



Intervento del Presidente della Consob, Professor Paolo Savona, all'Università LUMSA

Roma, 21 novembre 2022

Lo scopo di questo incontro, così come mi fu prospettato, è contribuire ad avanzare proposte per aiutare il Governo a portare il Paese fuori dalla recessione causata dal combinato effetto dell'inflazione e dell'invasione dell'Ucraina. L'occasione di discussione è offerta, sotto il patrocinio dell'UCID, dalla presentazione del recente lavoro di Ivo Tarolli su *Antonio Fazio e i fatti italiani*.

L'economia italiana è stata colpita dai due gravi eventi ricordati, mentre si trovava in buona ripresa produttiva dopo il lockdown; questa condizione, insieme economica e politica, ha consentito all'Italia di reggere meglio alle spinte recessive, registrando nell'anno una performance migliore di altre importanti economie. Come ho già sottolineato nel mio *Discorso al mercato* del giugno scorso, il rilevante aumento dei prezzi non poteva essere affrontato facendo ricorso nella misura necessaria agli strumenti restrittivi "classici", ossia a una stretta monetaria e/o fiscale, perché avrebbero causato una recessione ancora più grave. La ricerca del punto di equilibrio tra stabilità dei prezzi e recessione produttiva viene condotta dalle autorità con prudenza, mostrando tuttavia un'asimmetria a favore della seconda. Leggere, come accade di frequente, che un aumento dei tassi dell'interesse ufficiali dello 0,5-0,75% sia una stretta inaccettabile di fronte a un'inflazione che ruota attorno al 10% lascia assai perplessi, perché implica una sottovalutazione degli effetti politici, sociali ed economici di quella definita una "tassa iniqua", che grava prevalentemente sui risparmiatori e mina i fondamenti della democrazia (per l'esattezza quello della *no taxation without representation*).

Di fronte a una realtà piuttosto complessa, la denuncia dell'esistenza del problema inflattivo da parte delle autorità senza indicare una soluzione suona, nella migliore delle ipotesi, come una dichiarazione di abdicazione al proprio ruolo, per chi ne ha uno da svolgere in materia. Pur riconoscendo che la situazione non può essere sanata facendo ricorso a strumenti tradizionali, non si può trascurare che esistono alternative, come quella da me avanzata nel citato *Discorso al mercato*. Essa propone di propiziare la creazione di portafogli nei quali attività mobiliari e immobiliari, denominati in più valute, siano accolti in misura equilibrata, che svolgerebbero

funzioni di autoprotezione dall'inflazione a condizione che ciascuna componente possa godere dello stesso trattamento normativo, non solo tributario.

Per i contenuti della proposta rinvio alla lettura di quel testo, ma tengo a precisare che, pur in assenza di trattamenti normativi uguali per tutte le attività, una composizione di portafoglio come quella suggerita, avrebbe compensato l'inflazione accumulata a metà 2021 pari al 16%. Poiché da allora si è aggiunta una "tassa" ulteriore del 10%, se qualcuno ha idee migliori, le faccia conoscere, ma non si legittimi, come si va facendo, che accettare l'iniquità sia un modo per evitare una grave recessione, perché l'aspettativa è scientificamente infondata; in ogni caso, in uno stato di diritto l'accettazione di detta tassa deve essere decisa dal Parlamento.

Ciò che quella mia proposta non può affrontare è l'insorgere di una nuova crisi sistemica, innestata dal funzionamento del mercato delle cryptocurrency, altro argomento sul quale non mi sono limitato alle sole denunce, ma ho avanzato per tempo richieste di regolamentazione delle tecnologie usate di contabilità decentrata autocertificantesi. Questo è infatti il problema da regolare e non quello, come si sente ripetere, di trattare le attività criptate e decentrate contabilmente al pari di ogni altra attività; per la sua ovvietà, questa soluzione non richiederebbe nuove norme per essere attuata, ma solo una più esatta indicazione delle competenze istituzionali, che mancano. Infatti, le innovazioni emerse prepotenti nel terzo millennio non sono le nuove forme assunte dalla moneta o dalle attività finanziarie, che la storia indica essere in costante evoluzione, ma il fatto che è stato ideato un sistema dove gli intermediari bancari e finanziari non sono più al centro della certificazione dell'esistenza e dei trasferimenti delle attività e passività, ma questa funzione è svolta da automatismi garantiti dalle tecnologie usate (Blockchain o DLT operanti su piattaforme digitali), sulle quali le autorità di vigilanza fanno poco o non hanno organizzazioni adatte per intervenire. Poiché, lo si neghi o meno, le cryptocurrency svolgono anche funzioni monetarie ossia di mezzi di scambio, il problema investe l'organizzazione delle banche centrali (o istituti di emissione, dove esistono), che si trovano al bivio se continuare la contabilità accentrata, peraltro già in forma digitale, o entrare in un circuito decentralizzato autocertificantesi da esse creato e gestito. Finora, ove si escluda in particolare la Cina, ha prevalso il "paradosso dell'asino" enunciato dal filosofo Giovanni Buridano nel XIV secolo.

L'impegno posto per una regolamentazione tecnologicamente neutrale delle cryptocurrency (moneta virtuale) e cryptoasset (attività tokenizzate), unito a una

benevola attenzione o (come anche si sostiene) disattenzione nei confronti delle innovazioni tecnologiche monetario-finanziarie, ha consentito a questo nuovo mercato virtuale di espandersi e di ibridare il mercato delle attività tradizionali. È un esempio significativo la crisi della società di trading FTX, terza per importanza nel mondo, che ha sede alle Bahamas, ma è stata autorizzata dalle autorità di vigilanza di Cipro e opera con passaporto europeo anche in Italia, la quale non si limita a intermediare le cryptocurrency, ma ibrida le attività tradizionali. Non si conosce quanto questa crisi ha inquinato il mercato mobiliare ma, dopo gli annunci della crisi delle collegate FTX (FTX US, Alameda Research), è seguito quello di tre società che hanno sospeso i rimborsi; alcune hanno segnalato quanto erano esposte rispetto alla FTX, ma altre non l'hanno fatto per timore di reazioni da parte della clientela ben sapendo che la liquidità disponibile non l'avrebbe consentito. Per i motivi legati ai vincoli dovuti all'indeterminatezza delle competenze e all'inadeguatezza tecnologica delle autorità di vigilanza, non si è in condizioni di conoscere allo stato attuale quale sarà l'estensione che assumerà questa crisi.

Le banche centrali e le autorità di vigilanza del mercato hanno “avvertito” i risparmiatori sulla rischiosità dello strumento – in quanto privo di un valore legale tutelato da un ente di vigilanza, e perciò esposto a truffe – e pertanto le perdite FTX possono essere fatte gravare sugli operatori avventati, per sanzionare le loro pratiche di moral hazard, come decise il Governo americano per la Lehman Bros a seguito delle insolvenze sui derivati complessi con collateral di subprime credit. Se, però, il crypto-virus si fosse diffuso in estensione e in profondità nel mercato tradizionale, e si rischiasse una crisi sistemica, si imporrebbe un intervento delle autorità monetarie e/o fiscali nonostante esse siano sottoposte ai vincoli ricordati all'agire. In questo caso, però, gli Stati sovrani non possono procedere per proprio conto, al fine di non creare disordini nei cambi, ulteriori spinte inflazionistiche e una più profonda recessione in tutto il mondo, ma coordinare le loro politiche. O almeno provarci.