

Incontro annuale con il mercato finanziario

Discorso del Presidente Prof. Paolo Savona

Milano, 14 giugno 2019



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Discorso del Presidente al mercato finanziario

Premessa

1. Il risparmio come fondamento della stabilità economica e sociale
2. Il risparmio finanziario degli italiani
3. I nuovi compiti della Consob

3.1 Governare le innovazioni finanziarie e migliorare gli strumenti di controllo

3.2 Collaborare alla definizione di regole comuni finanziarie europee e internazionali

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

Conclusioni

Autorità, Signore e Signori,

la Relazione che oggi presentiamo rende conto in dettaglio dell'attività svolta dalla Consob nel 2018 e rappresenta l'eredità dalla quale partire per accrescere il valore aggiunto della nostra azione futura. Il contenuto di questo "discorso al mercato" riguarda principalmente il quadro programmatico del nostro impegno, con alcuni richiami all'origine delle vicende e l'indicazione dei vincoli urgenti da affrontare.

Premessa

Nell'adempimento dei compiti assegnati alla Consob l'esistenza di norme chiare, tra loro coerenti e snelle nell'attuazione, è condizione necessaria, ma non sufficiente per raggiungere un buon funzionamento del mercato finanziario e una soddisfacente tutela del risparmio; essi dipendono anche dagli andamenti produttivi di volta in volta prevalenti e dalla dinamica del contesto politico interno e globale.

La ricerca di un equilibrio tra istanze di stabilità e istanze di crescita nell'Unione Europea è insita nei Trattati. Vi è tuttavia una discrasia di trattamento tra i due compiti: il primo dispone di strumenti sovranazionali per raggiungerlo, mentre il secondo è affidato alle cure prevalenti dei singoli Stati membri ed è posto in stretta relazione con l'andamento dell'inflazione. La stabilità finanziaria, al cui raggiungimento la Consob è chiamata a collaborare, svolge un ruolo parimenti importante nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria al sistema produttivo attraverso il collegamento che stabilisce tra risparmi e investimenti, il cuore pulsante dell'economia.

Per perseguire questo compito la Consob intraprenderà un'azione parallela a fianco di quella principale al fine di rafforzare il carattere oggettivo dei suoi processi decisionali e garantire la piena trasparenza delle sue scelte. Verranno perciò studiati i modi per utilizzare gli strumenti più avanzati di raccolta ed

elaborazione delle informazioni offerti dalla moderna scienza di trattamento dei dati basata sull'intelligenza artificiale e di loro memorizzazione in registri decentrati non modificabili che fanno uso dei moderni sistemi digitali criptati; nel farlo, ci avvarremo dei progressi raggiunti da altre istituzioni interne e sovranazionali che perseguono le nostre stesse finalità e da centri di ricerca impegnati in materia.

I tempi della realizzazione di questa convergenza dipendono dagli adattamenti necessari delle norme esistenti e delle prassi vigenti, nonché dalla risposta flessibile che proverrà dalle attuali strutture operative della Consob. La preparazione professionale del personale è parte indispensabile per raggiungere questa nuova frontiera operativa.

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 guarentigie 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 percepite 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;

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".

- 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.

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.