



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

.....

**PROSPETTIVE ECONOMICHE E RISCHI  
PER LA CRESCITA**

.....

**Giuseppe Vegas, Presidente Consob**

Roma, 30 giugno 2011

È per me un vero piacere presenziare a questa cerimonia a testimonianza dell'importante e profonda collaborazione tra la Guardia di Finanza e la Consob che, negli ultimi anni, ci ha consentito di affinare gli strumenti di vigilanza e dare maggiore efficacia all'azione di controllo e prevenzione degli abusi di mercato. Il protocollo d'intesa firmato dalle due autorità nel 2006 dà esplicita attuazione alle norme comunitarie in materia di abusi di mercato e tutela del risparmio. La cooperazione con la Guardia di Finanza assume particolare rilevanza per la Consob perché la dota di strumenti importanti per incrementare l'incisività e la tempestività dell'azione di controllo e realizzare, per tale via, i compiti istituzionali che le sono affidati. Il periodo storico che stiamo attraversando, con la crisi finanziaria che ha inciso profondamente sui vari ambiti della vita economica e sociale, ci pone di fronte a sfide rilevanti che oggi, grazie alla nostra costante collaborazione, siamo in grado di affrontare con maggior sicurezza.

## 1 Prospettive economiche globali

L'economia globale, dopo la pesante crisi del 2008-2009, nel 2010 è tornata a mostrare evidenti segnali di ripresa, sebbene in modo piuttosto disomogeneo. Anche le previsioni a breve termine indicano un quadro sostanzialmente favorevole, seppure caratterizzato da tassi di crescita che variano molto tra aree geografiche e in particolare nell'area euro, tra paesi *core* e paesi periferici.

Sussistono, tuttavia, rilevanti fattori di rischio che pongono significative incertezze circa lo sviluppo dell'economia a livello mondiale e la definitiva ripresa da una delle crisi più profonde che si siano mai registrate, paragonabile per la sua portata globale alla Grande Depressione degli anni '30.

### 1.1 Crisi del debito greco

Alla luce degli ultimi sviluppi in ambito europeo, appare evidente come uno dei rischi principali per la stabilità complessiva del sistema finanziario e per la solidità della ripresa economica sia costituito dal rischio di *default* o dalla richiesta di ristrutturazione del debito sovrano di alcuni paesi periferici dell'area euro.

Negli ultimi tempi, si è andata riacutizzando la crisi del debito greco sulla scia di diversi fattori che hanno concorso a peggiorare il clima di fiducia dei mercati nella capacità del paese di far fronte ai propri impegni finanziari. In primo luogo, in Grecia si va disgregando il consenso politico a favore del programma di risanamento. Nelle scorse settimane si sono verificate le prime defezioni tra i parlamentari di maggioranza e si è reso necessario un rimpasto e un nuovo voto di fiducia per

riaffermare l'autorità del governo in carica. In questa settimana il parlamento greco dovrebbe approvare il piano di *austerity* necessario a sbloccare i finanziamenti di Ue e FMI che darebbero un po' di ossigeno alle finanze del paese che, ormai, non può più rivolgersi al mercato per rifinanziare il debito in scadenza. Il clima politico turbolento risulta particolarmente preoccupante, soprattutto perché negli ultimi tempi la Grecia ha mostrato segni di deviazione dal sentiero di rigida disciplina di bilancio: il deficit di cassa nei primi cinque mesi dell'anno è stato pari a 10,3 miliardi di euro, in peggioramento di 1,2 miliardi rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Inoltre la Grecia, nel 2010, mostrava un deficit primario pari al 4,9 per cento del PIL e un deficit commerciale del 14 per cento.

In secondo luogo, ad accrescere i timori del mercato circa la risoluzione senza traumi della crisi greca ci sono le incertezze circa l'esito dei negoziati e la concreta fattibilità delle soluzioni avanzate a livello europeo. Il piano Schauble, che prevedeva il coinvolgimento degli investitori privati nel rifinanziamento del debito greco, ha provocato numerose critiche da parte degli operatori di mercato ma anche da parte della BCE che ha ricordato come il meccanismo di sostegno alla Grecia debba necessariamente rispettare due condizioni fondamentali: i) non causare un *credit event* e ii) non portare a una dichiarazione di *default* da parte di una agenzia di rating. Il mancato rispetto di una sola delle condizioni avrebbe effetti molto pesanti, creando fenomeni di contagio sul debito di altri paesi periferici e rischi sistemici rilevanti per i mercati finanziari.

In linea generale, i paesi periferici dell'Area euro più esposti al rischio sovrano pongono significative criticità per il sistema finanziario nel suo complesso, e i programmi di risanamento presentati nei primi mesi del 2011 risultano poco credibili, poiché non supportati da ipotesi realistiche circa l'evoluzione della congiuntura e non sufficientemente puntuali nella definizione di azioni correttive funzionali al conseguimento di avanzi primari considerevoli e protratti nel tempo. In questo contesto emerge con forza l'esigenza che il processo di revisione della *governance* economica europea, avviato nel mese di marzo, definisca meccanismi forti di sorveglianza e correzione delle politiche macroeconomiche nazionali; è altresì cruciale la definizione di meccanismi permanenti di gestione delle crisi di liquidità e delle insolvenze.

La crisi del debito greco sta mettendo sotto pressione i mercati finanziari, e in particolare il settore bancario, a causa dell'esposizione delle banche in titoli del debito pubblico greco e dell'impatto che il *default* della Grecia potrebbe avere sull'intero sistema economico (con conseguenze simili se non peggiori di quelle del *default* Lehman). A fine 2010 gli istituti bancari francesi e tedeschi detenevano direttamente titoli del debito pubblico greco rispettivamente per 15 e 23 miliardi di dollari USA : alla luce della significativa esposizione delle banche francesi il 15 giugno l'agenzia di rating

Moody's ha posto sotto osservazione i rating delle tre principali banche del paese per un possibile *downgrade*, annunciando allo stesso tempo l'intenzione di estendere il provvedimento ad altri istituti nelle medesime condizioni. A fine 2010, le banche italiane, invece, mostravano un'esposizione verso la Grecia di appena 2 miliardi di dollari: il dato non desta, pertanto, preoccupazioni; tuttavia, la situazione delle finanze pubbliche e le basse prospettive di crescita del nostro paese rappresentano fattori di debolezza che, nonostante la solidità dei fondamentali del settore bancario, ci rendono vulnerabili al rischio di contagio della crisi greca.

Le tensioni relative alla situazione greca hanno avuto impatto anche sui mercati azionari europei. Sebbene fino all'inizio del mese di giugno essi non mostrassero chiari *trend* direzionali, con il riacutizzarsi della crisi si è registrata una contrazione significativa degli indici e un forte aumento della volatilità. Rispetto a maggio 2011, i titoli bancari hanno subito una flessione più marcata dell'indice generale, sia negli Usa sia nell'area euro. Il fenomeno ha colpito in modo particolare il comparto degli istituti di credito italiani, quasi tutti posti sotto osservazione da Moody's in seguito all'analogo provvedimento che l'agenzia ha adottato nei confronti del rating sovrano dell'Italia.

Le tensioni si sono riflesse anche nel mercato dei titoli di stato, dove è ricomparso il fenomeno della fuga verso la qualità. Il differenziale dei rendimenti fra titoli dei diversi Stati sovrani all'interno dell'Eurozona è cresciuto, raggiungendo per alcuni paesi livelli di guardia.

C'è dunque un rischio sistemico legato al fatto che i paesi periferici sono *too interconnected to fail*, più che *too big to fail*, senza contare gli effetti in termini di crisi di fiducia e rischio di contagio. Nessun paese è rimasto al riparo dalle ansie dei mercati. Ma non tutti i paesi sono vulnerabili allo stesso modo. Chi ha il debito complessivo più elevato, sia pubblico che privato, e la crescita economica più bassa, risulta più esposto di altri.

## 1.2 *Global imbalances*

Prima della crisi finanziaria le *global imbalances* – ossia i rilevanti squilibri dei conti con l'estero di alcuni grandi paesi – rappresentavano uno dei principali rischi per l'economia. Con l'insorgere della crisi, tuttavia, sono venuti in secondo piano, sia per la minore gravità rispetto ad altri fattori di rischio sia per il sopravvenuto parziale aggiustamento di tali squilibri. Negli Stati Uniti, paese storicamente connotato da un deficit strutturale significativo dei conti con l'estero, lo squilibrio delle partite correnti della bilancia dei pagamenti si è ridotto nel corso del 2010 dal 3,4 per cento del PIL nel primo trimestre al 3,1 per cento nell'ultimo trimestre. Tale aggiustamento è derivato sostanzialmente dall'incremento delle esportazioni. Nel medio periodo il consolidamento dei conti

pubblici statunitensi, determinando una riduzione della spesa da parte delle amministrazioni pubbliche, potrebbe avere come effetto ulteriore il miglioramento dello squilibrio di parte corrente.

Con riferimento alla Cina, paese che presenta il maggior surplus commerciale, la dinamica è stata opposta, con una riduzione notevole nel 2010 del surplus delle partite correnti, passato dal 6 per cento del PIL nel 2009 al 4,7 per cento nel 2010.

Le analisi condotte dalla Banca Centrale Europea mostrano, tuttavia, che la riduzione degli squilibri nel periodo 2007-2010 deriva principalmente da dinamiche congiunturali (per gli Stati Uniti circa il 50 per cento e per la Cina ben l'80 per cento). Gli squilibri nei flussi commerciali sono quindi determinati dalla struttura produttiva e dai differenziali di competitività tra paesi e sono destinati a permanere nel medio termine. Una spinta correttiva potrebbe derivare dalla possibile crescita delle importazioni delle economie con saldo positivo delle partite correnti; è tuttavia improbabile che essa agisca nel breve periodo, quando risulta condizionante anche la dinamica delle importazioni dei prodotti energetici.

Un ulteriore elemento di rischio è legato all'espansione dei flussi finanziari verso i mercati dei capitali dei paesi emergenti, sostenuta dalla debolezza del dollaro e dalla ricerca di rendimenti più elevati da parte degli investitori internazionali. In particolare nel 2010, a fronte delle politiche monetarie accomodanti dei paesi avanzati, gli afflussi netti di capitali verso l'Asia e l'America Latina hanno superato i livelli pre-crisi. Tale fenomeno innesca il rischio di un surriscaldamento sia nel settore finanziario, che sta sperimentando un aumento del grado di leva finanziaria dei privati, sia nel settore reale, nel quale crescono le pressioni sui prezzi dei prodotti e delle unità immobiliari. Questa dinamica pone significative criticità, anche alla luce del fatto che i margini di manovre correttive di politica monetaria sono ridotti o possono avere effetti controproducenti nel caso in cui il cambio sia meno flessibile o ancorato al dollaro. Laddove il cambio è flessibile, i timori circa la sostenibilità degli squilibri da parte dei paesi che manifestano i più alti deficit potrebbero, inoltre, generare aggiustamenti troppo repentini dei tassi di cambio con ripercussioni sull'intero sistema finanziario.

### **1.3 Rischio geopolitico e materie prime**

Le turbolenze in Nord Africa e in Medio Oriente generano significative conseguenze sulle relazioni commerciali e finanziarie tra queste regioni e i paesi europei, sebbene in modo differente a seconda del diverso grado di prossimità geografica.

L'Italia è tra i paesi europei più coinvolti dall'evoluzione della crisi libica: la Libia, infatti, non è solamente il nostro primario fornitore di petrolio, ma è anche un importante partner commerciale, nonché un azionista di rilievo di alcune delle nostre società quotate (Unicredit, Eni, Finmeccanica).

L'effetto più immediato delle guerre civili, tuttavia, è rappresentato dall'aumento del prezzo del petrolio, che ha velocemente incorporato il premio per il rischio derivante dall'instabilità politica dei paesi produttori del greggio.

Le tensioni politiche hanno rafforzato i fattori che già a partire dal 2009 avevano dato avvio al trend di crescita dei prezzi delle materie prime, ossia la gestione della produzione energetica e l'aumento consistente della domanda da parte dei paesi emergenti. A questo proposito, in particolare le stime del Fondo Monetario Internazionale relative al 2011 prevedono per Cina e India un incremento del valore delle importazioni di petrolio rispettivamente del 39 e 36 per cento; nel medio periodo, inoltre, è probabile che anche la ricostruzione giapponese accresca la domanda di beni energetici e che questo possa esercitare pressioni al rialzo sui corsi di tali materie prime.

Nei paesi avanzati l'impatto della crescita dei prezzi delle materie prime sull'inflazione appare contenuto, poiché le aspettative si mantengono ancorate verso il basso e gli alti livelli di disoccupazione frenano la crescita dei salari nominali. Conseguenze più significative potrebbero invece verificarsi nei paesi emergenti, dove i tassi di sviluppo sono più elevati, e in particolare in Cina, dove gli interventi sui mercati valutari contengono l'apprezzamento della moneta locale favorendo fenomeni inflattivi.

Sebbene la dinamica dei prezzi delle *commodities* resti per lo più connessa a tensioni dal lato della domanda e dell'offerta, contribuisce all'aumento delle quotazioni anche la speculazione sui mercati dei derivati, come mostra la crescente correlazione tra i prezzi del petrolio e delle altre merci.

La speculazione alimenta una bolla che potrebbe scoppiare qualora un rallentamento della crescita delle economie emergenti, in particolare della Cina, dovesse deprimere la domanda di materie prime e le relative quotazioni. Tale circostanza, infatti, potrebbe indurre gli investitori speculativi a chiudere le proprie posizioni rendendo lo "scoppio" della bolla un'eventualità concreta. Ciò avrebbe a sua volta significative ripercussioni sui grandi paesi produttori di materie prime, tenuto conto dell'alta correlazione tra i prezzi delle *commodities* e la crescita economica degli stessi.

Al momento iniziano a emergere alcuni segnali di indebolimento della domanda, come possibile conseguenza del livello elevato delle quotazioni, e in prospettiva gli operatori si attendono prezzi lievemente inferiori nel medio periodo, come indicano le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2012.

Non si può escludere, tuttavia, che nel medio periodo una persistente e inattesa contrazione dell'offerta possa causare una riduzione delle scorte e una spirale a rialzo dei prezzi di cui risentirebbero soprattutto i paesi emergenti.

## 1.4 Invecchiamento della popolazione

Le prospettive economiche risultano influenzate anche da caratteristiche strutturali, che hanno radici principalmente storiche e sociali, con le quali tutti i paesi, in particolare quelli sviluppati, dovranno fare i conti nel prossimo futuro. Tra queste caratteristiche la più importante risulta essere il progressivo invecchiamento della popolazione, frutto sia della riduzione dei tassi di natalità sia della maggiore longevità.

Si stima che nel 2050 la popolazione nei paesi OCSE con più di 65 anni sarà pari a circa 340 milioni, ovvero un quarto della popolazione complessiva e circa la metà di quella in età compresa tra i 20 e i 64 anni.

Secondo le previsioni delle Nazioni Unite, la popolazione mondiale continuerà ad aumentare fino a superare i 9 miliardi di individui nel 2050 (di cui circa 6 miliardi di età compresa tra i 15 e i 64 anni) e la crescita sarà accompagnata da un significativo processo di invecchiamento (nel 2050 il numero di persone di età pari o superiore ai 60 anni supererebbe per la prima volta quello delle persone con meno di 15 anni).

Il processo di invecchiamento risulta più avanzato in Europa e in Asia e meno avanzato in America Latina e, soprattutto, in Africa.

Tale fenomeno pone numerosi interrogativi circa le conseguenze che ne deriveranno sul sistema economico, oltre che su quello sociale e politico, e sulle misure di politica economica più adeguate a farvi fronte. In linea generale, l'invecchiamento della popolazione ha due conseguenze: "contabili" o "meccaniche", relative cioè alla ricomposizione della popolazione verso classi di età che hanno necessità e forniscono contributi differenti; "comportamentali", derivanti dalle diverse scelte economiche connesse al mutato contesto sociale. Uno dei principali effetti contabili è rappresentato dalla riduzione dell'offerta aggregata di lavoro che porterebbe, a parità di produttività, a una riduzione del PIL pro capite. Inoltre un tale squilibrio demografico, destinato a peggiorare con l'invecchiamento della generazione del baby boom e connesso ad una riduzione del reddito pro capite, porrebbe dubbi significativi circa la sostenibilità dei sistemi pensionistici in vari paesi.

Appare pertanto di basilare importanza l'adozione di misure che sostengano e incrementino nel tempo la produttività del lavoro. In tutte le economie avanzate, in particolare dopo la crisi economica degli ultimi anni, esistono inoltre margini inutilizzati di forza lavoro che è necessario riassorbire nel mercato. In particolare la componente femminile di forza lavoro risulta, in molti paesi anche avanzati, fortemente sottoutilizzata. Inoltre con l'allungamento della speranza di vita e il miglioramento delle condizioni di salute in età avanzata, una fetta sempre più ampia di popolazione anziana si renderà disponibile a partecipare all'attività produttiva. In una prospettiva di lungo periodo, pertanto, un'età pensionistica prefissata e costante nel tempo non sembra realistica né auspicabile.

Lo sfruttamento dei possibili margini di crescita occupazionali della popolazione attiva, tuttavia, potrebbe non essere sufficiente a sostenere gli attuali tassi di crescita del reddito pro capite. Essenziale risulta la crescita della produttività del lavoro perseguibile sia attraverso l'innovazione tecnologica sia attraverso una maggiore qualità del capitale umano (che per la crescita è tanto importante quanto la quantità dello stesso). È pertanto auspicabile l'adozione di misure di politica economica che vadano in questa direzione.

Per valutare le conseguenze comportamentali dell'invecchiamento della popolazione, occorre ricordare che la conseguente sostanziale scarsità di lavoro rispetto agli altri fattori produttivi potrebbe determinare un incremento dei salari. Tale circostanza da un lato incentiverebbe gli individui a lavorare più a lungo (e in questa ottica bisognerebbe favorire il prolungamento delle carriere delle generazioni dei baby boom, mitigando per tale via la brusca riduzione del tasso di partecipazione alla vita produttiva), dall'altro potrebbe sortire l'effetto opposto, facendo aumentare la domanda di tempo libero.

Le indicazioni che si evincono al proposito dalla letteratura economica, pur con significative differenze legate alla struttura e alle ipotesi sottostanti all'analisi, forniscono supporto ad interventi mirati a rimuovere le frizioni di mercato che attualmente ostacolano la partecipazione al lavoro di importanti segmenti della popolazione e che, più in generale, impediscono agli individui di compiere scelte in grado di compensare gli effetti dell'invecchiamento della popolazione.

## 2 Prospettive nella regolamentazione

Il primo gennaio 2011 è entrata in vigore la legislazione che definisce, a livello europeo, il nuovo assetto della vigilanza finanziaria. La nuova architettura delle autorità di vigilanza mette parzialmente in discussione il modello di produzione della normativa comunitaria Lamfalussy, ovvero quel modello basato su direttive che definiscono i principi di *policy* (cosiddetto livello 1) e regolamenti



che disciplinano invece gli elementi di dettaglio (cosiddetto livello 2). Nonostante la produzione normativa sia stata sempre più orientata verso direttive di armonizzazione massima (con divieto di introdurre "regole aggiuntive" – cosiddetto *gold plating* – da parte degli Stati membri) e regolamenti direttamente applicabili senza necessità di recepimento a livello nazionale, il modello Lamfalussy ha evidenziato alcuni limiti strutturali rispetto all'obiettivo di realizzare un'effettiva armonizzazione del quadro regolamentare e di "livellare il campo di gioco" per prevenire arbitraggi fra paesi e giurisdizioni. Esistono infatti spazi per arbitraggi fra ordinamenti dettati, più che da differenze formali nel quadro giuridico, da divergenze nelle modalità tecniche di declinazione e applicazione della normativa comunitaria e da diversità nelle prassi di vigilanza e nei regimi sanzionatori.

Il legislatore comunitario ha assegnato, pertanto, alle nuove autorità un ruolo centrale nel garantire l'effettivo allineamento del sistema di regolazione dei mercati finanziari in ambito europeo. In particolare, esse potranno emanare standard tecnici giuridicamente vincolanti per le autorità nazionali in materia di modalità interpretative e applicative della disciplina comunitaria (limitatamente, tuttavia, alle aree espressamente previste dalla normativa comunitaria di rango primario e dopo una procedura di *endorsement* da parte della Commissione Europea). In materia di prassi e approcci di vigilanza, invece, le nuove autorità europee potranno emanare raccomandazioni e linee guida che non saranno giuridicamente vincolanti per le autorità nazionali, ma varrà il principio *comply or explain*.

La Consob, nel febbraio 2011, ha istituito vari Tavoli di confronto con l'industria e i risparmiatori aventi ad oggetto la concorrenza tra sistemi e regole di vigilanza, la semplificazione regolamentare e il *funding* delle banche. Obiettivo prioritario dei Tavoli è quello di individuare aree normative e prassi di vigilanza percepite come fonte di criticità dagli operatori o che possano apparire come fonti di svantaggio competitivo del mercato italiano nel confronto europeo e internazionale. I lavori dei Tavoli sono stati affrontati avendo riguardo per il contesto economico di riferimento oltre che in considerazione dell'attuale normativa comunitaria di riferimento e dell'esigenza di garantire la miglior tutela per gli investitori.

Le istanze dei diversi operatori portate all'attenzione della Consob sono molteplici ma, in linea generale, è emersa la necessità di una razionalizzazione della disciplina cui essi sono sottoposti. Ciò richiede un'attenta analisi delle ricadute previste in termini di tutela degli investitori. Infatti, sebbene tali interventi possano avere benefici certi nei confronti di emittenti e intermediari, vanno valutati attentamente i rischi di un abbassamento del grado di tutela del risparmio. Bisogna considerare tuttavia che, essendo tali interventi volti a razionalizzare la disciplina anche attraverso una semplificazione del quadro regolamentare, il grado di tutela dell'investitore possa risultare

potenzialmente accresciuto per i positivi effetti sulla comprensibilità degli adempimenti e del complesso di informazioni disponibili.

È ben noto, infatti, che la complessità delle regole non solo deprime lo sviluppo del sistema finanziario ma, in aggiunta, può risultare dannosa per la tutela del risparmiatore. Per tale motivo appare essenziale una razionalizzazione del complesso di norme che rendano chiaro il contesto regolamentare di riferimento.

In tale prospettiva, una delle strade che potrebbero essere intraprese prevede un *framework* che veda, quale obiettivo di lungo periodo, la realizzazione di una segmentazione degli emittenti basata su due regimi di adempimenti: da un lato un regime di adempimenti connessi al rispetto degli obblighi comunitari minimi e dall'altro un regime di adempimenti più impegnativo cui gli emittenti si sottopongano su base volontaria (in tal modo segnalando al mercato la propria maggiore "qualità"). Tali interventi consentirebbero alle società di gestione dei mercati regolamentati di creare (nell'ambito dell'autonoma definizione dei propri prodotti-mercato) segmenti che differenzino le imprese quotate in base ad una serie di requisiti di trasparenza e *corporate governance*.

L'introduzione di due regimi di adempimenti (come detto, ognuno caratterizzato dal rispetto da parte dell'emittente di specifici obblighi individuati *ex ante*), potrebbe porre rischi di scarsa chiarezza degli obblighi a carico dei soggetti vigilati. Si ritiene, tuttavia, che tali rischi possano essere minimizzati se le scelte effettuate dalle società sono caratterizzate da un livello sufficiente di evidenziazione. Occorre pertanto che i segnali inviati dalle società siano di facile comprensione per gli investitori, che devono essere messi nelle condizioni di svolgere scelte di investimento consapevoli. In tale quadro, appare quindi opportuno che la società di gestione del mercato individui appositi meccanismi che permettano agli investitori di distinguere le società in base al grado di tutela loro offerto.

Tale approccio di tipo *bottom-up* massimizza gli incentivi alla quotazione e alla permanenza sul listino, potendo le imprese scegliere l'assetto di *governance* più adatto. Infatti, saranno le stesse imprese a indicare alla società di gestione del mercato le modalità ottimali di segmentazione attraverso le scelte che loro stesse compiranno scongiurando, in tal modo, il rischio di creare *ex ante* segmenti che si rivelino poco attraenti *ex post*.

### 3 Prospettive per l'Italia

L'economia italiana nel 2010 ha registrato una debole ripresa economica dopo la pesante contrazione del PIL nel 2009. Nel quarto trimestre del 2010 il PIL dell'Italia ha mostrato una crescita congiunturale di appena lo 0,1 per cento, dallo 0,3 per cento del terzo trimestre. I consumi delle famiglie sono cresciuti in maniera modesta e gli investimenti fissi lordi si sono ridotti per la prima volta dalla fine del 2009. Anche la bilancia commerciale ha registrato un peggioramento con le esportazioni cresciute solo moderatamente (0,5 per cento nel quarto trimestre, dal 2,6 per cento nel terzo) e le importazioni che, al contrario, sono cresciute a ritmi elevati (3,4 per cento nel quarto trimestre, da 4,9 nel terzo). Gli indicatori congiunturali più recenti delineano la prosecuzione della ripresa nel primo trimestre del 2011 con il clima di fiducia delle imprese, rilevato dall'Istat, che ha raggiunto i livelli registrati prima della crisi internazionale.

Tale ripresa tuttavia appare ancora contenuta nel confronto con i principali paesi europei e risulta esposta a notevoli elementi di incertezza. Il Fondo Monetario Internazionale stima un tasso di crescita del PIL per l'Italia pari al 1,1 per cento nel 2011 e al 1,2 per cento nel 2012, mentre indica valori più elevati per l'area euro (1,6 e 1,8 per cento).

La ripresa italiana è trainata in questo momento soprattutto dalle esportazioni, con il PIL mondiale che ha ripreso a crescere nel 2010 e nei primi mesi del 2011. Tuttavia nel 2010 si è registrato anche un forte aumento delle importazioni in Italia, segnale che da un lato mostra la sempre maggior apertura della nostra economia al processo di globalizzazione ma che, dall'altro lato, evidenzia la perdita di competitività di molte aziende italiane, soprattutto di quelle di piccole dimensioni. Inoltre, dal punto di vista della domanda interna, il 2010 ha visto sia una contrazione della spesa pubblica (connessa alla necessità di riequilibrio del bilancio dello Stato) sia una crescita modesta dei consumi privati (principalmente connessa al cattivo andamento del mercato del lavoro). Inoltre, sebbene nel 2010 la situazione delle finanze pubbliche abbia mostrato un significativo miglioramento (con l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sceso al 4,6 per cento del PIL (dal 5,4 nel 2009), l'incidenza del debito pubblico sul PIL è aumentata di quasi 3 punti percentuali, arrivando al 119 per cento del PIL (con un debito pubblico pari a 1.843 miliardi di euro).

Da tali considerazioni appare evidente come la bassa crescita del nostro paese non sia un evento legato alla congiuntura economica quanto piuttosto un evento connesso alle caratteristiche strutturali della nostra economia quali, tra le altre, la mancata liberalizzazione di molti mercati di prodotti e servizi, la carenza di investimenti in ricerca e istruzione, una tassazione squilibrata che grava principalmente sui lavoratori dipendenti e sulle imprese deprimendo ancor di più lo sviluppo economico e i consumi. Proprio tale bassa crescita espone l'Italia alla crisi del debito pubblico. La

solvibilità di un soggetto debitore dipende, infatti, da due aspetti fondamentali: lo *stock* complessivo di debito e la capacità di produrre reddito in futuro.

La debolezza dell'economia italiana deprime, inoltre, l'andamento dei corsi azionari. Negli ultimi tre mesi il FTSE MIB ha avuto una *performance* negativa per circa il 13 per cento, nettamente peggiore rispetto alla *performance* registrata nello stesso periodo dagli indici di riferimento dei principali paesi europei. Le ultime settimane hanno poi visto un forte incremento del rischio paese percepito dai mercati con uno *spread* del BTP decennale sul Bund tedesco che si è notevolmente ampliato superando i due punti percentuali a inizio settimana.

Il 17 giugno, inoltre, l'agenzia di rating Moody's ha posto sotto osservazione per possibile *downgrade* il rating sui titoli del debito pubblico italiano. Le motivazioni di tale annuncio sono connesse alla debolezza strutturale dell'economia italiana che mostra basse prospettive di crescita, all'elevato livello del debito pubblico e all'impatto che un aumento dei tassi di interesse potrebbe avere sull'onerosità dello stesso. Come conseguenza, nei giorni successivi, Moody's ha posto sotto osservazione i rating di numerose imprese non finanziarie a partecipazione pubblica e quelli di molte delle principali banche del paese. Il 21 maggio già un'altra agenzia di rating, Standard & Poor's, aveva abbassato l'*outlook* sul debito pubblico italiano da stabile a negativo. Tali eventi hanno avuto ripercussioni anche sul mercato dei *credit default swaps*: nell'ultimo mese, in seguito all'abbassamento dell'*outlook* sul debito pubblico italiano da stabile a negativo da parte di Standard&Poor's, si è registrato un incremento dei premi sui Cds italiani di circa 28 punti base.

Dell'incremento del rischio paese percepito dal mercato stanno risentendo soprattutto gli istituti bancari italiani che, secondo le stime di Moody's (che come si è già ricordato ha posto sotto osservazione per una possibile revisione negativa il rating o l'*outlook* di molte banche italiane) la probabilità di *default* attesa su un orizzonte temporale di un anno per i principali gruppi bancari domestici è superiore a quella delle banche europee. Una conferma della percezione di un rischio maggiore per le principali banche italiane emerge, inoltre, dai rating impliciti nell'andamento dei corsi azionari e negli *spread* obbligazionari.

A fine marzo il Consiglio europeo ha inoltre approvato nuovi stringenti vincoli di finanza pubblica. L'obbligo di equilibrio del saldo strutturale di medio termine, già previsto nel Patto di stabilità e crescita, è stato rafforzato, prevedendo una dinamica di riduzione del rapporto debito/PIL in misura tale che ogni anno si accorci di un ventesimo la distanza che lo separa dalla soglia-obiettivo del 60 per cento. Gli obiettivi di bilancio per la riduzione del rapporto tra debito pubblico e PIL dovranno inoltre tener conto degli effetti negativi sulla spesa pubblica dell'invecchiamento della

popolazione, in termini di incremento delle spese sanitarie, di assistenza e pensionistiche. Per dare un'idea dell'importanza di quest'ultimo fattore sulla dinamica dei conti pubblici, si consideri che nel 2010 l'Italia rappresentava il secondo paese più anziano dell'OCSE dopo il Giappone, con solo 2,6 persone in età lavorativa (dai 20 ai 64 anni) per ogni persona con più di 65 anni. Tale caratteristica, connessa al basso grado di occupazione femminile rappresenta la causa dell'elevatissima spesa pensionistica del nostro paese (pari a circa il 14 per cento del PIL contro una media OCSE del 7 per cento) che il processo di risanamento dei conti pubblici dovrà necessariamente prendere in considerazione.

In aprile il governo italiano ha presentato i propri obiettivi per il riequilibrio dei conti pubblici e per la crescita, contenuti nel Documento di economia e finanza (DEF). Tali obiettivi sono coerenti con i nuovi vincoli europei, individuano correttamente le principali aree di criticità della nostra struttura economica ma, secondo vari osservatori economici, non individuano con chiarezza gli interventi da effettuare, in particolare per il triennio 2013-2014. Inoltre secondo il recente Rapporto dell'OCSE sull'Italia e le previsioni pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale in aprile, sussistono dubbi circa l'effettiva realizzazione degli obiettivi di finanza pubblica individuati nel DEF per il biennio 2011-2012.

Occorre considerare che un aggiustamento dei conti pubblici che rispetti il sentiero dettato dal Patto di stabilità e crescita, se non accompagnato da una crescita più sostenuta di quella registrata negli ultimi mesi, potrebbe risultare poco sostenibile poiché richiederebbe avanzi primari molto elevati che rischierebbero di deprimere ulteriormente l'economia.

Dare un impulso alla crescita della nostra economia risulta, pertanto, una necessità in questo momento storico ed economico. Da ogni parte si moltiplicano le ricette suggerite per ricondurre il nostro paese su di un sentiero di crescita sostenuta quali, ad esempio: l'incremento del grado di partecipazione delle donne e dei giovani al mercato del lavoro; la realizzazione di riforme strutturali della nostra economia che non prevedano costi per il bilancio dello Stato ma che, attraverso un miglioramento dell'efficienza sia del settore pubblico che di quello privato, diano un impulso alla crescita; l'adozione di strumenti efficaci di lotta all'evasione e all'elusione fiscale; la destinazione di maggiori risorse alla ricerca e all'istruzione, anche con il coinvolgimento dei privati; la riduzione delle imposte sulle categorie che sopportano il maggior carico fiscale al fine di incentivare una ripresa dei consumi attraverso un incremento del reddito disponibile.

## 4 Conclusioni

Le considerazioni sin qui svolte pongono in evidenza le innumerevoli incertezze che gravano sulla ripresa economica a livello globale e le peculiarità della situazione italiana.

La crisi che abbiamo attraversato, le cui ripercussioni appaiono evidenti ancora oggi, è stata il risultato dell'assunzione spregiudicata di rischi da parte di alcuni soggetti e alcuni settori dell'economia, dell'allontanamento di alcune banche di importanza sistemica dalla tradizionale attività di intermediazione creditizia, dell'elevato tasso di innovazione finanziaria che i mercati hanno sperimentato negli anni precedenti.

Tali fattori hanno minato la stabilità finanziaria e compromesso la crescita economica, con pesanti ripercussioni sui bilanci di molti Stati e con inevitabili riflessi politici e sociali.

In un tale contesto, la collaborazione tra Consob e Guardia di Finanza assume particolare rilievo. L'unione delle elevate professionalità che tali autorità esprimono può dare un contributo rilevante alla prevenzione di abusi di mercato e alla tutela dei risparmiatori che, in periodi di turbolenza finanziaria risultano essere compiti tanto più gravosi quanto più appaganti se svolti con successo.

L'avvio della stretta collaborazione tra le due autorità ha consentito infatti di affinare, in questi anni, gli strumenti di vigilanza a disposizione di entrambe e di esprimere maggiore incisività nell'azione di controllo e prevenzione degli abusi.

Continuare su questa strada appare come necessità al fine di salvaguardare gli interessi dei diversi soggetti che guardano alle nostre istituzioni come strumenti di tutela contro gli eccessi di una finanza che ha raggiunto elevati livelli di sofisticazione.