la riduzione di quella parte della finanza che genera rendite dissociate dall'andamento dell'economia reale e rilanciare quella che spinge la produttività, il fattore trainante di un'economia aperta alla concorrenza, come quella italiana.

La tutela del credito è un altro obiettivo espressamente indicato nel dettato costituzionale, la cui destinazione a favore dello sviluppo è giuridicamente ed economicamente concatenata con quella di incentivare e tutelare il risparmio. Un serio tentativo di trovare una piena soddisfazione dei valori costituzionali in materia risale al 2005 con la legge n. 262, che aveva previsto la creazione di una Commissione per la tutela del risparmio e di un Fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori, governati da principi fissati da uno Statuto dei risparmiatori e degli investitori. Le deleghe di attuazione al Governo e al Parlamento sono scadute essendo trascorsi i tempi previsti dalla legge, anche perché il compito è stato in larga parte intrapreso e integrato dall'Unione Europea. A seguito delle urgenze create da alcune gravi crisi finanziarie, il Fondo di garanzia è stato sostituito dall'uso del Fondo dei conti dormienti e, di seguito, dall'avvio del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori, gestito dall'ACF, alle cui risorse attinge anche l'iniziativa per incrementare l'indispensabile educazione finanziaria.

In conclusione, l'insieme delle iniziative esaminate, integrate da una politica orientata alla creazione individuale e di sistema di un portafoglio che auto-protegga i risparmi, potrebbe contribuire a stabilire solide basi per la ripresa della fiducia nel futuro, innestando un circolo virtuoso dello sviluppo economico e della stabilità sociale.

6 Chiarire il quadro istituzionale entro cui opereranno la moneta e le attività finanziarie in contabilità digitale centralizzata o criptata decentralizzata

Negli ultimi lustri i problemi monetari e finanziari da risolvere si sono ancora più complicati per il proliferare delle molte forme mobiliari virtuali, che hanno preso avvio con i *Bitcoin* e si sono moltiplicate sotto il nome, divenuto ormai generico, di *cryptocurrency*. All'atto della nascita esse sono attività di portafoglio prive di un amministratore e contabilizzate in modo decentrato su reti di computer che collegano direttamente i possessori. Sul loro disordinato sviluppo quantitativo, ottenuto su basi prevalentemente convenzionali tra privati e con le ibridazioni da esse effettuate di molti strumenti di finanza tradizionale (derivati, credito, obbligazioni e simili), la Consob, la Banca d'Italia e l'IVASS si sono pronunciate con avvertimenti rivolti agli investitori sui rischi corsi, collaborando con le autorità nelle sedi in cui l'argomento viene esaminato a fini regolamentari.

Al di là delle scelte da fare per il trattamento degli strumenti virtuali e delle tecniche usate, necessita anche definire un inquadramento istituzionale complessivo dei problemi insorti, che sollecita la convocazione di una Conferenza internazionale per ristabilire un buon funzionamento del sistema monetario e finanziario globale o, quanto meno, di quella parte del mondo disposta a collaborare in questa direzione. In tal senso si è pronunciato il Presidente Ashley Alder della IOSCO, di cui Consob fa parte fin dalla sua nascita. La stessa indicazione è stata data dal neo Direttore degli affari finanziari e delle imprese dell'OCSE, Carmine Di Noia, in attuazione di una *Raccomandazione* approvata dal Consiglio dell'Istituzione sulle tecnologie di contabilità criptata e decentrata.

Nella recente riunione dei Ministri finanziari del G7 è stata ribadita l'urgenza di una regolamentazione delle diverse forme e degli usi di *cryptocurrency*, fornendo la precisa indicazione che gli strumenti virtuali devono essere trattati come quelli tradizionali, le cui regole sono frutto di oltre un secolo di esperienze e affinamenti tuttora validi.

Concordiamo con la necessità di convocare una Conferenza internazionale, che abbia in agenda l'inclusione del mercato delle *cryptocurrency* nella normazione esistente, ma non trascuri il recepimento delle tecniche contabili innovative usate dalla finanza.

L'obiettivo di raggiungere assetti di mercato e giuridici per gli strumenti virtuali che ricalchino le soluzioni tradizionali – la verifica della condotta del mercato attraverso la concessione di autorizzazioni, l'applicazione delle norme di vigilanza, l'irrogazione di sanzioni amministrative e le interazioni con la

magistratura civile e penale – è di più facile portata rispetto alla loro integrazione con le tecnologie contabili decentrate e informatiche che tutti gli operatori, dopo un periodo di esitazioni e valutazioni, hanno ormai recepito o hanno in programma di fare. Esse hanno generato nuove applicazioni da parte dei più abili e accresciuto l'opacità del mercato, con talune significative espropriazioni dei risparmi investiti. Su questi problemi si è appuntata l'attenzione delle autorità pubbliche nelle diverse fattispecie di regolatori, vigilanti e magistrati, che incontrano però difficoltà di regolazione e giudizio per la fuggevolezza dei mezzi usati, preferendo concentrarsi sui comportamenti seguiti.

Anche tenendo conto delle forti spese di impianto che richiede il loro accoglimento, l'uso delle nuove tecnologie offre potenziali vantaggi, quali la riduzione dei tempi e dei costi di custodia e negoziazione delle attività monetarie e finanziarie, nonché la certezza e immutabilità delle registrazioni contabili connesse, che garantiscono un grado di impenetrabilità da attacchi esterni più elevato rispetto alle attività tradizionali. Dopo la crisi finanziaria globale del 2008, si è sommato, da parte degli operatori, gestori e risparmiatori, un desiderio di indipendenza dai certificatori ufficiali di mercato. Le diverse forme di contabilità decentrata (DeFi) e di tecnologie finanziarie (FinTech) formano universi che si intersecano, dove l'evoluzione più rapida delle prime induce a ritenere che a esse si debbano dedicare particolari attenzioni normative; ciò equivale a riconoscere che non può esservi normazione degli strumenti virtuali tecnologicamente neutrale, anche se le innovazioni sono incalzanti e impegnano privati e autorità a seguirne l'evoluzione.

Questa complessa realtà è esaminata con la tradizionale chiarezza nel documento pubblicato alla fine della scorsa settimana dalla Banca d'Italia riguardante le tecnologie decentralizzate nella finanza e le diverse forme delle crypto-attività, al quale rimandiamo.

Alla luce dei progressi nelle capacità di creare gigantesche raccolte di dati digitalizzati secondo un linguaggio unificato facile da usare facendo ricorso a computer sempre più potenti, capaci di elaborarli velocemente con i metodi offerti dalla scienza dei dati in rapida evoluzione, l'informatica, sono le innovazioni tecnologiche il vero problema da tenere presente nel decidere un adattamento rapido della regolamentazione, anche in vista dei progressi attesi dall'applicazione di logiche quantistiche.

Come testimonia il citato documento della Banca d'Italia, i progressi conoscitivi sugli strumenti virtuali e sui loro intermediari o prestatori di servizi in materia hanno raggiunto un livello soddisfacente per procedere a una regolamentazione. Permane però una confusione nascente dall'uso indistinto del termine digitalizzazione. Se lo scopo della nuova normativa fosse quello di passare

a una mera computerizzazione digitalizzata dell'intera attività monetaria e finanziaria, peraltro già in avanzato corso di applicazione, senza regolare le tecnologie contabili criptate e decentralizzate usate per ottenere le informazioni necessarie alle autorità di vigilanza, l'opacità del mercato peggiorerebbe e, di conseguenza, ne patirebbe l'efficienza allocativa delle risorse che ci attendiamo da contrattazioni trasparenti e ben regolate.

Una volta chiarito se moneta e strumenti finanziari verranno tenuti in contabilità centralizzate o decentralizzate in forma digitale, considerando esplicitamente le diversità tra la contabilità concatenata a blocchi dei *Bitcoin* (*blockchain*) e quella articolata in diversi modi delle altre *crypto* (DLT), il passo ulteriore da compiere è il trattamento delle informazioni facendo ricorso alle tecniche di Intelligenza Artificiale, che forniscono una base oggettiva, accertabile e non modificabile alle gestioni di portafoglio di ogni tipo, comprese quelle del tipo qui proposto.

Il quadro delle decisioni normative da prendere passa dal chiarimento sulla forma pratica che assumeranno alcune componenti di base del mercato monetario e finanziario tradizionale, come la trasformazione della moneta in CBDC (*Central Bank Digital Currency*), l'esistenza degli *stablecoin* e la diffusione dei titoli tokenizzati. Non intendiamo qui proporre una specifica soluzione, ma un chiarimento sulla forma che verrà decisa, non necessariamente accompagnata da una spiegazione del perché della scelta, non potendoci illudere, come la storia monetaria insegna, che essa verrà validata solo dopo una fase di sperimentazione pratica.

Nei numerosi documenti prodotti dalle autorità non emerge una risposta univoca sulle caratteristiche morfologiche che assumerà la CBDC, a livello nazionale o di area monetaria e, soprattutto, nei pagamenti internazionali. In particolare, non è chiarito quale tecnologia di contabilità DLT verrà usata; di frequente, nelle discussioni e nelle proposte di regolamentazione viene dato per scontato che le contabilità decentrate, certamente le più diffuse, non siano quelle concatenate a blocchi impenetrabili dei *Bitcoin*; tuttavia, se questi sono presenti negli strumenti complessi virtuali o ibridati con i tradizionali, la tecnica del trattamento contabile va espressamente considerata, al fine di garantire l'esistenza di un "nodo" che consenta alle autorità di raccogliere informazioni per trasferire la loro trasparenza interna e correggere l'opacità esterna. Questo aspetto del problema non è l'unico che richiede un urgente chiarimento.

Infatti, se verrà deciso che la moneta virtuale sarà un integrale sostituto dell'attuale base monetaria e relativa moneta fiduciaria, i depositi bancari uscirebbero dal circuito di creazione monetaria che compongono la M2. Le banche continuerebbero a gestire, se autorizzate e se vorranno, 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.

Qualunque sia la scelta, una legislazione pubblica in materia ristabilirebbe il monopolio monetario e potere normativo degli Stati e dei loro accordi internazionali, oggi lasciati in misura significativa alla volontà degli operatori in *cryptocurrency*, che si sono dati proprie regole, accettate spontaneamente dalla clientela, e si sono spinti fino a fissare i criteri di diretta gestione degli eventuali conflitti da parte delle stesse piattaforme, espropriando la magistratura statale. Gli investitori mostrano di apprezzare i servizi di questi intermediari, nonostante le gestioni siano poco trasparenti, ma esse possono celare comportamenti illeciti e le tecnologie usate vulnerabilità, come attestano recenti episodi di truffe e hackeraggio. Si spera che i detentori di strumenti virtuali siano coscienti di assumersi interamente siffatte responsabilità, anche se essi possono invocare il coinvolgimento delle autorità sulla base della constatazione che interventi pubblici parziali hanno legittimato la presenza sul mercato delle *cryptocurrency* e la loro ibridazione degli strumenti tradizionali.

Un più esteso ricorso all'Intelligenza Artificiale consentirà una più solida base di controllo dell'operato di tutti gli operatori di mercato, banche comprese, che non andrà solo a vantaggio degli intermediari o gestori di servizi finanziari, ma anche dei risparmiatori e della collettività nel suo complesso.

Se, come si sente ripetere in modo contraddittorio, gli *stablecoin* venissero legittimati e le banche se ne avvalessero, la normativa *in fieri* richiederà ancora più profondi mutamenti, dovendo includere il trattamento delle riserve di stabilità; a tal fine, tornerà utile tenere conto dell'esperienza esauritasi nel 1971 di governo pubblico della moneta fiduciaria convertibile in strumenti metallici (oro e argento) e di quella ancora in atto delle riserve matematiche delle assicurazioni. La recente crisi di due tra le più importanti società che trattano gli *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 inclusiva delle forme assunte e delle tecniche usate.

L'uso delle tecnologie contabili innovative nella forma di tokenizzazione degli strumenti finanziari tradizionali solleva minori problemi e presenta maggiore utilità, ma anch'essa necessita di una precisa definizione di norme per il loro inserimento nel quadro esistente della regolamentazione di mercato e societaria. Anche per queste forme virtuali resta determinante l'attribuzione alle autorità delegate alla vigilanza del potere di entrata nel circuito decentrato per vigilarne l'attività. Una volta chiarita la morfologia istituzionale che assumeranno la moneta delle banche centrali e la raccolta delle banche commerciali, l'integrazione tra

attività tradizionali e tecnologie contabili innovative appare più facile per cogliere i vantaggi delle innovazioni tecnologiche applicate alla finanza.

In Italia, quella che può essere considerata la prima iniziativa di tokenizzazione, avente valore sperimentale, ha assunto forma prudentiale, con un'emissione di certificati tradizionali replicati simultaneamente in veste virtuale (*mirrored*); già si intravedono esperimenti che vanno ben al di là dell'ibridazione degli strumenti tradizionali a opera di quelli virtuali, se si affermasse la tokenizzazione dei beni immobiliari, come annunciato da una primaria banca operante a livello globale; la decisione apporterebbe un contributo positivo alla proposta qui avanzata di creare portafogli auto-protettivi dall'inflazione. Se così accadesse, si avrebbe il trasferimento di una parte importante del risparmio reale nell'infosfera, i cui sviluppi si propongono di abbracciare ogni aspetto della vita economica e sociale di chi vorrà aderire.

7 La ridefinizione conseguente dei compiti della Consob

Un chiarimento su tutti questi aspetti dei problemi applicativi delle tecnologie contabili virtuali e della morfologia conseguente degli assetti monetari e finanziari rappresenta la base indispensabile per adeguare i compiti e l'organizzazione di tutte le istituzioni di vigilanza dei mercati mobiliari; ovviamente anche della Consob, già sottoposta a un continuo impegno per seguire la crescente complessità dei mercati e l'espansione interna e internazionale della normativa, in una situazione di scarsità delle risorse finanziarie che affluiscono in via ordinaria e hanno registrato una riduzione a seguito delle difficoltà in cui, salvo pochi mesi di sosta, l'attività economica del Paese si dibatte da oltre due anni.

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, intesi non solo come verifica della coerenza rispetto alla normativa vigente, ma anche come modo per incorporare le istanze della creazione di valore condivisa per intraprendere in via stabile un sentiero di sviluppo sostenibile.

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, beneficiando delle garanzie offerte, dalle funzioni di prestatrici di ultima istanza all'esistenza di un meccanismo risolutivo delle crisi e di protezione dei depositi, accompagnate da una ben dotata attività di vigilanza. 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 e alla crescente liberalizzazione degli scambi monetari e finanziari, soprattutto nell'UE.

L'impulso alla crescita dell'attività del mercato finanziario proveniente da questi e da altri mutamenti nell'architettura globale della finanza ha permesso all'Italia di raggiungere in particolare i significativi risultati già ricordati nei rapporti reali e finanziari con l'estero, con positivi riflessi interni, che ora si devono confrontare con le nuove tendenze isolazionistiche dei paesi dalla concorrenza globale e gli effetti dovuti al crescente sviluppo quantitativo e qualitativo degli strumenti virtuali.

Nel nuovo contesto, il problema istituzionale da risolvere va oltre le forme di regolamentazione della creazione, negoziazione e contabilizzazione dei nuovi strumenti e degli intrecci che essi hanno stabilito con le attività tradizionali, e investe i ruoli delle diverse autorità di vigilanza del mercato mobiliare, non solo all'interno, ma anche a livello europeo, per definire i contenuti della costituenda Unione europea dei mercati nazionali dei capitali rispetto a quelli delle istituzioni di vigilanza già operanti; come pure sarà indispensabile conoscere l'assetto istituzionale che, di fatto o tramite accordi tra paesi, assumeranno gli scambi internazionali monetari, finanziari e reali.

8 Conclusioni: proteggere il risparmio, definire le regole della competizione tecnologica nella finanza e combattere la concorrenza normativa

La situazione in cui viviamo si può considerare simile a quella descritta nella commedia *Gli Uccelli* di Aristofane, dove, tra i venditori di oracoli e di decreti, entra in scena Metone, l'astronomo, nonché matematico e filosofo greco del V secolo a.C.. Egli ricalcolò i cicli lunari con i pochi strumenti allora esistenti, che la leggenda popolare definiva con ironia "squadra ricurva" e "cerchio quadrato". Il dileggio andò anche oltre la commedia, perché Metone fu cacciato dall'Atene del tempo come un folle; questa condanna, per fortuna non più fisica, è sempre pendente sugli odierni metoniani che corrono i rischi propri dell'anticipare analisi economiche, tecniche innovative e proposte politiche in controtendenza alle norme esistenti e ai modi di pensare prevalenti.

Si dispone oggi di strumenti tecnici, frutto di una scienza decisamente più evoluta di quella ai tempi di Metone, che si avvale di computer sempre più potenti per accogliere linguaggi logici innovativi, ormai senza frontiere. Si tratta ora di creare e di utilizzare una riserva di professionisti capaci di usare nuove "squadre e cerchi" generati dall'inventività e dalle capacità realizzative simili a quelle del filosofo greco, che restano componenti indispensabili per il progresso umano; si può serenamente affermare senza retorica che queste qualità abbondano in Italia, come testimoniano le conquiste raggiunte dalle nostre imprese esportatrici e le posizioni apicali ricoperte da molti giovani italiani sparsi nel mondo in imprese operanti nell'infosfera.

È ormai urgente definire le regole per un corretto e trasparente utilizzo delle innovazioni tecnologiche nella composizione dei portafogli mobiliari, come parte indispensabile della protezione del risparmio. Un passaggio importante è la definizione della morfologia che assumerà la moneta pubblica e se sopravviverà una moneta privata, individuando i riflessi della scelta che verrà fatta sull'attuale sistema bancario e finanziario.

Una parte significativa delle imprese italiane, soprattutto quelle che potrebbero irrobustire la gamma delle società quotate, si vanno spostando su borse o mercati finanziari esteri, perché attratte da vantaggi normativi offerti da altri paesi e non presenti nel nostro sistema o, più semplicemente, disincentivate dalla complessità amministrativa delle procedure richieste per accedere e permanere tra le quotate. È stato già indicato su quali linee si muove la Consob con le autorità competenti in vista di una semplificazione che freni un possibile deterioramento del nostro ecosistema finanziario e propizi un allargamento non solo dei mercati regolamentati. In questo ambito si va realizzando un proficuo ampliamento degli intermediari che intervengono in forme diverse per sostenere le imprese meritevoli di finanziamento, attraendo e ben investendo le risorse dei risparmiatori più lungimiranti.

L'accordo tra Borsa Italiana ed Euronext è una palestra in cui si dovrebbero manifestare le forze che mirano ad ampliare l'attività delle contrattazioni che avvengono su basi regolate e a far scomparire le specificità normative dell'Italia nel contesto europeo. Si sente giustamente ripetere che ciò non deve avvenire a seguito di un nostro adattamento alla competizione normativa da parte di mercati finanziari europei ed extraeuropei, ma deve contribuire a creare un campo di gioco livellato per tutti, dove il riferimento alla profittabilità delle imprese ottenuta con vantaggi normativi scompare, facendo emergere i contenuti della loro capacità di gestire le tecnologie innovative, oltre che le risorse di lavoro e finanziarie.

In questa azione complessa abbiamo tenuto consultazioni costanti 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 Polizia postale e l'OCF e, in particolare, beneficiato della collaborazione del COMI, il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori. A tutte queste istituzioni va la nostra più sentita riconoscenza.

Estendo il ringraziamento al personale che ha affrontato gli impegni di lavoro tra le difficoltà insorte negli ultimi due anni a seguito dei vincoli posti dalla pandemia sanitaria e dalla rapida evoluzione dei mercati. Rivolgo a tutti un invito ad affrontare con coraggio i cambiamenti necessari, per il proprio benessere e per quello dell'intero Paese.

1 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.

2 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 decentralizzato (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 decentralizzato, 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 influenti 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 decentralizzato, 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.

3 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, sospingendo 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.

4 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.

5 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. Auspichiamo che il Parlamento, d'accordo con il Governo, chiarisca il dettato dell'art. 17 per evitare un sovraccarico di contenzioso che potrebbe operare contro la semplificazione ricercata e minare l'efficienza stessa dell'attività di vigilanza. 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'inequità 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?

1 Una breve storia della Consob

Il 7 giugno 1974, con la Legge n. 216, le funzioni esercitate dal Ministero del Tesoro sulle società quotate e le borse valori vennero trasferite a una nuova istituzione denominata Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), che divenne Autorità indipendente con personalità giuridica undici anni dopo con la Legge n. 281 del 4 giugno 1985. Trascorsi altri tredici anni il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto con l'acronimo TUF, approvato il 24 febbraio 1998 con il Decreto Legislativo n. 58, assegnò alla Consob un vasto controllo autorizzativo e di vigilanza sul mercato mobiliare. Questi tre interventi legislativi rappresentano le principali tappe dell'evoluzione della Consob, alle quali nel corso del tempo si sono aggiunti affinamenti dei compiti assegnati e attribuzioni di nuovi incarichi. Nell'ultimo quarto di secolo l'Unione Europea ha contribuito incessantemente al processo di ampliamento e definizione dei compiti della Consob, in particolare negli ultimi anni, per accogliere, anche in finanza, le innovazioni tecnologiche e la sostenibilità, in attesa della creazione di un Mercato unico dei capitali funzionale alla crescita reale.

Per il Cinquantenario della sua nascita, la Consob ha curato una sua breve *Storia*, pubblicata dal Poligrafico dello Stato, che oggi viene distribuita. Essa è il risultato di un'opera corale cui hanno partecipato tutte le Unità organizzative, alle quali va il nostro più vivo ringraziamento. I lavori sono stati coordinati dal Segretario generale, sotto la supervisione dei Commissari in carica e dei tre ultimi Presidenti. La direzione scientifica è stata svolta da Guido Ferrarini, con la collaborazione di Davide Trasciatti. All'incontro odierno faranno seguito, a Roma e a Milano, due Convegni con la comunità scientifica per discutere della nostra esperienza nel mezzo secolo trascorso e ricevere suggerimenti per il nostro futuro.

Esaminando l'abbondante documentazione raccolta, siamo giunti alla conclusione che la suddivisione per decenni dell'evoluzione del mercato finanziario, delle norme e dell'organizzazione riguardanti la Consob, fosse la soluzione più adatta per una riconsiderazione dei problemi incontrati e delle scelte fatte che hanno plasmato il suo ruolo istituzionale. Pur consci di qualche semplificazione insita nella ripartizione temporale stabilita, abbiamo intitolato il primo decennio (1974-1984) *I primi passi*, ovviamente verso l'assolvimento del compito trasferito dal Ministero del Tesoro alla Consob di vigilare sulle società e sulle borse valori del Paese. Il secondo (1984-1994) *Il Big Bang italiano*, per sottolineare il

riconoscimento della sua indipendenza e, in particolare, il passaggio degli scambi in Borsa dalle "grida" al trattamento elettronico. Il terzo (1994-2004) *L'età delle riforme*, per ricordare l'accresciuto impegno regolamentare richiesto per collegare l'attività di vigilanza finanziaria alla nascita dell'Eurosistema e i compiti che furono assegnati alla Consob con il TUF. Il quarto (2004-2014) *L'età della crisi e della vigilanza europea*, per rievocare le difficoltà incontrate per affrontare gli effetti dello sconvolgimento finanziario globale del 2008 e del ruolo crescente svolto sul mercato dall'Unione Europea. L'ultimo (2014-2024) *L'era del Fintech, della sostenibilità e dell'integrazione finanziaria europea*, per ripercorrere i passi finora compiuti per fare fronte agli impegni di vigilanza posti da questi tre ambiziosi obiettivi.

Nel cinquantennio trascorso il rapporto tra attività finanziarie e moneta possedute dalle famiglie e dalle imprese è passato da 1 a 2,4 volte, anche a seguito di una significativa crescita dei valori azionari e di nuove forme finanziarie. Tale crescita riflette l'intento di rafforzare la finanza necessaria agli investimenti produttivi e cambia contenuti ed estensione dell'attività di vigilanza da svolgere. Essa è un naturale riflesso dell'evoluzione globale del mercato finanziario, al quale la Consob ha contribuito con la sua stessa presenza e con l'impegno profuso per garantire la trasparenza delle operazioni, migliorare le norme di vigilanza e l'attività di indagine e sanzionatoria.

Considerando che la Consob:

- è nata quattro decenni dopo la più celebre consorella americana (la SEC, *Securities and Exchange Commission*), creata nel 1934 in occasione del *New Deal* voluto da Roosevelt per uscire dalla Grande crisi, le cui cause sono state individuate anche nelle sregolatezze del mercato finanziario;
- ha registrato un salto quantitativo della sua attività in occasione dell'ampliamento del nostro mercato finanziario, anche a seguito del Decreto Legislativo n. 385/1993 che ha trasformato il regime bancario da specialistico a universale;
- si è mossa nel millennio in corso nel quadro dell'Eurosistema e del sistema finanziario europeo, partecipando dapprima al CESR (*Committee of European Securities Regulators*) e dal 2011 all'ESMA (*European Securities and Market Authority*);
- ha dovuto fronteggiare le rigidità tipiche del regime giuridico di *civil law*, divenute più stringenti a causa di un mercato in rapida evoluzione, che ha reso in parte obsolete le norme vigenti e ha indotto la giurisprudenza a svolgere funzioni tipiche del regime di *common law*;

si può ragionevolmente sostenere che il livello di prestazioni raggiunto è paragonabile – e per alcuni aspetti comparativamente migliore – a quello di

analoghe istituzioni europee e del resto del mondo, nonostante i confronti internazionali siano alterati da persistenti e profonde diversità di trattamento normativo della vigilanza finanziaria, un problema che peraltro assilla tutti gli scambi globali.

2 Il mutamento del quadro geopolitico e le specifiche necessità della Consob

Il quadro di insieme geopolitico nel cui ambito la Consob deve operare è caratterizzato dalla tendenza a muovere più armi e meno merci, invertendo l'indirizzo favorevole alla globalizzazione degli scambi e alla convivenza pacifica. In passato, l'affermarsi di queste condizioni aveva apportato significativi vantaggi al benessere materiale e sociale di tutte le popolazioni del Pianeta. L'Italia è direttamente esposta agli effetti deflattivi di questa tendenza, a causa del suo modello di sviluppo basato sulle esportazioni, che sollecita uno spostamento della domanda aggregata verso gli investimenti e i consumi interni. La necessità di un cambiamento della struttura del PIL è una *querelle* che dura dalla fine del miracolo economico, quando emersero le difficoltà, come allora si disse, «*di affiancare il cavallo della domanda pubblica a quella privata*», che oggi si potrebbero attenuare convogliando risparmio verso l'attività produttiva attraverso impulsi di mercato.

In parallelo è maturata una maggiore coscienza della necessità di proteggere l'ecosistema, ma si è indebolita la volontà di svolgere un'azione congiunta internazionale per raggiungere l'obiettivo. Nel perseguimento di questo fine la finanza è chiamata a svolgere un suo specifico compito di supporto, ma da più parti si chiede che la sua azione si sincronizzi con i tempi dei progressi effettivi raggiungibili in materia a livello globale, senza appesantire anzitempo la documentazione necessaria alla vigilanza pubblica sugli impatti ambientali dell'attività delle imprese.

Il mutamento del quadro geopolitico si è riflesso in una decelerazione della domanda aggregata globale, incluso ovviamente il commercio internazionale, che inasprisce la cronica competizione normativa tra paesi, introducendo nuovi dazi protettivi e vincoli amministrativi equivalenti, giustificati da istanze nazionali di tutela della sicurezza materiale, politica ed economica, la cui soddisfazione richiederebbe invece un rafforzamento della cooperazione internazionale. Di fronte a questa situazione, l'Unione Europea si muove rafforzando il funzionamento del mercato comune con norme unificanti, la cui attuazione viene spesso ostacolata da opzioni regolamentari o pratiche di *gold plating* (letteralmente "placcatura aurea"), che sfruttano la facoltà concessa ai paesi membri di discostarsi dagli indirizzi comuni concordati. Si generano così disomogeneità applicative sostanziali in aree rilevanti per l'attività economica, come il diritto societario, la cui unificazione, soprattutto in materia di trattamento fiscale, resta un passaggio determinante per

la realizzazione dell'Unione europea dei mercati dei capitali necessaria al completamento del mercato comune, uno dei pilastri della costruzione europea.

Parte di questo processo di riunificazione normativa riguarda anche i comparti tradizionali e "virtuali" (la definizione è dell'OCSE) del mercato finanziario, con soluzioni non convergenti tra grandi aree. In particolare, negli Stati Uniti si va legittimando la creazione e l'uso delle *cryptocurrency* parificandola a quella degli strumenti tradizionali, mentre nell'Unione Europea si persegue una regolamentazione differenziata, culminata nel *Markets in Crypto Assets Regulation* (MiCAR) e nell'*Artificial Intelligence Act* (AI Act), che entreranno rispettivamente in vigore nel gennaio 2025 e a metà del 2026. L'Italia ha trattato la materia in diverse iniziative di legge, sta completando il recepimento del primo provvedimento europeo ricordato e ha avviato l'esame del ddl n. 1146 recante *Disposizioni e deleghe al Governo in materia di intelligenza artificiale*, che amplia l'area di considerazione degli effetti dell'AI e prevede l'emanazione di uno o più decreti legislativi che adeguino la normativa nazionale all'AI Act.

La Consob è impegnata da tempo nella definizione di un piano operativo e professionale per fronteggiare i crescenti impegni derivanti dai mutamenti indicati e ha in corso le dovute consultazioni sindacali per varare una riforma organizzativa che:

- persegua una visione integrata dei processi e delle attività;
- definisca e potenzi la vigilanza impostata sulla valutazione del rischio;
- identifichi con precisione compiti e responsabilità del personale;
- migliori l'efficienza e l'efficacia delle sue prestazioni, contenendo i costi, riducendo le linee di riporto, eliminando duplicazioni e frazionamenti e adattando l'organizzazione alle nuove incombenze;
- implementi soluzioni di intelligenza artificiale per l'esame delle pratiche.

Per raggiungere questi obiettivi verranno attivati un moderno controllo di gestione, una migliore comunicazione interna ed esterna, una base dati integrata, condivisa e accessibile, un disegno di valorizzazione delle professionalità definendo profili di carriera e sistemi di mobilità del personale decisi funzionalmente e in attuazione della legge.

Il processo ha preso avvio nel 2021 in attuazione della Legge n. 281 del 4 giugno 1985, che ha disposto la parificazione del trattamento giuridico e salariale del personale Consob a quello della Banca d'Italia; il provvedimento è stato deciso dopo un lungo periodo di riflessioni e ha apportato significativi vantaggi al personale, ma anche sollecitazioni a raggiungere livelli più elevati di efficienza ed efficacia. I conseguenti maggiori costi si sono sommati a quelli nascenti dall'attribuzione alla Consob di nuovi compiti, suscitando malumore nei soggetti

vigilati, che hanno scelto l'Autorità come destinataria, non considerando che essa si limita ad applicare le norme che regolano il regime contributivo.

Negli Stati Uniti sono da tempo insorte analoghe lamentele. Nel 2014, due premi Nobel per l'economia, George Akerlof e Robert Shiller, hanno valutato il costo dei servizi resi dalla SEC, indicandolo pari a un quarto di centesimo per dollaro sotto sorveglianza; nel 2024, l'onere si è ridotto per la crescita più che doppia della ricchezza finanziaria vigilata (dai 50 ai 110 *trillion* di dollari). I due economisti hanno sottolineato che questo costo, che risponde a un servizio pubblico avente un elevato rilievo sociale ed economico, è decisamente inferiore alle commissioni richieste dagli intermediari per i loro servizi, mediamente pari a un multiplo dell'onere di vigilanza. Per il 2024 la Consob ha chiesto ai vigilati 151 milioni di euro, applicando per il secondo anno consecutivo una base generale di calcolo pari all'inflazione programmata dal Governo. Ove si prescindendo dalla difformità delle diverse architetture di vigilanza finanziaria, l'incidenza percentuale sulla massa vigilata italiana non è dissimile da quella americana, ma il gettito è nettamente inferiore a quello ottenuto dalla consorella americana, che ha chiesto 2,6 miliardi di dollari sulla base di una ricchezza finanziaria superiore a 18 volte la nostra. Per assolvere ai nuovi impegnativi compiti di vigilanza, il conseguente fabbisogno dovrà essere distinto tra l'onere per il servizio reso ai soggetti vigilati e quello prestato alla collettività, la cui valutazione è in corso nell'ambito della riforma organizzativa ricordata.

Per raggiungere gli obiettivi indicati si farà ricorso alle moderne tecnologie informatiche, già previste da un piano di investimenti pluriennali approvato dalla Commissione, la cui attuazione beneficerà in parte dei fondi assegnati alla Consob dal PNRR. Sarebbe di grande utilità e risparmio per la collettività, se si pervenisse a una capacità di raccolta ed elaborazione delle informazioni condivisa tra le istituzioni di vigilanza mobiliare all'interno del Paese e nell'Eurosistema, in vista degli indispensabili passaggi definitivi all'euro digitale e alla *tokenizzazione* degli strumenti finanziari. Il perseguimento di questo obiettivo è già iniziato partecipando al Polo Strategico Nazionale, che prevede di far migrare tutti i dati e servizi strategici della Pubblica Amministrazione nel *cloud* nazionale.

L'efficacia e l'efficienza della Consob migliorerebbero se venisse rimosso l'obbligo di approvare le principali decisioni di funzionamento a maggioranza qualificata di quattro voti su cinque, *quorum* non previsto per le altre autorità indipendenti operanti in Italia. Agirebbe nella stessa direzione se, in attuazione della delega di riforma del TUF, venissero accettate le proposte avanzate dalla Consob di introdurre strumenti per deflazionare le procedure sanzionatorie, quali il *settlement* o la possibilità di valutare la rilevanza delle violazioni, consentendo ad esempio – come avviene in altri settori – di non avviare onerosi procedimenti amministrativi per infrazioni minori che arrecano un pregiudizio marginale agli investitori e alla trasparenza del mercato. Sarebbe, inoltre, opportuno allineare la

responsabilità civile della Consob agli ordinamenti esteri più avanzati per capire in quali casi, effettivamente, ricorre la responsabilità dell'Autorità per colpa grave, rifuggendo da facili suggestioni interpretative che rischiano di amplificare oltremodo questo concetto di colpa; sono numerosi i documenti di organismi internazionali sul tema dell'esistenza di un carico eccessivo di responsabilità esteso a situazioni diverse dalla colpa grave e dal dolo. Tornerebbe infine utile allo sviluppo del nostro mercato finanziario alleggerire il peso delle incombenze amministrative, facendole convergere verso gli standard seguiti dalle altre piazze europee e dal resto del mondo, per evitare gli effetti negativi della competizione normativa tra paesi.

3 Indirizzare il risparmio verso l'attività reale

L'obiettivo di incanalare il risparmio interno verso l'attività reale, agendo con strumenti di mercato, è iscritto da tempo nell'agenda del Paese e il suo raggiungimento ha ripreso vigore con il c.d. *Libro verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, il cui iter si è concluso con l'approvazione della già citata Legge n. 21/2024. Essa ha semplificato le condizioni di accesso degli emittenti al mercato, in particolare delle PMI, e razionalizzato l'intervento degli investitori istituzionali. Ha, inoltre, ridefinito talune procedure di nomina dei vertici societari, spostandole in parte dalle scelte dei manager a quelle degli azionisti; su quest'ultimo aspetto le valutazioni non sono state concordi e sarà il mercato a fornire una risposta allo stimolo che la legge si è proposta di imprimere. Ha infine apportato modifiche a talune discipline statutarie e varato disposizioni in materia di flottante, di rafforzamento del c.d. Patrimonio Destinato a supporto delle imprese italiane e di educazione finanziaria.

L'iniziativa ha inteso fornire anche una risposta alle preoccupazioni nascenti dal *delisting* delle società quotate su Euronext Milan, un fenomeno peraltro presente nelle borse estere; le cancellazioni potranno essere in prospettiva compensate dalla crescita delle ammissioni all'Euronext Growth Milan di società che intendono sperimentare l'opportunità di raccogliere capitali su quel mercato per il proprio sviluppo. In generale, fungono da attrazione alla scelta di quotazione i bassi costi di ingresso e di permanenza nel listino, i tempi rapidi di svolgimento delle procedure di ammissione, un'imposizione tributaria vantaggiosa e l'ampiezza della liquidità che affluisce alle contrattazioni, la cui assenza induce le società a rivolgersi all'estero dove una o più di queste condizioni si presentano vantaggiose.

L'incanalamento del risparmio verso il finanziamento delle attività produttive svolge anche la funzione di proteggere il risparmio investito in piani che soddisfano i bisogni del ciclo vitale degli individui e delle famiglie, con un potenziale alleggerimento delle pressioni assistenziali che gravano sui bilanci pubblici. Nell'anno trascorso questa stretta relazione si è rafforzata sia a livello

microeconomico, per il buon andamento degli utili societari, sia a livello macroeconomico, per una maggiore resilienza alla crisi globale mostrata dall'economia italiana rispetto a quella europea e di vaste aree del mondo. Al risparmio andrebbe dedicata una cura pari a quella riservata alla moneta e ad altri nuovi strumenti finanziari, per impedire che esso diventi variabile di aggiustamento degli squilibri creati da altri fattori. Un esempio si ha nella clausola del *bail-in*, secondo cui i depositi bancari sono protetti dal loro sistema di garanzia fino a 100 mila euro, mentre tutte le altre passività delle banche, potenzialmente destinate al finanziamento degli investimenti reali capaci di proteggere i risparmi, vengono penalizzate in caso di insolvenza.

La buona resilienza dell'economia italiana e la capienza del risparmio interno hanno stentato a tradursi in una discesa dello *spread* richiesto dal mercato sui nostri titoli pubblici, finalmente emersa nei primi mesi del 2024, anche per la loro buona accoglienza da parte dei risparmiatori italiani, seguita da una ripresa di attenzione da parte dell'estero. Questo risultato, pur restando esposto ai rischi geopolitici ricordati, si dovrebbe riflettere anche in un innalzamento dei *rating* del debito pubblico italiano, alleviando l'onere sulla crescita reale dovuto al maggiore costo dell'indebitamento pubblico e così innalzando il livello del reddito potenziale.

4 La nuova architettura istituzionale della moneta e della finanza che si delinea al diffondersi delle contabilità decentrate

Nel prevedibile futuro la moneta e le attività finanziarie completeranno il processo di dematerializzazione, passando dalle forme digitali a contabilità accentrata a quelle a contabilità decentrata (DLT). Il pieno utilizzo dipenderà dallo scioglimento dei nodi con cui si potrà esercitare la vigilanza su questa forma di titolarità della ricchezza e garantire l'inalterabilità delle piattaforme che la registrano e custodiscono (*cyber security*). Molto dipenderà anche dalla rapidità con cui i cittadini impareranno a usarle. A tal fine, è necessario che il legislatore non consideri più neutrali queste tecnologie contabili, poiché sono il problema da risolvere.

L'attuazione di questo processo richiede di ricondurre a unità le norme che regolano gli strumenti tradizionali e virtuali. La soluzione razionale suggerisce di mantenere l'intera creazione monetaria nelle sole mani delle banche centrali, riunificando sotto un'unica unità di conto e mezzo liberatorio dei debiti (*legal tender*) tutte le forme ufficiali esistenti (metallica, cartacea e depositi bancari, ossia la c.d. M2) e, se legittimate, quelle usate di fatto dal mercato (*cryptocurrency*, *stable coin* e altre). Una siffatta riforma impone di ricondurre sotto una sola

autorità di controllo finanziario anche i depositi bancari, oltre alle attività tradizionali e a quelle virtuali.

Per garantire una gestione razionale del risparmio è auspicabile che si passi da scelte di investimento basate su tecniche tradizionali o valutazioni prevalentemente soggettive a scelte basate sulle moderne tecniche di intelligenza artificiale e sugli strumenti di raccolta ed elaborazione delle informazioni, per propiziare una maggiore remunerazione netta del risparmio, incentivandone l'auspicato incanalamento verso le iniziative produttive. I principali *leader* di queste innovazioni disputano sui tempi in cui sarà pronta una rivoluzione informatica per ogni aspetto della vita economica e sociale: i più ottimisti sostengono che lo è già e i meno che lo sarà entro il decennio in corso.

Il principale vantaggio dell'introduzione delle specializzazioni istituzionali e delle innovazioni tecnologiche indicate sarebbe che le scelte di stabilità monetaria di quantità e di tasso dell'interesse si svilupperebbero in modo indipendente dalle esigenze di stabilità bancaria, superando il reciproco vincolo nell'attuale architettura istituzionale; verrebbe a cessare la posizione storicamente subordinata della stabilità finanziaria a quella monetaria, che ha avuto origine nel ruolo preponderante ricoperto dalle banche sul mercato del risparmio rispetto agli altri intermediari, borse valori incluse. Così facendo i tassi dell'interesse ufficiali svolgerebbero pienamente la funzione, evidenziata dalla teoria economica e dall'esperienza pratica, di riequilibratori tra andamenti dei profitti degli investimenti reali e della domanda aggregata.

La nuova architettura non preclude l'utilizzo della capacità organizzativa e il prestigio culturale acquisiti dalle banche centrali per svolgere il duplice compito di stabilità, purché si svolga con la dovuta indipendenza operativa. Né questa architettura è di ostacolo allo sviluppo delle banche, perché esse non perderebbero spazi di mercato nei sistemi di pagamento, di credito e di gestione del risparmio, operando senza i vincoli attuali di appartenenza al circuito monetario. Questa architettura consentirebbe di dare anche una risposta razionale, ossia basata su dati oggettivi, alle dispute scomposte, che si ripetono a ogni crisi, sulla dimensione e i tempi delle scelte monetarie, nel tentativo di conciliarle con le pressanti istanze di proteggere la crescita reale e il benessere sociale, intenti parimenti nobili, ma che si pongono talvolta in contrasto con la stabilità dei prezzi.

Passando da una considerazione generale a una specifica riguardante l'Eurosistema, la creazione e l'uso dell'euro resterebbero sotto il diretto controllo della BCE, la cui contabilità – per le caratteristiche decentrate, ma controllabili, e l'esperienza operativa fatta tra le banche centrali associate – potrebbe essere presa come base per la gestione di tutti i pagamenti, compresi quelli legati alle operazioni finanziarie di ogni tipo. Si aprirebbe così la possibilità che l'uso diffuso di questa specifica tecnologia propizi un più stretto collegamento "di mercato" tra

le monete nazionali e un accordo internazionale sulle regole di intervento statale nella fissazione dei cambi, una delle forme più diffuse di politiche protezionistiche.

L'attuazione di queste modifiche istituzionali – che, lo ripetiamo, sono intrinseche nella natura evolutiva delle tecnologie e dei mercati – richiederanno tempo e ovvie cautele applicative; non sarebbe però un comportamento razionale, se si continuasse a procedere con parziali realizzazioni senza sapere verso dove muove il sistema monetario e finanziario, perché continuerebbe a prevalere l'incertezza del futuro, accrescendo la complessità di governo delle economie miste pubblica e privata, sempre più coinvolte nei mutamenti ricordati dello scenario geopolitico.

5 Semplificare la complessità e ridurre le incertezze

Sulla pericolosità dell'associazione tra complessità e incertezze – che assilla non solo l'economia, ma anche la convivenza sociale – vi è concordanza di valutazione, sia all'interno che all'estero, creando consapevolezza sulla necessità di operare per semplificare le prime e ridurre le seconde. Al contrario, non esiste concordanza sulla plurivocità delle soluzioni tese a conciliare le funzioni eterogenee di utilità individuali e sociali oggi esistenti, poiché alcuni chiedono più Stato, altri più mercato, senza trovare il modo di dosare le due forze per raggiungere una maggiore crescita e una più equa distribuzione del reddito. In passato il dibattito in argomento è stato molto vivace e contraddistinto da forti dosi di ideologia, che non sono scomparse, ma oggi la materia del contendere è resa ancora più complicata dalla trasformazione della finanza da ancella dello sviluppo reale a creatrice di ricchezza mobiliare per partenogenesi.

L'aspetto di quest'ultima metamorfosi è la vertiginosa crescita delle *cryptocurrency*. In linea di principio non si può comprendere come si possa legittimare l'esistenza di attività dematerializzate prive all'origine di controparti debitorie, che nascono da un'intrapresa "artigianale" matematicamente raffinata e vivono per accordi pattizi tra privati senza controlli sulla *governance*; esse creano potere di acquisto sul mercato che ha valore crescente rispetto a quello generato dall'attività produttiva, alterando la distribuzione del reddito e della ricchezza, la cui determinazione sarebbe compito degli organi della democrazia, nella consapevolezza acquisita che il mercato non ha la conformazione pratica né il compito per farlo. Va osservato che la moneta legale, sia essa base monetaria di banche centrali o depositi di banche, nasce con una controparte debitoria, che manca per le *cryptocurrency*, siano esse usate come moneta o strumento finanziario, una caratteristica negativa che si somma alla loro scarsa *accountability* e trasparenza di mercato. Il problema è stato ripetutamente esaminato anche nei precedenti *Discorsi al mercato*, auspicando che i nuovi strumenti criptati, se legittimati, rispondano alle stesse regole degli strumenti tradizionali, sempre

insistendo però sulla necessità di pervenire a una specifica normazione per le contabilità decentrate usate. Anche per i derivati, all'origine della crisi del 2008, fu trascurata per un lungo periodo la contabilizzazione corretta sopra la linea del totale, ossia con controparte debitoria, che per lungo tempo fu sostituita da un promemoria sotto la linea tra i conti impegni e rischi.

Dall'insieme di queste considerazioni discende il diretto interesse della Consob a conoscere come raccordare la contabilità dell'euro digitale con quella degli strumenti finanziari tradizionali e *tokenizzati* e verso dove si dirigerà l'architettura istituzionale della moneta e della finanza. In assenza, la programmazione dell'attività delle autorità di sorveglianza e la redazione dei relativi bilanci sarebbero esposte alle variazioni di architettura istituzionale che si realizzano di fatto e di diritto a causa delle incessanti innovazioni tecnologiche introdotte dagli operatori più abili.

A seguito delle recenti decisioni normative, va preso atto che il mercato ha imposto la sua volontà alle autorità di governo che non hanno potuto ignorare, come accaduto per i derivati, la dimensione raggiunta dalle *cryptocurrency* e dai *cryptoasset* nei portafogli dei risparmiatori, sospinta dai CASP (*Crypto Asset Service Provider*) e, più recentemente, dal cambiamento dell'attitudine degli intermediari tradizionali (banche e altri gestori di risparmio) che, dopo avere condiviso con le autorità di vigilanza forti riserve per queste innovazioni, hanno deciso di operare anche in questo comparto aggiungendo il peso della propria influenza. Non sarebbe una novità se si riconoscesse la forza del mercato, ma lo sarebbe se si negasse una pari forza alla legge come diritto dei cittadini a essere governati da questa, invece che dall'intraprendenza di pochi. Va perciò sollecitata la collaborazione tra le due forze nel reciproco interesse e la specializzazione per l'esercizio dei compiti di vigilanza.

6 Conclusioni

Per concludere, la storia continua imperterrita a offrirci sorprese e a sollecitare nuovo impegno, per migliorare il funzionamento del mercato finanziario e proteggere il risparmio. Rappresentano passaggi essenziali l'inversione della tendenza in atto di una crescita della finanza fine a se stessa e l'incanalamento del risparmio verso il finanziamento dello sviluppo del reddito e dell'occupazione, ottenibili confermando la moneta ufficiale come unico mezzo legale liberatorio dei pagamenti e incorporando nelle gestioni finanziarie le innovazioni messe a punto dalla Scienza dei dati e dalla potenza di calcolo dei computer. Funterebbe da viatico una distinzione istituzionale tra la creazione di moneta a livello ufficiale e quella in forma di depositi bancari, riunificando questi ultimi sotto la competenza della vigilanza finanziaria, la cui attività produrrebbe, in posizione di parità, un bene pubblico complementare a quello della vigilanza monetaria.

Così facendo, verrebbero anche rispettati e incentivati i piani di investimento dei risparmi, basati sulle necessità del ciclo vitale degli individui e delle loro famiglie, affidando agli intermediari finanziari il compito di gestirli in modo razionale e agli organi della democrazia di decidere un'equa distribuzione delle risorse prodotte. Se ben strutturata e ben spiegata, una tale riforma renderebbe possibile l'attuazione di una politica economica, che alleggerisca le pressioni sui conti dello Stato e riduca il peso dell'imposizione tributaria e del debito pubblico sul PIL.

In questa nuova architettura istituzionale, le autorità di vigilanza monetaria e finanziaria vedrebbero rafforzata l'indipendenza e l'efficacia della rispettiva azione e potrebbero passare da un approccio formale, nell'adempimento dei compiti a esse assegnati volti a prevenire e sanzionare gli aspetti patologici del mercato, a un approccio funzionale al miglioramento dei contenuti fisiologici della crescita reale e, con essi, del benessere individuale e sociale.

Va preso atto che il mondo si evolve in questa direzione e i comportamenti di tutti – piaccia o non piaccia, vengano frenati o meno – dovranno tenerne conto. Un secolo fa Søren Kierkegaard, filosofo dell'immobilismo esistenziale, ammonì: *«Per l'uomo arriva un momento in cui non ha più libertà di scelta, non perché ha scelto, ma perché non lo ha fatto e altri hanno scelto per lui».*

1 La celebrazione del Cinquantenario della Consob

Il 7 giugno 2024 la Consob ha concluso il suo mezzo secolo di vita. La celebrazione ha preso avvio il 25 dello stesso mese in occasione del tradizionale *Incontro con il mercato* tenutosi in questa stessa sede. Nell'occasione è stata distribuita la *Storia* dell'Istituzione corredata da una vasta documentazione, anche fotografica; i contenuti sono stati discussi il 24 ottobre in un Convegno alla Sapienza di Roma, soffermandosi sulla lezione del passato, e il 14 marzo di quest'anno presso la Bocconi di Milano, proiettando l'analisi sul futuro. Nel corso dei due Convegni hanno preso la parola cinquanta esperti della materia, studiosi o rappresentanti di istituzioni nazionali e sovranazionali, che hanno avanzato le loro valutazioni sull'andamento attuale e in prospettiva dei mercati finanziari. Gli *Atti* saranno messi a disposizione sul sito della Consob.

Il 12 luglio 2024 è stata approvata la riforma dell'organizzazione per rendere più efficienti i servizi resi in linea con le aspettative del mercato, facendo maggior uso delle tecnologie informatiche; tuttavia, l'azione intrapresa non può colmare l'inadeguatezza dell'attuale architettura istituzionale della vigilanza conseguente ai profondi mutamenti del contesto geopolitico e dei mercati finanziari globali.

2 L'architettura istituzionale imposta dai mutamenti dei mercati monetario e finanziario e della geopolitica

Nell'ultimo lustro l'economia italiana è stata caratterizzata dai postumi della grave crisi finanziaria globale del 2008, dall'esplosione della pandemia da Covid nel 2019, dalla ripresa dell'inflazione nel 2021, dalla crescita dell'incertezza dovuta all'affermarsi di un clima bellico colmo di rischi a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia nel 2022, della guerra nella Striscia di Gaza causata dall'attacco terroristico di Hamas a Israele nel 2023 e, più di recente, dello scoppio del conflitto tra Israele e Iran dagli effetti imprevedibili. Sul piano economico queste turbolenze si sommano a politiche protezionistiche che hanno storicamente afflitto gli scambi mondiali. Con una forte dose di eufemismo si può

affermare che nel periodo la navigazione della Consob si è svolta in acque molto agitate, che non accennano a placarsi.

Alle turbolenze più recenti ha concorso il movimento della faglia tellurica delle *cryptocurrency* sottostante al territorio monetario e finanziario tradizionale, con possibili sbocchi dalle proporzioni imperscrutabili; il rischio è riemerso sotto la spinta dell'illusione di facili guadagni così ben descritta da Carlo Collodi nel "Campo dei miracoli" di Pinocchio e ha trovato alimento nel successo conseguito da quelli che hanno sfruttato l'occasione offerta dallo sviluppo delle tecnologie informatiche. Il governo della vicenda non può essere affidato alla cura degli interessi privati organizzati o regolandone i relativi servizi con decisioni insufficienti, ma necessita di una cosciente cooperazione tra Stati, anche perché la nascita e gli scambi delle *crypto* si svolgono nell'infosfera, sfuggendo ai controlli tradizionali su basi territoriali. Le prospettive di una tale azione congiunta internazionale sembrano allontanarsi a seguito degli ordini esecutivi del 23 gennaio e del 6 marzo scorso del Presidente Trump che proibisce la nascita del dollaro digitale e candida Bitcoin e altre quattro monete "virtuali" a svolgere un ruolo di riserva internazionale della moneta statunitense, ponendo gli Stati Uniti al centro operativo mondiale degli strumenti virtuali.

L'orientamento statunitense è solo l'ultimo atto di una legittimazione delle *crypto* avvenuta nel tempo in vario modo, dal considerarle cespiti tassabili, all'autorizzarne la negoziazione tramite prestazioni di servizi di *trading* riconosciuti o regolandone aspetti specifici, tutte scelte prive di una visione complessiva del problema interno e internazionale da affrontare. È stato autorevolmente ammesso che questo riconoscimento crea uno sconvolgimento del sistema monetario internazionale che, con gli aumenti tariffari annunciati dagli Stati Uniti, altera anche il funzionamento del mercato dei cambi, preludio al ritorno di una loro sistematica manipolazione da parte degli Stati, allontanando ancor più l'economia globale da una condizione di mercato competitivo.

La ricchezza "virtuale" si va sommando in misura crescente a quella "tradizionale", che ne risulta comparativamente svilita, accentuando il problema degli squilibri dimensionali della finanza rispetto alla crescita reale, finora in prevalenza avvertito per il possibile spiazzamento del debito privato da parte di quello degli Stati. Questa situazione sollecita ancor più il raggiungimento di nuovi accordi internazionali in una situazione di crescita reale cedente, che contribuisce a trascinare comportamenti e a varare legislazioni che ampliano il concetto di protezione della sicurezza di uno Stato, in assenza di un riesame dei compiti delle istituzioni attualmente delegate a garantire un funzionamento libero, aperto e trasparente del mercato.

La giustificazione sovente avanzata per regolare gli strumenti virtuali è che le norme devono essere "tecnologicamente neutrali", nell'intento di non ostacolare i vantaggi offerti dal *Fintech*, mentre sono proprio le tecnologie che rappresentano

il problema da risolvere. Il varo del *Pilot regime* testimonia che questo problema è sentito dal legislatore europeo, ma la materia non è stata affrontata nella sua reale consistenza, che riguarda l'opacità delle contabilità decentrate per l'esercizio delle funzioni di vigilanza tradizionali. In particolare, vanno regolate le versioni che non consentono la conoscenza delle contrattazioni da parte di esterni al circuito, creando maggiori difficoltà nella prevenzione degli usi illeciti di moneta e credito, dall'evasione fiscale al riciclaggio di danaro sporco e al finanziamento della guerra e del terrorismo. Il chiarimento è particolarmente urgente per le *cryptocurrency* che vengono usate come moneta rispetto alle attività tradizionali tokenizzate (*DeFin*), perché le prime vengono "minate" liberamente da privati che si impossessano del signoraggio, mentre le seconde passano attraverso un'autorizzazione pubblica dei relativi documenti informativi. Se però le due forme si intrecciano i problemi da risolvere si moltiplicano e complicano le valutazioni di mercato. Non può sfuggire l'analogia che si va determinando con le radici della crisi finanziaria del 2008 dovuta alla diffusione dei derivati complessi che contenevano crediti difficilmente rimborsabili (*subprime*) e causarono gravi conseguenze economiche, mettendo a rischio anche la sicurezza dello Stato. Una società della Silicon Valley fondata nel 1989, dopo una vita incolore, nel 2020, a seguito della nascita dei Bitcoin, si è specializzata negli intrecci tra strumenti tradizionali e virtuali, balzando al vertice della ricchezza mondiale, superando la Apple di Steve Jobs fondata nel 1976, le cui radici reali sono ben più profonde e risultato di vicende imprenditoriali passate alla storia.

I token del MiCAR (*Market in Crypto Asset Regulation*) offrono un viatico per legittimare le diverse forme in cui si esprimono le *crypto* usate come sottostanti (*collateral*) di strumenti finanziari tradizionali, divenendo un incentivo alla loro diffusione, anche perché creano l'illusione che godano di una protezione dello Stato. Fungono da incentivo anche le semplificazioni procedurali per l'autorizzazione dei token previsti e per quelli esonerati dal MiCAR, ancora prima che queste abbiano trovato piena applicazione per le forme finanziarie tradizionali. Il consenso degli investitori e l'interesse degli emittenti ignorano la valenza sistemica del problema, la cui tutela ricade sulle autorità di Governo e di Vigilanza, che devono prendere atto dei modesti risultati degli avvertimenti da esse divulgati sui rischi elevati degli investimenti in strumenti virtuali o a essi connessi.

La vera innovazione tecnologica da promuovere per la finanza è l'Intelligenza Artificiale (IA), che ha investito il modo di essere dei mercati e delle istituzioni private e pubbliche; essa è in rapido sviluppo, trasformandosi da una rappresentazione dei modi in cui agisce il cervello umano (approccio neurologico) a una sua riproduzione (approccio fisico), tanto da indurre gli scienziati a ridefinirla "neuroscienza computazionale". Pur essendo ancora in corso perfezionamenti sui modi in cui può operare l'IA, essa è già assunta a livelli tecnologici superiori, come il *quantum annealing* (in italiano "composizione quantistica"), che anticipa taluni miglioramenti ottenibili con i computer quantistici, materia in cui eccelle un

gruppo del CNR di cui fa parte il Nobel italiano Giorgio Parisi; un gruppo di giovani ricercatori della LUISS Guido Carli, in collaborazione con un Centro privato di ricerca, ha sperimentato questa tecnica raggiungendo migliori previsioni rispetto a quelle econometriche. Nelle sue varie applicazioni l'IA porta indubbi vantaggi all'impiego razionale delle risorse del Pianeta, riducendo l'incidenza soggettiva nelle scelte e le possibili connivenze distorsive del funzionamento del mercato. Come ogni grande progresso scientifico, l'IA pone problemi nuovi alla vita dei cittadini, che vanno risolti sul piano educativo e professionale, ma non usati per impedirne l'accettazione, perché ci sarà sempre qualcuno o qualche paese che si avvantaggerà utilizzandola. Sarebbe un grave spreco se la superiorità mostrata dalla cultura italiana in materia venisse usata solo dall'estero.

La tecnologia informatica impone una riconsiderazione dell'architettura istituzionale anche del mercato mobiliare, perché il legame che si è storicamente affermato tra stabilità del metro monetario e protezione della moneta bancaria (i depositi) non è coerente con i principi elaborati da secoli di riflessioni e sperimentazioni. La moneta non deve essere remunerata, come è stato preannunciato per l'euro digitale, se si vuole minimizzarne il possesso come mezzo di scambio e incentivarne l'investimento in strumenti finanziari indispensabili per la crescita reale. Così operando il saggio di profitto degli investimenti reali concorrerebbe a determinare direttamente la remunerazione delle attività finanziarie, a sua volta influenzata dal saggio di risparmio dell'economia e dalle scelte di politica monetaria su quantità e tassi dell'interesse ufficiali. Affinché si ristabilisca una catena pro-attiva per la crescita reale occorre evitare che le monete private interferiscano nel processo, confermando senza esitazioni o equivoci che esiste una sola moneta dotata di potere liberatorio (*legal tender*) e strumento di protezione dei valori nel tempo, anche se assume la forma contabile digitale decentrata sotto controllo delle autorità per impedire eccessi e abusi. Questa necessità non riguarda solo l'esigenza di mantenere sotto un unico controllo la stabilità monetaria, ma anche la parimenti importante stabilità finanziaria. Una siffatta scelta riporta i depositi bancari nell'alveo finanziario di appartenenza, imponendo una riorganizzazione dei compiti tra istituzioni di vigilanza per rafforzare la protezione del risparmio e la funzionalità del mercato.

Si afferma che questa riforma non sia possibile, tanto da essere considerata un'utopia. Come la storia insegna, il progresso civile è stato realizzato sulla base di utopie "necessarie", come il filosofo spagnolo Antoni Mellà i Ortis ha proposto di chiamarle e la storia dell'umanità insegna siano il principale nutrimento del progresso civile. Anche la nascita dell'euro era un'utopia necessaria per realizzare un mercato unico dei beni che presuppone una sola moneta, e divenne realtà al momento opportuno (tra il 1998 e il 2002), beneficiando dei lavori preparatori svolti nei decenni precedenti. Se gli Stati Uniti e la Cina non aderissero a un generale disegno di riforma monetaria internazionale, l'eurosistema

potrebbe e dovrebbe fungere da naturale laboratorio sperimentale, chiamando a collaborare alla realizzazione tutte le forze disponibili.

Le possibili linee di azione sono:

- trasformare l'euro dalla forma fisica e digitale a una a contabilità decentrata, ma conoscibile (quindi del tipo DLT e non Blockchain), alla quale attribuire la funzione di unica moneta elettronica dotata di caratteristiche più sicure rispetto all'attuale moneta fiduciaria bancaria e a minore rischio rispetto alle *cryptocurrency*.

Di conseguenza:

- i depositi bancari perderebbero la natura monetaria, liberando la banca centrale dal compito di garantire la solvibilità delle banche; non sarebbero più necessari lo schema di garanzia dei depositi fino a 100 mila euro e il mantenimento dell'attuale disparità di trattamento tra strumenti monetari e finanziari delle banche, come il non rimborso (*bail-in*) in caso di default delle altre forme di loro debito;
- si dovrebbe creare un'unica autorità di vigilanza finanziaria che svolga compiti di trasparenza e di correttezza legale delle contrattazioni, fungendo da principale consulente in materia del Parlamento e del Governo;
- tutte le informazioni in materia dovrebbero confluire sul server usato per l'euro elettronico decentrato, fissando criteri di accesso per le istituzioni aventi diritto all'informazione per adempiere ai loro compiti assegnati dalla legge. In questa stessa sede sarebbe indispensabile stabilire anche i criteri di accesso alle informazioni dei centri di ricerca, essendo essi la materia prima per migliorare gli strumenti predittivi facendo uso della Scienza dei dati.

Sarebbe altresì necessario:

- creare un *safe-asset* europeo non per finanziare la spesa come previsto per gli *eurobond*, ma per governare la liquidità e contrastare con mezzi di mercato la competizione estera per acquisire il risparmio europeo, anche quella mossa dalle *crypto*. Da tempo esiste presso la Commissione Europea un'ipotesi di sua creazione, reiterata da una proposta avanzata nel 2019 dal Ministro per gli affari europei del Governo italiano allora in carica;
- delegare alla BCE le decisioni di governo del cambio estero dell'euro anche al di là degli interventi contingenti già consentiti, per fronteggiare gli effetti del protezionismo e delle manipolazioni dei rapporti tra monete nazionali;
- completare il processo di dematerializzazione delle attività finanziarie, muovendo verso la tokenizzazione, ossia il ricorso a una contabilità elettronica

decentrata tenuta presso quella usata o che verrà scelta dalla BCE per l'euro digitale;

- evitare la frammentazione in corso delle legislazioni riguardanti il trattamento degli strumenti e degli intermediari finanziari tradizionali e virtuali, riconducendole nell'ambito di un unico testo europeo (TUEF) e conciliandole con le norme di protezione della sicurezza degli Stati;
- che gli intermediari curino una precisa e accurata profilatura finanziaria per aiutare i cittadini a programmare il proprio ciclo di vita dei consumi e dei risparmi (*à la* Modigliani), invogliando il risparmio "paziente" a indirizzarsi soprattutto in forme di partecipazione al capitale, e lo Stato a decidere bilanci coerenti con le risorse disponibili per un welfare pubblico integrato con quello che i privati si potranno da loro stessi procurare.

Questo nuovo assetto monetario e finanziario creerebbe solide basi per ridurre la dipendenza europea dalle sorti del dollaro e incanalare l'abbondante risparmio europeo verso un suo uso produttivo, avviando una modifica del modello *export-led* in uno trainato dai consumi da parte dei 450 milioni di cittadini UE, per compensare con domanda interna la caduta delle esportazioni, come va facendo la Cina e ha tentato in passato l'Italia, che ora la ripropone. Questa soluzione riveste per noi una particolare importanza perché incorporerebbe in modo esplicito nelle istituzioni il compito di attuare l'obiettivo previsto all'art. 47 della Costituzione di tutelare e incentivare il risparmio, ma anche di incanalarne l'uso verso investimenti produttivi, gli unici capaci di proteggerlo nel lungo andare dagli effetti delle vicende contingenti, principalmente l'inflazione.

Per pervenire a una siffatta architettura istituzionale è necessario superare la rigidità dei regimi di *civil law* nell'adattare l'attività regolatoria a mercati e tecnologie in continuo mutamento. Sarebbe necessario introdurre elementi di *common law* nelle funzioni regolatorie attribuite agli organi di vigilanza, accrescendo i loro poteri discrezionali, di cui già si avvale la Magistratura con le sue sentenze che "fanno giurisprudenza".

3 I temi di grande attualità e i limiti alla loro soluzione dovuti all'attuale architettura istituzionale

La dovuta attenzione da dedicare ai temi di architettura istituzionale non implica che si trascurino i temi di grande attualità per il sistema finanziario.

La molteplicità delle norme approvate per regolare gli strumenti virtuali e proteggere le economie europee dall'estero, in un momento di crisi della cooperazione nelle relazioni internazionali, comporta una crescente difficoltà di riconciliare i provvedimenti tra loro. In particolare, l'interazione tra le regole del

gioco di mercato e societarie stabilite dal TUF e le norme sul *golden power* presenta aspetti che richiedono di essere perfezionati e coordinati con le regole dei trattati europei. Il rapporto tra obiettivi di sicurezza dello Stato, di libera competizione e di proiezione internazionale dell'economia è all'attenzione anche dell'Europa, dove oggi è in discussione la revisione del Regolamento su come vagliare un meccanismo rafforzato e armonizzato (*screening*) per prevenire e affrontare i rischi per la sicurezza derivanti dagli investimenti esteri diretti e indiretti. In Italia aumentano le richieste di tali interventi rivolte al Governo, affrontando le incertezze applicative di una normativa ufficialmente introdotta come *extra-ordinem*, diventata *multi-purpose*, sotto la spinta della nuova fase geopolitica di una caduta di dialogo tra Stati.

L'attuazione di questo impegnativo compito di riunificazione normativa richiede l'anticipazione di un tratto importante della riforma istituzionale proposta, quella di dare vita a una raccolta presso un unico centro contabile delle informazioni riguardanti il mercato monetario e finanziario che opera in forma telematica. Sarebbe inefficiente e costoso creare tanti centri quante sono le autorità competenti. Con la nascita dell'euro digitale sarebbe del tutto naturale che fosse la BCE a concordare con le altre autorità una soluzione tecnica sulla base del sistema contabile esistente tra banche centrali dell'eurosistema, come già co-proposto dalla Banca d'Italia e dalla IFC (*Irving Fischer Committee on Central Bank Statistics*) in un incontro tenutosi lo scorso ottobre.

Dalla seconda metà del 2024 una parte significativa del sistema bancario e finanziario ha preso importanti iniziative, avviando 6 offerte pubbliche di acquisto e/o scambio che, al di là del consueto lavoro richiesto in attuazione delle norme vigenti, hanno generato 52 esposti o richieste di chiarimento da parte degli stessi soggetti coinvolti per risolvere le controversie nascenti dall'assenza di preventivi accordi tra le parti, condizione peraltro non necessaria nello spirito della contendibilità tipico dell'economia di mercato competitivo. Come autorità garante della trasparenza la Consob ha svolto una costante attività di indagine su ogni aspetto sollevato dalle operazioni e dagli esposti, ricorrendo 63 volte ai poteri conoscitivi consentiti dall'art. 115 del TUF, i cui risultati restano riservati, e 9 volte dall'art. 114, che impone alle società di fornire al mercato informazioni puntuali e complete sulle posizioni espresse in dichiarazioni pubbliche o in loro comunicati insufficienti. Poiché il processo di attuazione delle offerte pubbliche passa anche attraverso decisioni della BCE, sono insorte difficoltà di dialogo che hanno sollevato incertezze nascenti dai tempi di risposta, nonostante la Consob avesse sottoscritto un *memorandum of understanding* che impegna a scambiarsi informazioni senza necessità di specifici solleciti formali. Queste iniziative di mercato fanno frequente utilizzo dello scambio tra titoli azionari, il cui rapporto dipende dagli andamenti delle quotazioni di mercato, particolarmente importanti per la presenza di investitori internazionali che basano le loro scelte su di esse.

Prosegue inoltre un'attiva collaborazione della Consob per l'attuazione della cosiddetta "Legge Capitali" volta a stimolare un'attività dei mercati finanziari favorevole alla crescita reale, varando la regolamentazione secondaria richiesta. La proposta di regolamento per la lista del Consiglio di amministrazione è stata sottoposta a due consultazioni alle quali hanno partecipato un elevato numero di studiosi e istituzioni private; nel corso della seconda sono state sollevate obiezioni sull'interpretazione data dalla Consob all'estensione della delega per la presentazione e la votazione delle liste per la nomina dei Consigli di amministrazione, che ha richiesto un doveroso ricorso a organi superiori dello Stato a tutela degli stessi operatori che si avvarranno della disciplina, ritardando inevitabilmente il varo delle disposizioni. Sempre in attuazione della Legge Capitali la Consob ha fatto passi avanti sulla procedura degli impegni da assumere in alternativa alle sanzioni. Continua in parallelo un'intensa collaborazione per la riforma del TUF prevista per delega dalla citata legge nell'ambito della Commissione operante presso il MEF composta da esperti di diversa impostazione teorica e pratica, che vanno mettendo a punto diverse aree di intervento, come il regime di responsabilità, ispirandosi agli obiettivi già ricordati di parificazione delle condizioni di competitività normativa con l'estero e di rilancio del mercato finanziario interno.

Il dibattito in corso sulla collocazione della Borsa Italiana nel contesto del Gruppo Euronext pone problemi analoghi, la cui origine tuttavia si rinviene anche negli accordi raggiunti con il Governo allora in carica, che non ha esplicitato con chiarezza se la gestione delle sette borse che compongono la *holding* olandese permette al *management* del Gruppo di seguire una logica puramente allocativa di tipo strettamente economico o se è richiesta la tutela indipendente degli interessi di ciascuna borsa nazionale per creare un mercato che mantenga, come taluni richiedono, il risparmio nel territorio in cui si forma. A tal fine la vigilanza su Euronext è stata affidata a un *College of Regulators* composto dalle sette Consob nazionali che, pur conscio dell'esistenza di norme e prassi locali in competizione tra loro, non dispone di poteri per risolvere i dilemmi interpretativi che insorgono; si richiede pertanto un impegno politico congiunto tra Stati presenti indirettamente nell'azionariato, possibilmente inquadrato nel processo per la creazione dell'Unione Europea dei Mercati dei Capitali e per l'ancora più ambizioso varo dell'Unione Europea dei Risparmi e degli Investimenti, indispensabili per completare il mercato unico dei beni con propria moneta. Queste meritevoli iniziative stentano a decollare per la strenua difesa delle diversità normative e istituzionali che affliggono l'UE e impediscono un aggancio tra l'abbondanza del risparmio e un uso finalizzato alla ripresa degli investimenti.

Prosegue inoltre l'impegno della Consob per attuare gli obiettivi di sostenibilità stabiliti dall'Unione Europea attraverso i pilastri ambientali, sociali e di governance (ESG - *Environmental Social and Governance*), mettendo a punto le istruzioni per le relazioni di sostenibilità delle società che rendono conto dei singoli

contributi in materia. Alcune stime indicano che l'applicazione di queste regole comporta una significativa incidenza sui profitti degli operatori bancari e finanziari. Il recente annuncio da parte della SEC americana di un disimpegno nella vigilanza su queste rendicontazioni pone un serio problema di competitività tra le imprese europee e quelle statunitensi, da includere nelle negoziazioni programmate con gli Stati Uniti e i paesi che rifiutano di collaborare per la protezione ambientale, sulla base dei principi presenti nel pacchetto europeo *Omnibus* per un trattamento cooperativo della sostenibilità più chiaro, coerente e proporzionato.

Per le sanzioni da irrogare a seguito di violazioni di norme diviene più difficile svolgere la relativa attività a causa dell'orientamento che va emergendo nei processi civili, di estendere l'applicabilità del principio seguito dalla Magistratura penale di non accettare nei processi prove indiziarie prive di una ragionevole fondatezza delle accuse. Una mancata precisazione di questo aspetto potrebbe indebolire l'efficacia dell'attività di vigilanza e indagine della Consob, ad esempio sull'*insider trading* e sul concerto tra operatori, che peraltro in Europa presenta modalità divergenti da appianare. A questo orientamento si vanno aggiungendo nuove cautele di protezione della *privacy*, come il ridursi della possibilità di accesso al traffico telefonico e all'uso di dati riservati a fini di ricerca di prove più precise, che rendono la vigilanza ancora più difficile per raccogliere migliori basi fattuali.

In un mondo in cui i *social* ampliano l'eco delle notizie false e la telematica moltiplica le truffe si resta sconcertati che i risparmiatori continuino a ignorare gli avvertimenti delle autorità e non consultino le informazioni contenute nei siti delle istituzioni di vigilanza. La Consob ha intrapreso recentemente iniziative di comunicazione per veicolare in modo più efficiente via *web* informazioni utili per i cittadini, avvalendosi dell'esperienza di chiusura di 1.349 siti operanti illecitamente, molti dei quali esteri.

4 Conclusioni

La nuova fase geopolitica di riduzione della cooperazione internazionale, la cui intensificazione aveva dato significativi esiti positivi per tutti i paesi del mondo, accresce la probabilità che peggiori il benessere economico e civile della popolazione del Pianeta. Gli effetti negativi di questa fase andrebbero anticipati e non subiti, indicando gli strumenti per superare le difficoltà, come quelli qui descritti.

L'epoca che viviamo è caratterizzata da una incessante innovazione tecnologica, che il Nobel dell'economia Robert Solow ha avvertito da tempo non sia una manna che cade dal cielo, ma un risultato che dipende dal comportamento delle istituzioni e dalle scelte politiche. Oggi disponiamo di una vasta conoscenza

dei modi in cui la crescita reale ha permesso, secondo alcune stime, a circa cinque su otto miliardi di abitanti del Pianeta di trovare spazi di sopravvivenza e a circa due miliardi di uscire dalla povertà. Il perfezionamento delle istituzioni civili ha contribuito a raggiungere questo obiettivo e le diverse articolazioni della finanza hanno agevolato uno sviluppo endogeno delle innovazioni; perciò, la cura dello sviluppo reale impone di ancorare i risparmi alla crescita reale. I paesi economicamente più avanzati hanno ritenuto di poter abbandonare la manifattura industriale vivendo di finanza e di informatica, ma oggi vorrebbero reintrodurla ricorrendo al protezionismo, ossia tentando di portare indietro l'orologio della Storia. Sembra che l'insegnamento di una generazione di grandi pensatori e politici non conti più e si possa confezionare una crescita reale riducendo le quattro libertà fondamentali enunciate da Roosevelt nel suo messaggio alla Nazione del 1941, che hanno ispirato nel dopoguerra le scelte di successo dell'area occidentale: la libertà di pensiero e di parola, la libertà di religione, la libertà dal bisogno e la libertà dalla paura.

Ancora una volta la storia si ripete e la moneta ritorna al centro delle attenzioni della politica. La lunga storia della sua evoluzione dalle forme rozze e poi metalliche, caratterizzate dalla scarsità, a quelle fiduciarie, creabili in misura illimitata, ha plasmato le istituzioni per governare la moneta, ma siamo in una nuova fase in cui le *cryptocurrency*, come ogni mezzo di scambio privato o virtuale, mettono in dubbio la validità dell'attuale architettura istituzionale del mercato mobiliare e creano l'illusione che una loro proliferazione possa recare vantaggi alla crescita civile; esse, invece, scardinano l'assetto esistente centrato sull'uso internazionale del dollaro degli Stati Uniti, senza delineare un altro parimenti vantaggioso, controllabile e perciò stabilizzabile. In passato l'uso della sterlina e del dollaro come *standard* internazionali è stato deciso dai paesi *leader* del commercio internazionale e degli equilibri geopolitici. L'Accordo di Bretton Woods del 1944, che ha consentito progressi economici ai paesi che lo hanno accettato, conteneva clausole imperfette che nel 1971 ne determinarono la fine. Oggi la proliferazione delle monete trova consenso per carenza di analisi e volontà del mercato, asseverata da scelte pubbliche.

Poiché i paesi *leader* del mondo non paiono disponibili ad affrontare congiuntamente il problema, l'Unione Europea dovrebbe provvedere a farlo, anche perché dispone delle condizioni per raccogliere l'eredità della proposta di Keynes a Bretton Woods e trasformare l'euro in una moneta *as good as gold* per contrastare l'identificazione tra l'oro e le *crypto*; oggi, come in precedenza argomentato, le tecnologie consentono alla politica monetaria di svolgere il suo compito stabilizzatore del potere di acquisto della moneta e alla finanza di porsi maggiormente al servizio dello sviluppo reale e del benessere sociale.

La solidità dell'industria europea e l'abbondanza del risparmio disponibile – testimoniate da un attivo complessivo delle bilance estere di parte corrente e dalla

posizione finanziaria con il resto del mondo positiva – consentono all'Unione Europea di darsi una struttura competitiva, non solo sul piano del commercio mondiale, ma anche su quello di un euro accettato per usi internazionali. Basterebbe che gli operatori europei usassero solo l'euro digitale per il loro interscambio, che lo standard internazionale della moneta europea si accrescerebbe, non tanto per perseguire una posizione di vantaggio rispetto al dollaro, non esistendo le basi costituzionali affinché ciò si realizzi, in primis l'assenza di un'unione politica appropriata, ma per indurre gli Stati Uniti a sedersi a un tavolo al fine di ripristinare la cooperazione internazionale indispensabile per la ripresa della crescita globale, prendendo coscienza che non si può sottrarre alla lunga a un ortodosso governo del dollaro.

I cittadini dell'Unione Europea godono di un benessere sociale e individuale comparativamente più elevato rispetto a quello del resto del mondo sviluppato, ma devono sollecitare la definizione di un coerente programma di azione in prospettiva. La storia delle grandi civiltà insegna che le posizioni di vantaggio sono sempre precarie, facendo emergere prepotente il principio, fatto proprio da Gandhi, che non conta ciò che si ha, ma ciò che si fa.