



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Incontro 2023 con il mercato finanziario

Discorso del Presidente
Prof. Paolo Savona

Milano, 9 giugno 2023



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





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



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

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



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



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



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



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



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



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

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



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

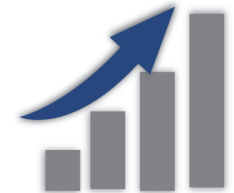


Le scelte di politica monetaria beneficerebbero di una più diretta trasmissione dei propri effetti all'economia reale e le gestioni delle banche sarebbero tali da governare l'equilibrio tra le scadenze dei loro passivi e attivi (il *matching*), la cui alterazione è la causa principale di molte crisi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



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

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



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

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

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



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

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



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



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



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



Nel 2022,

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



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



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



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

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



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



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

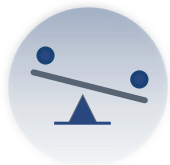


Le banche centrali, per la presenza determinante che la moneta svolge nel mercato finanziario e nell’economia reale, dovrebbero fornire la necessaria infrastruttura tecnologica, curandone la sicurezza da attacchi esterni e mettendola a disposizione delle istituzioni che ne hanno necessità, secondo regole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

Concludendo

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





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



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

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

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





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

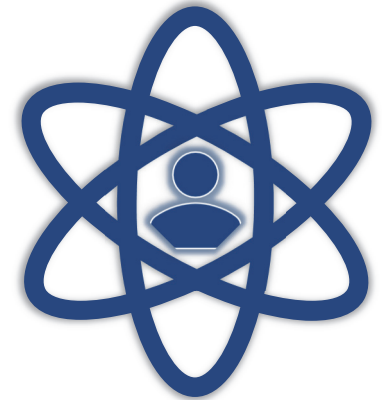


La tecnologie non sono però tutte uguali e molte, una volta realizzate, diventano indecifrabili nei loro effetti di breve e, ancor più, di lungo andare

Primo Levi scrisse:

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

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



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

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

© Paolo Savona