

Seminario inaugurale della Scuola estiva dell'Università di Cagliari

Rischi, regolamentazione e stabilità finanziaria: senza una modifica dell'architettura istituzionale continueremo a inseguire l'obiettivo senza evitare che le crisi di singoli operatori si tramutino in rischi sistemici

Paolo Savona

Professore emerito di Politica economica, Presidente Consob

Cagliari, 26 giugno 2023

Sull'argomento oggetto dell'odierno seminario, ho avanzato, nel quarto *Discorso al mercato* da me tenuto presso la Borsa di Milano il 9 giugno scorso, la seguente duplice interpretazione, in pratica due facce di una stessa medaglia:

1. le decisioni prese dal Governo in materia di semplificazioni e agevolazioni per indurre il risparmio a incanalarsi verso la quotazione in Borsa vanno nella giusta direzione, ma
2. senza un'integrazione tra i mercati "tradizionali" della moneta e della finanza con i mercati "virtuali" delle *cryptocurrency* e delle attività *tokenizzate* (ossia quelli che operano nell'Infosfera) non è possibile evitare di incorrere in singole crisi bancarie o di altri operatori in *cryptovalute* che possono sfociare in crisi sistemiche.

Vi riassumo le motivazioni di questa posizione "radicale" che riguarda le istituzioni nazionali, più di quanto non tocchino i manager, e le relazioni geopolitico-economiche tra Stati.

In attesa dell'integrazione tra mercati, ciò che è possibile fare per incanalare il risparmio verso il mercato dei capitali va fatto, poiché questo investimento, se ben gestito, è l'unico che protegge il risparmio dall'inflazione; perciò non si deve ritenere concluso l'itinerario intrapreso con la Legge Fintech, già entrata in vigore, e con il DDL di rilancio del mercato dei capitali, in discussione in Parlamento.

Sono certo che questa iniziativa tratterà i contenuti di questi due interventi, consentendo di dedicarmi a esporre il quadro di riferimento della mia posizione, che non può esservi stabilità monetaria e finanziaria capace di proteggere il risparmio senza un nuovo assetto istituzionale del funzionamento dei mercati, inclusa la loro vigilanza.

L'attuale architettura della creazione di moneta si basa sulla moltiplicazione della base monetaria (la moneta delle banche centrali) che avviene attraverso la concessione del credito bancario, che genera nuovi depositi bancari, dando vita alla moneta in senso

lato (M2). Come ci è stato insegnato da illustri economisti (soprattutto Hyman Minsky), in questo assetto istituzionale la politica monetaria, pur indipendente, non può esercitare appieno le sue funzioni stabilizzatrici del valore della moneta e il sistema finanziario resta in uno stato permanente di instabilità a causa della naturale tendenza al *mismatching* tra scadenze dei gestori di portafogli bancari, soprattutto se le banche si fanno guidare da una *yield curve* a tassi crescenti. La crisi finanziaria globale del 2008, che ha preso avvio dalla combinazione tra crediti *subprime* e derivati, ha imposto alle autorità monetarie di intervenire per evitare una crisi sistemica di proporzioni elevate. La recente ripresa dell'inflazione ha impedito alle banche centrali di adempiere nella misura necessaria al loro duplice compito di stabilizzazione monetaria e stabilizzazione finanziaria.

Come scrisse Minsky per le banche ordinarie, anche le banche centrali sono diventate “serve di due padroni”, la stabilità monetaria e la stabilità finanziaria; gli economisti ben sanno che non si possono colpire due obiettivi disponendo di un solo strumento, quello monetario, anche se esso si presenta articolato in vario modo.

Il mio maestro al MIT, Charles Kindleberger, ha giustamente sottolineato che su queste basi di natura strettamente economica si innestano fattori psicologici che egli ha sintetizzato con il paradigma del suo celebre libro (8 edizioni!) *Manias, Panics And Crashes*.

Se consideriamo che la politica monetaria è anche intervenuta per evitare il collasso del debito pubblico e così proteggere la stabilità democratica, come avvenne a seguito dell'inflazione tedesca agli inizi degli anni 1920, e che le imprese sono causa ed effetto degli squilibri monetari e finanziari, l'intersecazione tra le diverse instabilità sollecita un riesame delle istituzioni. Il celebre Presidente della Banca Commerciale, Raffaele Mattioli, definì la stretta relazione tra banca e industria “catoblepismo”, un mostro che si incontra nelle opere di Plinio il Vecchio, una figura che può essere estesa alla relazione tra moneta e finanza. Eppure, gli organi della democrazia hanno ufficializzato il catoblepismo dando vita al *Financial Stability Board*, ampliando gli obiettivi della politica monetaria; per questo motivo la politica monetaria è andata al di là del fondamento democratico della sua indipendenza, basato sul principio della *no taxation without representation*, poiché l'inflazione opera come una tassa occulta e iniqua attuata fuori dei Parlamenti.

Se si vuole uscire da questa contraddizione occorre assegnare compiti e strumenti distinti alla moneta e alla finanza, cogliendo l'occasione offerta dalle innovazioni tecnologiche delle contabilità a registro decentrato (blockchain/DLT). Questa soluzione comporta che la moneta ufficiale diventi l'unica unità di conto e mezzo di assolvimento legale dei debiti, oltre che serbatoio di valore, governata da politiche che abbiano come obiettivo la sola stabilità monetaria. Questo non implica

necessariamente che i privati, tra loro e volontariamente, in nome della libertà di scelta, possano decidere di usare come moneta altri strumenti, come accaduto per i Bitcoin, purché chi li usa sia cosciente che non avrà protezione legale contro perdite e malversazioni, e queste monete volontarie (*fiat money*), soprattutto se virtuali, non stabiliscano intrecci con gli strumenti finanziari tradizionali (azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni, derivati, ecc.), inquinando il funzionamento del mercato.

La nascita di CBDC (*Central Bank Digital Currency*) come unica moneta comporta l'uscita dei depositi bancari dal circuito di creazione monetaria, una condizione che acuisce i rischi dovuti al *mismatching* delle scadenze dell'attivo e del passivo, se essi non vengono remunerati. La teoria suggerisce la non remunerazione dei depositi per indurre i possessori a considerarli una patata calda che va tenuta nella minore quantità possibile, le cui quantità fluttuano, come Keynes ci ha spiegato chiaramente, in funzione delle aspettative sui tassi dell'interesse; infatti, cresce finché i tassi crescono e scende quando essi calano. Così facendo, le banche diverrebbero meri intermediari di risparmio, senza escludere che esse possano gestire per conto delle banche centrali (o degli Stati) il sistema dei pagamenti, come nota fonte di informazioni indispensabili per una valutazione ottimale del merito di credito, la cui bontà ha effetti riduttivi dei margini di interesse sul costo del credito.

Nello svolgimento dell'unica vera funzione essenziale svolta da banche e altri intermediari di risparmio nel decidere a chi dare credito e a quali tassi dell'interesse, preferendo i debitori che lo sanno investire meglio, le nuove tecnologie informatiche che accolgono dati nelle contabilità decentrate, ma accessibili, offrono le occasioni di svolgere correttamente questo compito. I metodi di intelligenza artificiale (meglio, però, chiamarla intelligenza umana rafforzata) basati sulla logica neurale, di sciame e genetica hanno mostrato di ben operare; essi sono oggi gestiti da computer istruiti a imparare operando (*machine learning*) e da robot istruiti (come gli *Chatbot*) o negozi virtuali accessibili ai gemelli digitali o *avatar* (come il *Metaverse*).

Questa distinzione tra gestione della moneta dedica alla stabilità dei prezzi e gestione finanziaria dedita allo sviluppo toglie, come ben sanno gli econometristi, l'equivoco di attribuire alla moneta il perseguimento impossibile di due obiettivi e alla finanza di essere travolta dalle crisi che partono dalla fuga dei depositi aventi funzioni monetarie. Quando i rappresentanti degli Stati si siederanno attorno a un tavolo insieme ai cervelli umani capaci di inventare o trattare congiuntamente le innovazioni tecnologiche avremmo finalmente intrapreso la strada giusta della convivenza civile anche dal lato del risparmio finanziario, eccessivamente trascurato dai sistemi di garanzia dei depositi bancari. Poiché gli Stati sono più o meno in ritardo, sarebbe anche più produttivo se i delegati decidessero il da farsi riunendosi secondo i canoni propri della Chiesa Cattolica Romana per l'elezione del Papa: chiudersi in una stanza, isolandosi dal frastuono che

contraddistingue da tempo le discussioni in materia, finché non decidono ciò che è più opportuno fare. Ogni ritardo crea una competizione diversa da quella che Adam Smith aveva in mente riferendosi alla radice latina del termine, ossia *cum petere*, operare insieme nella stessa direzione. Invece, oggi, la competizione tecnologica sta divenendo motivo di aspri conflitti alla ricerca di un predominio geopolitico che sta riportando indietro la civiltà, soprattutto quella dell'Occidente, rispetto ai progressi da essa raggiunti alla fine del XX secolo. I venti di guerra hanno ripreso a spirare con forza, in nome dei valori di civiltà, istanza rispettabile, che ha però fatto storicamente danni innumerevoli. L'unico vero valore da tutelare resta la ragione.

Riassumendo.

L'attuale architettura istituzionale della moneta, centrata sulla creazione di base monetaria e sui depositi che nascono dalla moltiplicazione dei crediti, va cambiata per consentire alla politica monetaria di garantire l'esistenza di unità di conto stabili, di serbatoio di valore e di mezzo legale di assolvimento dei debiti, escludendo ogni valore legale delle *cryptocurrency*, ma recependo le innovazioni tecnologiche dei metodi di contabilità a registro decentrato, immutabile e consultabile secondo regole prestabilite. Questa nuova moneta viene comunemente indicata con l'acronimo CBDC o, più sbrigativamente, moneta digitale, come se non si fosse consci che la gran parte ha già questa forma, perché ormai tutte le transazioni sono di questa natura e si realizzano *on line*.

Il cambiamento si diffonderebbe al mercato finanziario per due motivi: perché, come si è detto, le banche uscirebbero dal circuito di creazione monetaria e si dovrebbero dedicare a gestire bene il risparmio e, se vogliono, il sistema dei pagamenti; e perché l'evoluzione tecnologica trasformerebbe tutte le attività/passività finanziarie in *token* (certificatori di tipo informatico della loro proprietà e di chi deve garantire il rimborso), entrando anch'esse nell'Infosfera, come la moneta.

Il realizzarsi di questa nuova architettura chiarirebbe il perché la regolamentazione delle *crypto* viene definita tecnologicamente neutrale, mentre è esattamente il contrario. Infatti, le regole che sovrintendono alla creazione e al funzionamento della moneta e delle attività finanziarie risulterebbero confermate, sia pure con qualche chiarimento, e le nuove norme dovrebbero riguardare invece la validazione giuridica delle innovazioni tecnologiche per memorizzare e certificare il loro uso.

Se, invece, l'architettura istituzionale non muta, le raccomandazioni di Minsky e Kindleberger manterrebbero la loro validità e il funzionamento dei mercati monetari e finanziari tradizionali resterebbe sostanzialmente lo stesso e, con esso, anche la possibilità di dare origine a crisi sistemiche indotte dal loro assetto tradizionale e dalla integrazione con gli strumenti virtuali. Le banche continuerebbero a essere "servitrici di due padroni", il proprio sviluppo e la stabilità monetaria, come pure lo sarebbero gli

intermediari di strumenti finanziari, ma questi per servire se stessi e la stabilità finanziaria, entrambi fattori la cui assenza contribuisce all'affermarsi di instabilità reale. Ne stiamo discutendo dalla Grande Crisi del 1929-33 e ancora non ci siamo convinti che la duplice servitù è fonte di disordine istituzionale e sociale.

Il trasferimento dell'attività reale, monetaria e finanziaria nell'infosfera crea un problema di adattamento di ogni aspetto della vita umana, che non può essere affrontato con l'ondata di critiche organizzate in "eticismo" che, come scrisse Dahrendorf, come tutti gli "ismi" non fanno il bene dell'uomo. I paesi e le persone che resteranno indietro rispetto all'incalzare inarrestabile del progresso, perderanno posizioni sociali.