



Instabilities in financial markets

Simposio in occasione del 202° anniversario
del decreto di fondazione della Scuola Normale Superiore

IL RISPARMIO IN TEMPO DI CRISI

Giuseppe Vegas, Presidente Consob

Pisa, 18 ottobre 2012

L'articolo 47 della Costituzione recita: "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme". Occorre domandarsi in che modo il precetto costituzionale possa oggi essere realizzato, nelle turbolente circostanze nelle quali ci è capitato di vivere.

Innanzitutto, va ricordato che il risparmio costituisce l'elemento essenziale per lo sviluppo economico. Senza risparmio, e dunque senza accumulazione, non è possibile realizzare gli investimenti necessari a consentire un maggiore consumo futuro e ad aver fiducia nel domani. Questo certamente vale per gli individui ma, a maggior ragione, vale anche per le organizzazioni pubbliche. Tanto più in circostanze che manifestano in tutta evidenza, come accade oggi, che l'insufficienza del risparmio presente è in grado di pregiudicare seriamente il tenore di vita delle generazioni future. Non è certamente una novità constatare che viviamo, in Italia ma anche in tutta l'Europa occidentale, in un mondo nel quale non solo la mutata realtà demografica ma anche le scelte economiche delle passate generazioni hanno fatto sì che sul livello di benessere dei giovani si addensassero nere nubi.

È questa una responsabilità troppo grave per essere accettata a cuor leggero. Occorre pertanto adottare tutte le decisioni necessarie, nell'economia e nella finanza, per invertire al più presto questo *trend*.

Se questo è il quadro di riferimento, ne consegue che occorre dare all'articolo 47 della Costituzione una lettura dinamica e non di mera tutela dell'esistente. In sostanza, il risparmio va certamente salvaguardato con regole rigorose, controlli accurati e sanzioni esemplari, ma va anche - e soprattutto - promosso con l'adozione di politiche economiche che consentano di disporre di condizioni di partenza favorevoli. Da un lato, infatti, è necessario garantire la stabilità del sistema economico e finanziario, mitigando i rischi derivanti dalle eccessive fluttuazioni dei mercati e, dall'altro, è essenziale favorire lo sviluppo di un'economia dinamica che porti a una costante crescita del prodotto nazionale. Il presupposto-base di qualsiasi tutela del risparmiatore è infatti la possibilità concreta che il risparmio stesso possa formarsi.

Il modello economico prevalente nell'Europa continentale ha mostrato la propria inadeguatezza nel garantire una crescita sostenibile nel lungo periodo. La crisi finanziaria degli ultimi anni ha poi reso ancor più evidenti le criticità derivanti dalla progressiva formazione di profondi squilibri nell'economia, sia nel settore pubblico sia in quello privato. L'attuale assetto economico dei paesi sviluppati è il risultato di istituzioni e regole che hanno spesso mancato l'obiettivo di creare le condizioni di sviluppo, determinando in troppi casi una vera e propria distruzione di ricchezza. Nel corso del mio intervento mi dedicherò a questi temi, nella consapevolezza che la crisi che stiamo attraversando abbia radici profonde e che sia possibile uscire dalla situazione attuale solo riformando dalle fondamenta il nostro sistema economico e sociale.

* * *

A partire dalla metà degli anni sessanta si è andato progressivamente affermando nell'Europa continentale un modello economico e sociale basato su una forte presenza dello Stato nell'economia. Anche al fine di superare i fenomeni di tensione sociale che avevano caratterizzato il precedente decennio, si ritenne che lo Stato potesse utilmente farsi imprenditore in molteplici settori della vita economica, e che ciò fosse valido anche per settori - non caratterizzati da "fallimenti" del mercato - che sconsigliassero un totale affidamento alla "mano invisibile". Lo Stato sembrò in grado di rafforzare la propria presenza anche nella fornitura di servizi sanitari, scolastici e assicurativi nei confronti dei propri cittadini (*welfare state*), coprendone il costo attraverso il ricorso alla fiscalità generale. Contestualmente iniziarono a venir meno molte forme di concorrenza e di incentivo all'iniziativa privata e il nuovo disegno finì per rendere in prospettiva più statico il tessuto economico.

Gli anni di *boom* economico della ricostruzione postbellica, da un lato, e la fortunata fase demografica, dall'altro, consentirono così di procedere nella direzione di un maggiore intervento pubblico nell'economia senza doversi troppo preoccupare dei riflessi che tali scelte avrebbero potuto provocare, in seguito,

sulla spesa. Quando - oltre un decennio dopo - apparve chiaro che i rilevanti costi causati dalla crescita dello Stato sociale non sarebbero stati sostenibili nel medio termine, si pensò in prima istanza di farvi fronte incrementando lo *stock* di debito pubblico. Si decise, in altri termini, di imputarne l'onere alle generazioni successive. In seguito, a partire dagli anni novanta, furono molteplici i tentativi di "aggiustamento" volti a ridurre il costo della mano pubblica a parità di servizi erogati. Ma l'impianto di fondo del sistema di welfare - pubblico e centralizzato - rimase intatto.

Un modello basato sulla forte presenza dello Stato nell'economia, nella veste di fornitore di servizi finanziati tramite il ricorso alla fiscalità generale (*fiscal churning*), pone seri problemi di efficienza. Da un lato, infatti, il *fiscal churning* provoca ingenti costi amministrativi. Dall'altro, favorisce dissipazione di risorse da parte dei fruitori dei servizi pubblici, poiché essi non sono in grado di valutarne il costo effettivo e non ne percepiscono l'onere a proprio carico. I massicci costi di intermediazione assorbiti dalla amministrazione pubblica per l'erogazione dei servizi in questione e lo sperpero di risorse derivante da consumi apparentemente a titolo gratuito non sono più sostenibili nella fase che stiamo attraversando.

Risulta di conseguenza necessario assicurare che il livello di reddito e di spesa pubblica siano resi compatibili. Non a caso, il principio-cardine da tutti invocato come risolutore del problema e che, non senza ragione, è stato assunto nella recente riforma costituzionale dell'articolo 81, è quello dell'equilibrio di bilancio. Infatti, solo un bilancio in pareggio può assicurare il ritorno a una dinamica di crescita economica e mobilità sociale. Tale obiettivo non si può realizzare semplicemente inseguendo la spesa con la tassazione, ma va perseguito anche tramite una consistente riduzione della spesa corrente, tenendo in debito conto quanto disposto dall'articolo 53 della Costituzione, che stabilisce il principio della *capacità contributiva*, per il quale al contribuente non può essere richiesto più di quanto egli non sia in grado di pagare. In sostanza, meno spesa pubblica *oggi* significa più possibilità di crescita *domani* e, di conseguenza, maggiore tutela delle generazioni future.

* * *

La storia dell'Italia repubblicana insegna come il modello affermato nell'Europa continentale, che costituì il cardine della ricostruzione postbellica, sia stato gradualmente abbandonato dopo gli anni del boom economico.

L'Italia del dopoguerra era un paese che lavorava alacremente alla propria ricostruzione. L'iniziativa privata, forte e diffusa, consentì di trasformare rapidamente un'economia sostanzialmente agricola in un paese a vocazione industriale. Anche grazie a una congiuntura internazionale particolarmente favorevole, notevoli furono le iniziative imprenditoriali che ebbero successo in settori ad alta innovazione tecnologica come la meccanica, la chimica e l'energia. Fino ai primi anni sessanta anche il mercato finanziario ne risentì positivamente, senza tuttavia riuscire a compiere un vero salto di qualità né per quanto attiene alla numerosità delle imprese quotate, né per la capacità di rappresentare i settori più innovativi del tessuto produttivo. In tale quadro gli assetti proprietari mostravano un forte livello di concentrazione, con netta prevalenza del controllo familiare.

A partire dalla metà degli anni sessanta e per oltre un decennio, proprio quando il processo di *catching up* andava allentandosi, si rafforzarono le organizzazioni sindacali e le tutele del lavoro, crebbero i salari e si compressero inevitabilmente i profitti. Gli indici di prezzo e di rendimento delle azioni ne subirono rapidamente le conseguenze. In parallelo, lo Stato continuò ad ampliare sensibilmente il proprio ruolo nell'economia, da un lato muovendo verso forme di "programmazione economica" e "controlli amministrativi" sui flussi finanziari, dall'altro facendosi sempre più spesso esso stesso imprenditore. In particolare, il processo di nazionalizzazione dell'industria elettrica, allora il "tempio" del capitalismo privato, provocò a cascata una serie di ripercussioni negli assetti proprietari e di controllo di alcune tra le principali società quotate. Tali operazioni misero in luce per la prima volta il frequente rischio di estrazione di valore ai danni degli azionisti di minoranza e la necessità di una loro tutela,

finendo per minare la credibilità del mercato di borsa e la fiducia degli investitori.

Negli anni ottanta, che pure contrassegnarono una nuova fase positiva per l'economia italiana e per il mercato borsistico, sia in termini di rendimenti sia in termini di numero di quotazioni, il modello di crescita e di sviluppo "estrattivo" andò ulteriormente consolidandosi. Forme di controllo piramidali e altri meccanismi di separazione tra proprietà e controllo consentirono il proliferare di un "capitalismo senza capitali", basato sugli intrecci fra gruppi di potere. Nel mentre andava formandosi un sistema di regole e di vigilanza, fino ad allora quasi assenti. Ma gli usi del passato tardarono a venir meno e alcune delle operazioni straordinarie effettuate in quegli anni rimasero impresse nella memoria dei nostri risparmiatori, caratterizzando in modo profondamente negativo il capitalismo "all'italiana".

Le privatizzazioni degli anni novanta contribuirono poi ad aprire almeno in parte il mercato e incentivarono in qualche misura il ritorno in borsa dei piccoli risparmiatori. Ma le forti emissioni di debito pubblico continuarono a determinare un rischio di spiazzamento (*crowding out*) sugli investimenti privati, effetto che si sarebbe definitivamente attenuato soltanto un decennio più tardi con l'ingresso nella moneta unica. Fu solo allora che l'apertura ai mercati globali, senza più la protezione della politica monetaria, ruppe gli equilibri, contribuendo a indebolire definitivamente gli assetti di controllo consolidati. In parallelo, la crescente *de-equitization*, vale a dire la progressiva riduzione della raccolta di capitale tramite il mercato azionario, rese la borsa sempre meno rappresentativa del tessuto economico.

Il numero delle società quotate in Italia è oggi scarso rispetto al potenziale, principalmente in ragione della limitata presenza delle imprese di piccola dimensione, che dominano invece il tessuto produttivo. Anche per questo motivo il mercato mobiliare rappresenta una quota molto ristretta dell'economia reale: le quotate producono l'8 per cento del Pil, determinano il 21 per cento del fatturato, impiegano il 7 per cento degli occupati.

Inoltre, nonostante il primato assoluto nel nostro Paese del settore manifatturiero, la composizione della borsa italiana risulta fortemente sbilanciata verso il settore finanziario. I settori più sottorappresentati sono il commerciale, l'alimentare e il tessile.

La circostanza che la struttura settoriale dell'intera economia italiana non è particolarmente diversa da quelle di Francia e Germania non aiuta poi a spiegare il minor ricorso alla quotazione da parte delle imprese italiane. È possibile che la responsabilità sia da attribuire a una combinazione di fattori, tra i quali le limitate dimensioni, il largo ricorso al finanziamento bancario (fonte di risorse tendenzialmente stabile ma strutturalmente inadatta a finanziare quegli investimenti più rischiosi che sono necessari per una vera crescita) e la scarsa propensione all'apertura del capitale e alla trasparenza informativa delle imprese italiane, spesso ancora guidate dall'anziano fondatore.

Emerge dunque un problema strutturale del nostro mercato finanziario, che condiziona e limita, rispetto al potenziale, il contributo delle imprese alla crescita del Paese.

Spesso, rispetto all'intera economia, le imprese quotate crescono e occupano di più e meglio; investono di più in ricerca e sviluppo; sono dotate di strutture finanziarie più equilibrate e maggiormente votate a realizzare fusioni e acquisizioni.

In anni recenti l'Italia ha subito una forte perdita di competitività rispetto ai principali *partner* europei. Tra il 2000 e il 2011, il costo del lavoro per unità di prodotto è aumentato del 37 per cento nel nostro Paese, del 25 in Francia, solo del 5 per cento in Germania. Queste differenze riflettono soprattutto i diversi andamenti della produttività del lavoro. Secondo gli ultimi dati OCSE, tra il 2000 e il 2011 la produttività è aumentata dell'8 per cento in Germania e del 7 in Francia; al contrario, è diminuita del 4 per cento in Italia.

Più che in passato, la carenza di imprese grandi e medie ha oggi un impatto particolarmente negativo sulla capacità competitiva dell'economia italiana. La dimensione media delle imprese italiane rimane ridotta nel confronto internazionale. Nel 2009 le aziende italiane avevano in media 4 addetti; erano 12

in Germania, 6 in Francia. È bene ricordare che, storicamente, le piccole imprese hanno guidato la crescita economica dell'Italia, anche grazie alla loro elevata flessibilità produttiva. È altresì vero che, a partire dagli anni novanta, le piccole imprese, che sono mediamente più statiche e che presentano una più ridotta attività di ricerca, sviluppo e innovazione, hanno incontrato rilevanti difficoltà nell'affrontare le sfide poste dalla crescente integrazione internazionale dei processi produttivi, dall'accesso ai mercati internazionali di economie emergenti a basso costo del lavoro, dalla rapida diffusione delle tecnologie dell'informazione e dall'impossibilità di recuperare competitività attraverso la svalutazione del cambio, in seguito all'introduzione dell'euro. Secondo gli ultimi dati Eurostat, in tutti i principali paesi europei la quota di imprese con attività innovativa è maggiore tra le imprese più grandi: in Italia tale quota sale dal 37 per cento tra le aziende con 10-49 addetti, al 58 tra quelle con 50-249 addetti, al 74 tra quelle più grandi.

Non a caso, le esportazioni italiane verso la Cina rappresentano oggi solo il 2,7 per cento del totale delle esportazioni, contro un 3,2 per cento in Francia, e quasi il 6 per cento in Germania. La difficoltà di esportare verso le più dinamiche tra le economie emergenti ha contribuito alla riduzione della quota di mercato dell'Italia sull'export mondiale, passata dal 3,8 per cento nel 2002 al 2,9 del 2011. Nello stesso periodo la quota della Francia è passata dal 4,7 per cento al 3,2 mentre quella della Germania è rimasta inalterata, intorno all'8 per cento.

L'Italia è, inoltre, agli ultimi posti tra i paesi avanzati per quanto riguarda la facilità di fare impresa. Nel rapporto della Banca Mondiale "*Doing Business 2012*", l'Italia ha subito un ulteriore declassamento, rispetto all'analisi del 2011, collocandosi all'87° posto, ben al di sotto di Germania (19°) e Francia (29°). Se in Italia in media occorrono 258 giorni per ottenere un permesso di costruire, in Germania e Francia ne bastano, rispettivamente, 97 e 184. Il tempo necessario per adempiere ai vari obblighi fiscali e contributivi in Italia è in media di 285 ore, contro le 221 in Germania e le 132 in Francia.

* * *

I tentativi di riforma in atto non possono prescindere da un mutamento di prospettiva. Si tratta di ripensare radicalmente il perimetro di intervento dello Stato nei servizi sociali e più in generale in tutta l'economia.

Per quanto attiene al welfare, la scarsità di risorse pubbliche oggi drammaticamente evidente impone la necessità di un approccio dal basso, che non precluda la strada a fornitori privati e che faccia leva il più possibile sulle esperienze già maturate nel "terzo settore". Per quanto attiene invece all'offerta di servizi di pubblica utilità, occorre completare il passaggio dallo Stato produttore al cosiddetto Stato regolatore, che si occupi di fissare regole del gioco chiare e stabili demandando ai privati - posti in libera concorrenza tra loro - l'esercizio dell'attività economica, anche nei settori affetti da "fallimenti" del mercato. Inoltre, misure volte a favorire la crescita dimensionale delle imprese e a sostenere l'attività di ricerca e sviluppo sarebbero auspicabili, così come occorre rimuovere tutti i vincoli legislativi che scoraggiano la crescita dimensionale (quali, ad esempio, quelli esistenti nel campo della previdenza e del lavoro). Tuttavia il successo delle riforme dipende innanzitutto dalla loro rapida e piena attuazione.

In sostanza, le regole, che concernono sia la finanza pubblica sia il mercato, sono importanti perché possono determinare un inaridimento o viceversa un accrescimento delle risorse dei privati che è possibile destinare allo sviluppo. Possono inoltre aprire il mercato a nuovi soggetti, portatori di linfa vitale, o escluderli. Una dimostrazione storica di questo fenomeno si può rintracciare nell'episodio della "serrata" decisa dal Maggior Consiglio di Venezia nel 1297. Limitando l'ingresso di uomini nuovi nel suo seno, e sbarrando così le porte alla nascita di nuovi imprenditori la decisione del Consiglio, come hanno rilevato Daron Acemoglu e James A. Robinson (*Why Nations Fail: 2012*), ha fatto sì che Venezia, da città più prospera dell'Evo Medio, declinasse progressivamente, sino a diventare lo splendido museo che è oggi.

Un mercato aperto è dunque condizione essenziale per lo sviluppo. Funzione delle istituzioni è, pertanto, non solo adottare regole, ma anche evitare che esse si trasformino in barriere all'ingresso, facilitando la concorrenza. In questo modo, ognuno è stimolato a dare il meglio di sé, a proporre innovazioni, a

partecipare alla competizione, in sostanza a contribuire al benessere generale. Limitare l'accesso del singolo al mercato significa dunque limitarne anche i diritti di libertà, che costituiscono, come ci ha insegnato la *Magna Charta Libertatum* (1215), il cardine della vita civile. D'altronde, come giustamente ci ha ricordato Giampiero Cantoni, "è il livello di etica di un popolo che si esprime nel mercato". Se questa etica appare oggi alquanto appannata, essa deve essere rapidamente recuperata.

* * *

L'urgenza di muovere verso un nuovo modello è accresciuta dalla crisi attualmente in corso, che affonda le sue radici nel dissesto finanziario internazionale del 2007-2008 e la cui evoluzione si è manifestata in tutta la sua crescente gravità a partire dalla seconda metà dello scorso anno.

Gli squilibri della finanza pubblica, accentuati in alcuni paesi dal salvataggio degli istituti finanziari in difficoltà, oltre al rallentamento della crescita globale, hanno segnato il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano. Essa ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia.

Al fine di correggere questi gli squilibri, sono state attuate manovre di contenimento della spesa in tutti gli Stati membri dell'Unione, in particolare in quelli maggiormente esposti al contagio della crisi. Tali misure hanno avuto ripercussioni negative sull'economia nel breve periodo, innescando un rallentamento della crescita e, in alcuni casi, una vera e propria recessione.

Le tensioni sul debito sovrano di alcuni paesi si sono immediatamente riflesse su tutti i principali mercati finanziari, ove si sono registrati cali di ampie dimensioni, in alcuni casi comparabili a quelli verificatisi nel corso della crisi del 1929.

Il comparto dei titoli bancari, in ragione dei profondi legami con il settore pubblico, è risultato quello maggiormente esposto al contagio della crisi del debito sovrano, tanto da far registrare, nel 2011, un ribasso superiore a quello degli altri comparti in tutte le economie avanzate. L'entità delle perdite è tuttavia variata da paese a paese: il comparto dei titoli bancari italiano e quello francese hanno mostrato cali superiori al 40 per cento, seguiti da Germania e Regno Unito ove la riduzione è stata sull'ordine del 30 per cento. Tale fenomeno ha coinvolto anche le banche statunitensi con un indice delle quotazioni in discesa del 27 per cento, mentre per Giappone e Spagna le perdite si sono attestate a livelli prossimi al 20 per cento. Nel corso del 2012, alcuni listini hanno invece sperimentato *performance* positive: gli indici del settore bancario statunitense e giapponese hanno guadagnato rispettivamente il 28 e il 4 per cento circa. La variazione positiva dell'indice finanziario europeo, che complessivamente è pari al 3 per cento, da un lato riflette l'andamento favorevole dei titoli tedeschi, inglesi e francesi (+8 per cento, +23 per cento e +25 per cento), dall'altro sconta le perdite registrate dal settore bancario spagnolo e da quello italiano (-8 per cento e -12 per cento) (dati al 12 ottobre 2012).

Sul mercato obbligazionario, i rendimenti dei titoli pubblici di Italia e Spagna hanno mostrato repentini incrementi, in particolare a partire da agosto 2011. Con riferimento all'Italia, il rendimento dei Btp decennali ha raggiunto livelli prossimi al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Il differenziale di rendimento rispetto al Bund tedesco (il cosiddetto *spread*) è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base (570 punti nel mese di novembre). Un ampliamento così consistente dello *spread* è stato il risultato dell'effetto combinato da un lato dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano e dall'altro del cosiddetto *flight to quality* degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri.

A settembre 2012, dopo le misure anti-spread predisposte dalla Bce, i tassi richiesti sui titoli di Stato italiani si sono ridotti consistentemente. Ieri il valore dello spread si è avvicinato ai 300 punti-base. Tuttavia, le incertezze sull'evoluzione della crisi greca e le difficoltà del governo spagnolo sono ancora

fonte di tensione, nonostante le misure di austerità intraprese dal Governo italiano, da ultimo con la legge di stabilità appena varata dal Consiglio dei ministri.

* * *

Emerge in tutta la sua evidenza come la dinamica dei rendimenti dei titoli di Stato per i paesi dell'eurozona rifletta solo in parte il rischio sovrano. Come mostra un recente studio della Consob, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione registrando differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco, sempre meno guidati dall'andamento dei fondamentali economici e fiscali e sempre più legati a fenomeni di contagio. Per l'Italia ciò ha comportato una penalizzazione costante e progressivamente crescente con l'aggravarsi della crisi, fino a raggiungere, nella prima metà del 2012, un sovrapprezzo sui rendimenti dei suoi titoli stimabile in circa 180 punti base. Le istituzioni europee si trovano pertanto a fronteggiare una duplice sfida, che ingiunge loro di riconquistare la propria credibilità e ripristinare la fiducia degli investitori.

L'azione condivisa di risanamento delle finanze pubbliche è il primo passo necessario per assicurare la sostenibilità dei debiti pubblici e la stabilità della moneta unica. Taluni hanno parlato di possibilità di dissoluzione dell'euro. Si tratterebbe di un evento traumatico e assolutamente da scongiurare. Infatti provocherebbe conseguenze politiche insostenibili, soprattutto in un mondo così turbolento, quali i rischi di possibile disgregazione di una delle principali aree geopolitiche di benessere e civiltà del mondo, chiave di volta degli equilibri globali. L'assegnazione, nei giorni scorsi, del premio Nobel per la Pace all'Unione europea, significa proprio questo: la stabilità e la pace valgono assai più di qualunque misura finanziaria, e la finanza, pertanto, è uno strumento, ma non il fine, dell'azione politica.

In tale contesto, le azioni intraprese dalle istituzioni europee nel corso degli ultimi due anni si sono concentrate da un lato sul controllo della stabilità

dei conti pubblici dei paesi membri e dall'altro sul perfezionamento degli strumenti di sostegno dei paesi periferici in difficoltà, al fine di ristabilire la fiducia dei mercati circa la sostenibilità del debito pubblico in Europa.

Le misure adottate a livello europeo a sostegno dei paesi più vulnerabili sono risultate inadeguate a placare le tensioni crescenti sui mercati e a sciogliere il legame tra rischio sovrano e rischio bancario. I fondi di salvataggio europei (lo EFSF - *European Financial Stability Facility* e il successivo ESM - *European Stability Mechanism*) presentano infatti numerosi limiti: in particolare sono suscettibili di determinare, in alcuni casi, un rafforzamento del legame tra rischio sovrano e rischio bancario.

Ad esempio, l'attuale struttura dei due fondi prevede che gli stessi possano intervenire nella ricapitalizzazione delle banche, ma che tale intervento non possa avvenire in modo diretto, bensì attraverso il paese di origine della banca in crisi. Tale circostanza determina inevitabilmente un peggioramento degli squilibri di finanza pubblica. Un'ulteriore criticità consiste nelle limitate risorse a disposizione dei fondi di salvataggio, in particolare dopo che il contagio della crisi del debito sovrano si è esteso a Spagna e Italia.

Va infine ricordato che il rischio di azzardo morale (*moral hazard*) da parte degli Stati sovrani, costituisce oggi uno dei problemi più rilevanti dell'eurozona. Per mitigare tale rischio, gli Stati dell'Unione hanno avviato, sin dal 2010, un processo di riforma della *governance* europea con l'approvazione di misure volte a rendere più rigoroso il controllo dei conti pubblici dei paesi membri (cosiddetti accordi *Six Pack* e *Fiscal Compact*). In particolare, il cosiddetto *Six Pack* comporta l'obbligo di recepire nella legislazione nazionale, a livello costituzionale o equivalente, regole di bilancio coerenti con quelle fissate in ambito europeo con il Patto di stabilità e crescita. Esse devono prevedere un meccanismo di correzione automatica delle eventuali deviazioni, la cui conformità alle regole comunitarie verrà poi valutata dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea. Il *Fiscal Compact*, che coinvolge 25 dei 27 paesi dell'Unione, stabilisce invece precisi limiti quantitativi al deficit strutturale degli Stati che lo adotteranno (non oltre lo 0,5 per cento) e impone agli stessi di intraprendere un preciso cammino di riduzione del rapporto debito/Pil fino al

raggiungimento della soglia del 60 per cento (riduzione annuale del rapporto debito/Pil almeno pari a 1/20 della distanza tra il livello effettivo e la soglia del 60 per cento).

D'altro canto, la mancanza in Europa di una Banca centrale che agisca da prestatore di ultima istanza (a differenza della *Federal Reserve* e della *Bank of England*) alimenta ancor oggi i timori che la crisi di liquidità di uno Stato appartenente all'eurozona possa sfociare in insolvenza, in un "circolo vizioso" di aspettative negative che si auto-realizzano (*self-fulfilling prophecies*). Con l'aggravarsi della crisi del debito sovrano in Europa il dibattito sul ruolo della Banca centrale europea si è così fatto particolarmente intenso, alla luce della necessità di individuare misure in grado di stabilizzare il quadro economico e finanziario. La Bce è intervenuta su più fronti, dapprima abbassando il tasso di riferimento dell'eurozona, quindi acquistando titoli di Stato sul mercato secondario nell'ambito del *Securities Market Programme* e riattivando il programma di acquisto di *covered bond* sul mercato primario e secondario e, infine, effettuando aste di rifinanziamento a tre anni, durata notevolmente più lunga di quella prevista da tutte le operazioni di rifinanziamento a lungo termine effettuate in precedenza.

Tutti questi interventi, rivolti ad alleviare le tensioni sul mercato interbancario e a ristabilire il corretto meccanismo di trasmissione della politica monetaria attraverso il sistema bancario, si sono rivelati di scarsa efficacia. La Bce ha pertanto modificato l'impostazione della propria politica monetaria predisponendo - nello scorso mese di agosto - un piano di acquisti sul mercato secondario dei titoli di Stato di paesi dell'eurozona in difficoltà, al fine di calmierare la crescita irrazionale dei relativi rendimenti e di confermare ancora una volta che la moneta unica e il disegno politico dell'euro non sono in discussione. I dettagli del piano, che prende il nome di *Outright Monetary Transactions* (OMT), sono stati resi noti a settembre con un impatto molto positivo sui mercati.

* * *

L'attività economica nell'eurozona rimane tuttavia esposta a elevate incertezze e a forti rischi al ribasso. Secondo le ultime previsioni del Fondo Monetario Internazionale, l'eurozona, che nel 2011 è cresciuta dell'1,4 per cento, dovrebbe registrare nel 2012 una contrazione del prodotto pari allo 0,4 per cento, per poi tornare a crescere lievemente l'anno successivo (+0,2 per cento).

Grazie alle rigorose politiche di risanamento fiscale intraprese nella maggior parte dei paesi dell'eurozona nel corso del 2011, il *deficit* di bilancio in rapporto al Pil è migliorato. Nel 2012 e 2013, l'attuazione delle misure restrittive di bilancio contrasterà solo in parte l'impatto del rallentamento dell'attività economica sul rapporto debito/Pil. In Italia, nel 2013 e negli anni successivi, si dovrebbe raggiungere un saldo strutturale sostanzialmente in linea con l'obiettivo di medio periodo del bilancio in pareggio.

Le economie avanzate esterne all'Unione europea stanno sperimentando nel contempo una crescita debole, mentre le economie emergenti stanno attraversando una fase di rallentamento con tassi di crescita del Pil notevolmente inferiori rispetto a quelli a cui ci avevano abituati.

Con particolare riferimento all'Italia, l'attività economica rimane debole principalmente a causa dei problemi connessi alla domanda interna, in termini sia di consumi sia di investimenti. Sulla base delle stime più recenti, la produzione industriale risulta diminuita di circa l'1,5 per cento in media nel secondo trimestre del 2012, anche a causa del peggioramento delle condizioni di accesso al credito per le imprese. La spesa delle famiglie continua ad essere contenuta, per effetto della riduzione del reddito disponibile e del deterioramento delle previsioni sull'occupazione. Sulla base degli ultimi dati dell'Istat, il tasso di disoccupazione rimane elevato (ad un valore del 10,7 per cento a luglio 2012 contro l'8,2 per cento dell'anno precedente). Il livello di indebitamento delle famiglie, pur essendo cresciuto negli ultimi anni, rimane inferiore a quello medio dell'eurozona, attestandosi al 65 per cento del Pil (contro un valore medio di circa il 100 per cento nell'eurozona) ma la propensione al risparmio, in calo già dal 2007, si attesta oggi ai minimi storici (valore di 8,1 per cento nel secondo trimestre 2012, come indicato recentemente dall'Istat). Si assiste inoltre a un declino degli investimenti diretti esteri nel nostro paese, passati dal 2,1 per cento

del PIL nel 2007 all'1,3 per cento nel 2011. Vi è infine una stasi delle quote detenute dagli investitori istituzionali esteri nelle società quotate in Italia, ferme dal 2008 attorno al 6 per cento circa.

* * *

È arrivato pertanto il momento di guardare al passato con occhi critici e correggere quelle misure che hanno contribuito ad amplificare i legami di vulnerabilità che hanno reso più grave la crisi.

Le risposte dei *regulator* europei non sempre sono state efficaci nel rimuovere le criticità via via emerse. In alcuni casi esse hanno rinvigorito i canali di propagazione della crisi e hanno rafforzato la prociclicità già insita in alcune fondamentali regole del sistema finanziario (ad esempio, i Principi contabili internazionali – IAS/IFRS – e la disciplina di regolamentazione prudenziale delle banche – cosiddetta Basilea II e, in prospettiva, Basilea III).

Ad esempio la ricapitalizzazione richiesta alle maggiori banche dei Paesi membri, voluta dal Consiglio europeo e attuata dall'Autorità bancaria europea (EBA – *European Banking Authority*), per un ammontare complessivo pari a circa 115 miliardi di euro, ha favorito un'azione di *deleveraging* (riduzione degli attivi) da parte degli istituti di credito coinvolti, vista la difficoltà di reperimento delle risorse sul mercato, con ripercussioni negative sul livello dei prestiti e, di conseguenza, sull'economia reale.

Anche il valore regolamentare dei giudizi delle agenzie di *rating* si è rivelato in grado di amplificare la volatilità dei mercati e di conseguenza accentuare le fasi del ciclo. Ad esempio, il *downgrading* di un istituto bancario ne peggiora le condizioni di accesso al mercato dei capitali, finendo a sua volta per indebolirne ulteriormente il profilo di rischio. Per questa ragione è fondamentale affrontare le criticità connesse con i processi di elaborazione e pubblicazione dei giudizi da parte delle agenzie di *rating*, che spesso sono considerate dall'opinione pubblica come parte in causa e non soggetto neutro.

L'interconnessione sempre maggiore tra paesi, settori economici e mercati ha aumentato la possibilità di trasmissione immediata di *shock* economico-finanziari che possono determinare effetti sistemici rilevanti. Oltre al contagio tra paesi, i più recenti sviluppi della crisi hanno evidenziato la vulnerabilità del settore bancario al rischio sovrano, derivante dai numerosi canali attraverso i quali una crisi del debito pubblico può trasferirsi alle banche. La connessione tra rischio sovrano e rischio bancario rappresenta uno dei problemi principali emersi nella crisi del debito in Europa.

Questo ed altri temi trovano difficile soluzione a livello nazionale e devono essere affrontati in un'ottica europea. Gli interessi locali e contrapposti ed il moltiplicarsi dei centri di potere rallentano, infatti, il processo decisionale europeo e non consentono risposte tempestive al contagio; al contempo, l'imponente volume di leggi e regolamenti paralizza l'iniziativa economica delle imprese. Principalmente a causa dei contrasti esistenti tra i differenti Stati membri, le politiche adottate a livello europeo si sono rivelate fino ad oggi inadeguate a porre complessivamente sotto controllo la crisi e le sue manifestazioni.

Oggi, più che in passato, è urgente una riflessione su quali strumenti normativi e regolamentari sia più opportuno adottare.

L'evoluzione del quadro regolamentare europeo sembrerebbe dirigersi verso un crescente "livellamento del campo di gioco" (*level playing field*) e una progressiva compressione degli spazi per gli arbitraggi regolamentari. Sarebbe opportuno disporre di un unico sistema di regole (*single rule book*), un *corpus* normativo snello a cui accompagnare una incisiva azione di *enforcement* delle autorità nazionali ed europee, che dovranno essere sempre più attente a cogliere per tempo quanto di nuovo accade nella realtà dei mercati.

Un approccio regolamentare e di vigilanza comune dovrà essere adottato anche nei confronti dei servizi e degli strumenti che l'innovazione finanziaria potrà generare nel tempo. Legislatori e autorità hanno il dovere di evitare che l'innovazione, nonostante aspetti positivi, si trasformi in un meccanismo che mette a repentaglio i risparmi delle famiglie e rende complessa l'individuazione

delle possibili ricadute sistemiche. Una maggiore attenzione su questi temi è già emersa in ambito sia nazionale sia internazionale, come dimostrano i provvedimenti adottati o in corso di adozione a livello europeo in materia di prodotti finanziari quali *Credit default swap* (Cds), *High frequency trading* (Hft), *Exchange traded funds* (Etf).

La decisione di proibire alcune tipologie di pratiche commerciali, ovvero di vietare o restringere la distribuzione di prodotti finanziari ritenuti nocivi, non neutralizza tuttavia tutti i rischi che emergono in un mercato finanziario strettamente interconnesso a livello mondiale. I singoli Paesi non hanno gli strumenti per contrastare gli effetti indesiderati dell'integrazione globale. Di conseguenza, l'efficacia di qualsiasi iniziativa legislativa e regolamentare potrà essere tanto maggiore quanto più numerosi sono i Paesi che si impegnano a condividere previsioni normative, prassi di vigilanza e procedure di gestione delle situazioni di emergenza. La necessità di procedere all'attivazione della procedura di cooperazione rafforzata in tema di tassazione delle transazioni finanziarie da parte di soli 11 dei 27 Stati dell'Unione europea (tra cui l'Italia) mostra, tuttavia, quanto si sia ancora lontani dal raggiungimento di un accordo su alcune fondamentali norme anche all'interno di un novero ristretto di Paesi.

Se si vogliono affrontare le sfide del mercato globale con ragionevole possibilità di successo, occorre invece disporre di una regolamentazione finanziaria armonizzata a livello europeo se non, addirittura, globale. Ciò consentirebbe di valutare correttamente i rischi emergenti, contenere i possibili effetti sistemici, sterilizzare i canali di contagio e gestire più efficacemente eventuali crisi future.

In un contesto finanziario caratterizzato dall'emergere e dal consolidarsi di poche e grandi aree di influenza economico-politica, è auspicabile che l'Europa si ponga come un interlocutore coeso, anche sul piano delle politiche economiche e occupazionali. L'attenzione che la Consob e le analoghe autorità degli altri Paesi rivolgono al buon funzionamento del sistema finanziario e ai meccanismi per la raccolta del risparmio in tutte le sue forme, contribuisce al rafforzamento dell'Europa nella sua globalità. Tale azione si affianca a quella dei Governi nazionali che, uniti nella comune priorità di una crescita sostenibile e condivisa,

hanno firmato a giugno un "patto per la crescita e l'occupazione" comprendente le misure che gli Stati membri e l'Unione europea dovranno adottare al fine di rilanciare crescita, investimenti e occupazione e rendere l'Europa sempre più forte e credibile su una scena internazionale sempre più competitiva.

Le decisioni del Consiglio europeo del 28 e 29 giugno scorso vanno nella giusta direzione, stabilendo la necessità di realizzare una serie di riforme strutturali nell'Unione europea volte a favorire la maggiore integrazione economica tra i suoi Stati membri. Tali riforme prevedono, tra le altre cose, la costituzione di una Unione bancaria europea.

In linea generale, l'Unione bancaria dovrà essere costituita da due elementi fondamentali, un sistema europeo di garanzia dei depositi e un meccanismo comune di intervento e risoluzione delle crisi bancarie, e da due elementi strumentali, ossia un sistema accentrato di vigilanza prudenziale e un quadro regolamentare comune.

Il progetto risponde principalmente all'esigenza di interrompere il circolo vizioso che porta la crisi del debito sovrano e quella del settore bancario ad alimentarsi a vicenda. Inoltre la costituzione dell'Unione bancaria favorirebbe la creazione di un comune *level playing field* per le banche europee, oltre a rendersi necessaria per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'eurozona, alla luce della profonda integrazione dei mercati.

Se, in termini teorici, la realizzazione dell'Unione bancaria appare in grado di generare tutti questi benefici, in termini pratici occorre tuttavia valutare come la stessa possa inserirsi nell'attuale assetto dell'Unione europea, in assenza di una piena integrazione finanziaria e fiscale tra i paesi che ne fanno parte. È infatti aperto un dibattito sul percorso da seguire per realizzare una maggiore integrazione tra gli Stati membri dell'Unione e per rafforzare, in tal modo, la stabilità dell'intera area. Se, da un lato, la creazione di un'Unione bancaria potrebbe rappresentare un passo in avanti in questa direzione, dall'altro essa non potrà prescindere da una piena integrazione delle politiche fiscali.

L'illusione, nutrita da molti, che il risparmio si possa tutelare semplicemente dotandosi di regole le più rigorose possibili, scritte sulla carta, è

spesso in contrasto con il fatto che l'apertura globale dei mercati e la disomogeneità delle prassi di vigilanza possono vanificare del tutto l'efficacia delle regole e, di conseguenza, determinare la fuga del risparmio verso piazze finanziarie più "amichevoli". Qualora ciò si avverasse, verrebbe meno l'oggetto della nostra tutela, cioè il risparmio. La difficoltà delle scelte cui sono chiamati legislatori e regolatori consiste, oggi, proprio in questo. Nel trovare una posizione di "ottimo" tra tutela del risparmiatore e attrazione del risparmio e, contemporaneamente, nel garantire un consistente flusso di formazione del risparmio stesso. È da qui che occorre partire, dalla capacità del sistema di creare benessere e, quindi, di formare risparmio.

* * *

In conclusione, emerge un quadro economico e politico fortemente evolutivo, nel quale la crisi ha comportato la necessità di ripensare a strumenti ed obiettivi della nostra azione, come legislatori, regolatori, operatori del mercato, contribuenti e cittadini. Essa ci pone di fronte all'ineludibile necessità di riflettere su scelte ormai consolidate e di verificare ciascuna di esse alla luce della realtà. Il periodo intercorso dall'inizio della crisi è sufficientemente ampio per consentirci di valutare la bontà o l'inadeguatezza delle scelte adottate nel passato. Seguendo le lezioni della storia e dell'attualità.

Il direttore del Fondo monetario internazionale, Christine Lagarde, ci ha ricordato, proprio pochi giorni fa, che la quasi totalità dei Paesi democratici si trova oggi nella rischiosa situazione di aver accumulato un livello di debito troppo elevato. Ciò potrebbe portare taluno a ritenere che sia la democrazia stessa ad essere una forma politica pericolosa. La via di fuga verso altri sistemi, come dimostra la storia, non garantisce assolutamente la possibilità di uno sviluppo economico inclusivo. Al contrario, porta inevitabilmente al collasso. Ma non si tratta solo di una questione economica. È, in primo luogo, un tema che attiene alla libertà. Per mantenere la democrazia, anelito insopprimibile dell'animo umano che ha richiesto millenni di storia per poter essere affermata, non vi è altra

via che riportarla alle sue origini. Come ci ricordano i coloni americani che si ribellarono alle vessazioni fiscali dell'Inghilterra, non può esistere tassazione senza rappresentanza. Ciò significa che la spesa pubblica deve essere sostenuta da chi ne ottiene i benefici. In altre parole, essa non può essere posta a carico delle generazioni future, attraverso il perverso strumento del debito.

Oggi siamo più consapevoli della direzione verso la quale si sta orientando il mondo, ma sapere non basta. Applicando l'antico detto di Luigi Einaudi del “*conoscere per deliberare*”, chiusa la parte cognitoria, occorre passare a quella deliberativa. È il momento di scegliere, nella consapevolezza che le scelte di oggi riguarderanno il futuro nostro e dei nostri figli. Spesso si ha il timore di compiere scelte radicali e impopolari, ma i piccoli aggiustamenti non fanno cambiare corso all'evolversi degli eventi. Il poeta latino Tito Lucrezio Caro direbbe che non ne modificano il *clinamen*. Solo le scelte coraggiose sono in grado di farlo.

* * *