

## INTRODUZIONE

– *Al primo Volume della Collana* –

Il panorama delle Collane editoriali inerenti il diritto dell'economia ha contribuito a connotare, in un nuovo ambito di ricerca, il più recente dibattito sia della dottrina privatistica sia di quella pubblicistica interessate allo studio delle dinamiche evolutive e all'inquadramento sistemico di quei processi economico-giuridici ormai sempre più collocabili a livello europeo e globale.

I contenuti di questi ambiti di ricerca, spesso, non hanno esondato dagli argini posti dalla normativa a delimitare il settore scientifico disciplinare del diritto dell'economia (F. CAPRIGLIONE, *Riflessioni conclusive a margine di un convegno su «Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy»*, in *ApertaContrada*, 12 dicembre 2016) essendo, talvolta, legati ad una sua concezione distante dall'essere un'autonoma disciplina scientifica per considerarla, piuttosto, come una disciplina *oggettuale* riferita ai diversi sistemi ordinamentali ed interessata prevalentemente allo studio di normazioni regolative settoriali (M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995). E, in quanto tale, prevalentemente destinata alla ricerca e all'analisi, per l'appunto, "settoriale" da parte dei giuristi di formazione pubblicistica, risolvendosi, spesso, in una trattazione di tematiche in cui, essenzialmente, l'economico è rilevante per il giuridico.

La Collana che qui si avvia con questo primo Volume, dedicato ad un tema di stretta attualità quale è quello del risparmio, vorrebbe incentrarsi, non dimenticando il quadro metodologico già sperimentato, sulla portata degli studi che si occupano della variegata regolazione dei sistemi economici nelle loro interrelazioni [V. ATRIPALDI, *La Costituzione economica tra "patto" e "transizioni"*, in V. Atripaldi-G. Garofalo-C. Gnesutta-P.F. Lotito (a cura di), *Governi ed Economia. La transizione istituzionale nella XI Legislatura*, Torino, 1998, 3 e ss.], oggi transnazionali, partendo dalla nuova attenzione che la dottrina di avanguardia – anche internazionale – pone alla peculiare relazione dialettica che governa i fatti economici e il diritto, indipendentemente dalla rigidità e dal formalismo degli ordini statuali, secondo una visione "multilivello" che va oltre l'identità valoriale fondata sulla *lex mercatoria* (M.R. FERRARESE, *Diritto sconfinato*, Roma-Bari, 2006; F. GALGANO, *Lex mercatoria. Storia del diritto commerciale*, Bologna, 2001).

Se si pensa alla stessa considerazione storica della nascita del diritto commerciale (T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale*, Milano, 1962; A. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992) che ha per primo affrontato la speciale regolazione e la vocazione universale e transnazionale, rispetto al diritto privato,

del diritto degli atti di commercio e del diritto privato delle imprese, nonché di tutti i rapporti economici in cui normalmente l'impresa si sviluppa, non si ha comunque la percezione immediata della rilevanza del fatto economico.

Tale percezione si manifesta, per la prima volta, all'inizio del Novecento, in Germania, dove i fatti economici sono studiati con l'obiettivo di verificare la loro capacità di incidere sul diritto. Questa opzione metodologica viene via via tralasciata con il consolidarsi dello *status quo* definito nell'immediato secondo dopoguerra e per la collegata (e apparente) semplificazione che ne deriva, in particolare, per le scienze sociali. Tuttavia, il contributo dell'economia politica avrebbe presto rimarcato la rilevanza della geografia del pensiero economico e della "trasmissione internazionale" delle idee e delle dottrine in un percorso di circolazione delle teorie che già allora cominciava a travalicare i confini nazionali e, ancor più, i confini linguistici [J. SPENGLER, *Notes on the International Transmission of Economic Ideas*, in *History of Political Economy*, 1970, 133 ss.; e per la ricostruzione della portata applicativa P. BARUCCI (a cura di), *Le frontiere dell'economia politica*, Firenze, 2003, 9-29]. Favorendo, altresì, un'analisi incentrata sul rilievo assunto dal pensiero economico nel promuovere il ruolo dell'innovazione teorica sulle scelte di politica economica, specificamente attuate dai diversi sistemi politici in funzione della *regolazione dell'economia*. Da quel momento in poi, istanze di natura geopolitica ed economica contribuiranno non poco ad incidere sui modelli di rappresentazione della relazione tra fatti economici e diritto, ormai caratterizzata da una complessità giuridica che la dottrina più recente non ha potuto esimersi dall'affrontare oltre i limiti di quel metodo nato negli anni '60 e associato anche all'analisi economica del diritto (T. KIRAT, *Economie du droit*, Paris, 2012; sul diverso ruolo dell'investigazione giuseconomica si v. G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics. Essays in Reform and Recollection*, New Haven-London, 2016, 35 ss.).

È noto, in questo alveo, il dibattito che si è aperto negli anni novanta in Italia, scaturito dalla prima consapevolezza di quali sarebbero stati gli effetti derivanti dalla profonda trasformazione suscitata dalla strutturazione del sistema economico delineato dai Trattati dell'Unione a partire da Maastricht in poi. Dibattito caratterizzato anche dalla ricerca di formule nuove per mezzo delle quali si è tentato di dare risposta agli interrogativi nati dall'esigenza di misurare la completezza ed attualità di una teoria che vedeva ancora il diritto in posizione di primazia nell'ordinamento del mercato. Una realtà che era quindi studiata, su altri versanti, riaffermando la centralità dei presupposti giuridici delle descrizioni economiche (N. IRTI, *Introduzione Diritto e mercato*, in AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999). Anche grazie a questo dibattito, si è avuta piena contezza della complessità dei temi oggetto della ricerca del giuseconomista che richiede oggi inevitabilmente una visione moderna e unitaria dei fenomeni economici rispetto alle poliedriche interpretazioni orientate dalla regolazione giuridica o dalla semplice e "tranquillante" qualificazione di un settore o categoria disciplinare del diritto, anche se efficacemente o comunicativamente definita come "*diritto dell'economia*".

Le ragioni individuabili sono molteplici. La natura stessa dei temi, la tecnicità sempre più rilevante, la trasformazione del diritto e la sua frammentazione ordina-

mentale, suggeriscono l'esplorazione di metodi alternativi di ricerca e di interpretazione dei fatti economici che consentano una visione unitaria di realtà ormai complesse, e ciò oltre la rivendicazione esclusivamente "editoriale" che asserisca l'unità giuridica della disciplina.

L'obiettivo che ci si pone è quello di considerare la poliedrica sfaccettatura dei temi economici attraverso un metodo di ricerca ed analisi fondato principalmente sulla teoria delle istituzioni, come proposta originariamente da Giuseppe Guarino (G. GUARINO, *Riflessioni sulle teorie economiche e sulla teoria delle istituzioni*, in *Diritto e cultura*, 1-2, 2004). L'opera, *in primis*, di giuristi, economisti, aziendalisti, matematici ma anche di altri studiosi della realtà sociale, politica ed economica, deve essere quella di individuare nella complessità del fenomeno la sua tipizzazione di sintesi. L'approccio, a tal fine, non può che essere "transdisciplinare".

Lo si deve alla natura ormai unificante del diritto dell'economia che non si limita ad intervenire su categorie e schemi già codificati o ritenuti cogenti ma tende a rendere duttili i modelli di approccio alle interrelazioni tra il sistema giuridico e quello economico, per creare un ordinamento unitario e orientare la plurivocità delle possibili interpretazioni, evitando una proliferazione indistinta di soluzioni [E. PICOZZA, *Diritto dell'economia: strumento di unificazione*, in M. Cafagno-F. Manganaro (a cura di), *L'intervento pubblico nell'economia. A 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana*. Studi a cura di L. Ferrara-D. Sorace, Firenze, 2016]. E ciò, rispetto a temi e questioni che il diritto dell'economia può far rivivere sulla base di un fondamento anche applicativo omogeneo e *naturaliter* combinato alla dimensione evolutiva, in termini spaziali e temporali, dei profili sostanziali dello *ius commercii* e *mercatorum* destinati a rinnovarsi tradizionalmente nell'originario e immutato tessuto ordinativo di regolazione dei fenomeni economici.

In tal senso, l'opera costruttiva e metodologica che caratterizza il diritto dell'economia tende a permeare altri settori disciplinari che non trovano più elementi di distinzione, come dimostrano molti recenti contributi di giurprivatisti e giuscommercialisti peraltro sollecitati dagli studiosi del diritto costituzionale, europeo e internazionale che hanno avvertito l'esigenza di affidarsi a metodi di ricerca connotati da una profonda conoscenza degli elementi concettuali tipici del diritto dell'economia e dell'ordinamento giuridico dei mercati.

La Collana si concentrerà, pertanto, sullo studio dei temi di maggiore attualità che sono ricondotti tipicamente nell'ambito del diritto dell'economia e della regolazione economica, auspicando l'adozione, appunto, di un metodo di analisi fortemente orientato alla transdisciplinarietà. Particolare rilievo sarà dedicato all'analisi del diritto europeo dell'economia, con attenzione alla trasformazione evolutiva del diritto della concorrenza, del diritto dei consumatori, del diritto dei mercati finanziari, del diritto bancario e del diritto dell'economia nel sistema dei diritti sociali e dei servizi a partecipazione pubblica.

\*\*\*

In questo primo Volume, si è scelto di avviare una riflessione su quello che i Padri costituenti qualificarono, con lungimiranza, come "*risparmio popolare*".

Perché si è scelto proprio questo ambito di ricerca? Si tratta di un tema che, a nostro avviso, risulta, forse ancor più di altri, espressivo dei profondi mutamenti che stanno intervenendo, per via del trasformato assetto economico-finanziario, su quello sociale e politico.

Riflettere sull'effettività delle forme di tutela del risparmio previste dall'ordinamento nazionale, sulla loro "compatibilità" con il mutato quadro di riferimento istituzionale, porta ad interrogarsi, in chiave attuale, anche sulla possibile concreta utilità di norme di favore destinate specificamente al risparmio popolare; norme che, come noto, fin dalla loro approvazione all'interno della Carta costituzionale, sono state considerate marginali rispetto alla lettura complessiva dell'art. 47 Cost.

La stessa dottrina, quando non ha confinato il dibattito sul secondo comma dell'art. 47 Cost. nel limitato perimetro delle questioni esegetiche e della portata programmatica della disposizione, ha comunque trascurato di esaminarne la ricaduta in termini sociali ed economici, riconducendone il "senso" giuridico a quello più immediato e di concreta attuazione stabilito nella prospettiva funzionale del primo comma. Da questo angolo di visuale si è riaffermata, anche nella più recente produzione normativa, l'idea che la mediazione legislativa del principio costituzionale in parola fosse garantita dalla considerazione del risparmio popolare quale "vincolo interno" alla legge, proiettato verso soluzioni regolative desumibili dalla dimensione sia funzionale che finalistica della disposizione costituzionale.

L'idea di promuovere una giornata di studi <sup>1</sup>, prima, e, poi, di pubblicare un Volume sul risparmio popolare nasce anche grazie all'iniziativa di Mariangela Atripaldi, che, con viva lungimiranza, ha svolto, da ultimo, in una sua opera monografica, una ricostruzione articolata delle dinamiche attuative dell'art. 47, secondo comma, Cost. (M. ATRIPALDI, *La tutela del risparmio popolare nell'ordinamento nazionale. Dinamiche attuative dell'art. 47, II comma, Cost.*, Napoli, 2014).

Nel suo lavoro Mariangela Atripaldi muove da una ricognizione dello "strumentario" giuridico sviluppato nel tempo dall'ordinamento per tutelare e favorire l'accesso del risparmio popolare verso la proprietà dell'abitazione, la proprietà diretta coltivatrice e il diretto ed indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. L'analisi condotta dall'Autrice suscita una serie di possibili riflessioni su quella che è stata, è, e, soprattutto, potrà essere in futuro l'effettività dell'art. 47 Cost. nel contesto economico, politico e sociale che si sta consolidando.

Per usare le sue stesse parole, l'Autrice si chiede se l'art. 47 Cost. «*contenga in sé un nucleo idoneo a resistere al processo economico, finanziario ed istituzionale in atto*» (cit., 198-199). Processo in cui, come sottolinea inequivocabilmente Paolo Grossi, «*il potere economico (...) si è dato una efficiente organizzazione a livello globale, autonoma dagli ordinamenti statuali e internazionale e prescindente dall'ausilio e dalla tutela degli Stati*» (P. GROSSI, *Ritorno al diritto*, Roma, 2015, 49).

---

<sup>1</sup> Organizzata il 27 ottobre 2016 presso la Sala Convegni dell'Area delle Scienze sociali dell'Università degli Studi di Firenze con il patrocinio del Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa e la Scuola di Economia e Management dell'Ateneo fiorentino.

La risposta al quesito che Mariangela Atripaldi pone alla conclusione del suo libro, dunque, appare ora più che mai imprescindibile non solo per riconsiderare le ragioni ontologiche della presenza, nell'ordinamento costituzionale, di una norma dedicata specificamente alla tutela del risparmio in tutte le sue forme e al *favor* del risparmio popolare, ma anche in conseguenza degli eventi di stretta attualità che hanno interessato il sistema bancario nazionale e coinvolto quei "portatori" di risparmio, largamente inquadrabili nel risparmio popolare delineato dalla Carta.

Lo si evince anche dal tenore dispositivo dei provvedimenti legislativi che si sono succeduti dal momento in cui si sono palesati gli effetti che l'adesione remissiva alla regola del "*bail-in*" avrebbe potuto causare a molti di tali risparmiatori. La diga posta a tutela dei piccoli risparmiatori ha ceduto e, così, il legislatore si è trovato di fronte alla necessità di immaginare una soluzione di compromesso, per così dire, che ne limitasse gli inevitabili effetti dirompenti sulla tenuta sociale e sulla stabilità del sistema finanziario nazionale.

Ecco, allora, che i piccoli risparmiatori, ai fini dell'accesso alle procedure di rimborso individuate dal Governo nel Capo II del decreto legge n. 59/2016<sup>2</sup>, sono qualificati dall'art. 8, comma primo, lett. a) di detto provvedimento legislativo – con il quale, come noto, si mettono in liquidazione coatta amministrativa la Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.a., la Banca delle Marche S.p.a., la Banca popolare dell'Etruria e del Lazio S.p.a., la Cassa di risparmio di Chieti S.p.a. – come quegli "investitori" «persona fisica, (l')imprenditore individuale, anche agricolo, e (il) coltivatore diretto, o (il) suo successore *mortis causa*» che hanno acquistato gli strumenti finanziari subordinati indicati nell'articolo 1, comma 855, della Legge di stabilità per il 2016, nell'ambito di un rapporto negoziale diretto con la banca in liquidazione che li ha emessi. E che per intervento successivo del legislatore – con il decreto legge n. 237 del 23 dicembre 2016<sup>3</sup> – vedranno allargarsi la platea anche al coniuge, al convivente *more uxorio*, ai parenti entro il secondo grado che si trovano in possesso dei predetti strumenti finanziari a seguito di trasferimento con atto tra vivi.

Se ci si limita al tenore letterale della disposizione legislativa sopra richiamata sembra quasi che essa voglia riecheggiare il secondo comma dell'art. 47 Cost., laddove fa riferimento a categorie sociali inquadrabili tra i portatori di risparmio popolare, circoscritto al risparmio familiare e facoltativo.

Già ben prima del dibattito in Assemblea Costituente gli scandali finanziari di inizio Novecento avevano fatto emergere la necessità di garantire la funzione pubblicistica del risparmio attraverso quelle speciali banche che erano le Casse di risparmio, definite da Ingresso, nel Nuovo Digesto del 1939, «strumento esclusivo e necessario della organizzazione del risparmio quale funzione di Stato».

Con il passaggio da un sistema economico di tipo corporativo ad uno di mercato, in particolare, da ultimo, per effetto degli interventi del legislatore europeo sia sul

---

<sup>2</sup> Convertito con modificazioni nella legge 30 giugno 2016, n. 119.

<sup>3</sup> Poi convertito con modificazioni nella legge 17 febbraio 2017, n. 15.

sistema creditizio nazionale sia sul mercato dei capitali, la dimensione funzionalistica della tutela lascia gradualmente spazio a quella contrattualistica focalizzata sulla rimozione degli effetti distorsivi dovuti all'asimmetria informativa subita inevitabilmente dal consumatore al dettaglio dei servizi finanziari. Il risparmio, in generale, e nella specie quello popolare vive così, per usare un'espressione di Karl Meessen, di una propria dualità istituzionale oscillante tra due esigenze: da un lato, la "giustizia distributiva" e, dall'altro, la "giustizia contrattuale" (K. MEESSEN, *Economic Law in Globalizing Markets*, The Hague, 2004, 15 ss.).

Il risparmio considerato dall'art. 47 Cost., infatti, non è solo oggetto essenziale dei contratti che lo legano ai beni materiali (abitazione, proprietà diretta coltivatrice) e immateriali (*securities*) nei quali si trasforma, ma è anche bene economico irrinunciabile per garantire il benessere dei singoli e promuovere lo sviluppo del sistema economico nazionale. Bene economico che assume la sua caratterizzazione nell'interesse patrimoniale che trova una conseguente formalizzazione giuridica nell'ambito del risparmio finalizzato quale oggetto di diritti sottoposti alle regole contrattuali che si confrontano, oggi inevitabilmente, con la configurazione data dall'indirizzo politico-istituzionale di matrice europea.

Riprendendo le parole di Alberto Bertolino, già eminente accademico dell'Ateneo fiorentino e a lungo Preside dell'allora Facoltà di Economia e Commercio, «[...] l'opportunità della tutela è in relazione alla funzione essenziale, necessaria del risparmio nello sviluppo dell'economia. Ma è, certamente, anche suggerita dall'esperienza di questi ultimi decenni (e di un più lontano passato) di svalutazioni monetarie, di giochi borsistici e di deficienze del sistema bancario che hanno ridotto e talvolta polverizzato i risparmi [...]». E ancora, «[...] è significativo che la Costituzione nella sua prima parte, dedicata all'ordinamento delle relazioni sociali e personali del cittadino, abbia voluto far posto, destinandovi tutto il terzo titolo, all'economia. È il riconoscimento di una tendenza storica che, fra negazioni ed esaltazioni del fatto economico come fondamento della struttura sociale, va dimostrando che una vera democrazia non è soltanto politica, ma economica e sociale» (*Commentario sistematico alla Costituzione italiana*, diretto da P. Calamandrei e A. Levi, Firenze, 1950, 407 e ss.).

Come osserva Pier Luigi Ciocca in un suo recente libro (*Ai confini dell'economia*, Torino, 2016, 84) circa tre quarti della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane riguarda unità il cui capo-famiglia è un lavoratore dipendente o un pensionato ex lavoratore dipendente. Si tratta di valori rilevanti se si considera che il totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie era, nel 2014, pari a circa 3.900 miliardi di euro correnti secondo quanto riportato nel Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia del 16 dicembre 2015. La ricchezza destinata alla proprietà dell'abitazione, come emerge dallo stesso documento della Banca d'Italia, negli ultimi venti anni, si è più che raddoppiata mai dopo la crisi finanziaria globale del 2008, è diminuita, seppur di poco, passando da 5.080,5 a 4.952,1 miliardi in euro correnti. Le famiglie, tuttavia, detengono ancora più del 90 per cento del patrimonio residenziale complessivo. Anche lo *stock* di terreni agricoli, secondo i dati riportati dall'Istat nel *report* sulle attività non finanziarie dei settori istituzionali, pubblicato il 27 maggio 2015, è quasi per il 90 per cento di proprietà delle famiglie. La lettura di questi dati



conferma quanto sia attuale la riflessione sulla presenza nella Carta costituzionale di una norma sul *favor* del risparmio popolare e sugli effetti che tale norma ha prodotto o meno sul sistema economico nazionale.

A tal proposito, numerosi sono gli spunti di riflessione che offrono studiosi di varia estrazione (economisti, aziendalisti e giuristi) coinvolti nel progetto di ricerca, prima, e in questa iniziativa editoriale, poi.

Invitando alla lettura dei singoli contributi, si offre, qui, intanto, un cenno sul contenuto di tali interventi.

MAURO LOMBARDI ci presenta, in apertura, un'ampia e approfondita analisi della crisi finanziaria globale in funzione degli effetti che essa ha prodotto sul risparmio, tanto da essere ritenuto strumento di potenziale instabilità endogena ai sistemi economici.

UGO BIGGERI pone la sua attenzione sui limiti intrinseci di una legislazione finanziaria finalizzata principalmente a ridurre l'asimmetria informativa tra risparmiatori e intermediari finanziari e sull'utilità di avviarsi convintamente verso la ricerca di forme alternative di tutela.

FRANCESCO CIAMPI, dopo una ricostruzione dell'incidenza dei crediti deteriorati sui bilanci delle banche italiane, propone di superare l'assetto regolativo del mercato finanziario di tipo "twin-peaks" – incentrato fondamentalmente su una ripartizione funzionalistica dei compiti affidati a Banca d'Italia e Consob – con l'istituzione di un'*authority* specificamente preposta alla protezione ed alla tutela del risparmiatore, sull'esempio di quanto avvenuto negli Stati Uniti dove, con il *Dodd-Frank Act*, si è introdotto il *Consumer Financial Protection Bureau*.

LORENZO GAI e FEDERICA IELASI proseguono il percorso argomentativo dei precedenti Autori, proponendosi di verificare come si sia modificato, con l'entrata in vigore delle norme sul "bail-in", il grado di tutela di correntisti e obbligazionisti delle banche italiane.

LAURA MAGI estende la riflessione alla dimensione *extra ordinem*, evidenziando garanzie e limiti delle tutele predisposte dall'ordinamento internazionale e dall'Unione europea con riferimento al risparmio individuale, per poi interrogarsi sui possibili profili di incostituzionalità della normativa nazionale pedissequamente traspositiva della direttiva "bail-in".

GIANFRANCO MARTIELLO si sofferma sul ruolo del diritto penale nella prevenzione e repressione di quei comportamenti che appaiono "distorsivi" rispetto a quelli che, in un'ottica di piena correttezza, gli stessi intermediari finanziari dovrebbero tenere nei confronti dei risparmiatori, per poi immaginare una "terza via" sanzionatoria.

ANDREA BUCELLI apre la serie di contributi più direttamente attinenti il secondo comma dell'art. 47 Cost., con uno scritto dedicato a quel bene incoraggiato che è l'abitazione di proprietà, soffermandosi, in particolare, sull'*housing sociale* e sui contratti *rent to buy*.

NICOLA LUCIFERO si sofferma sull'analisi delle forme giuridiche di incentivazione della proprietà diretto-coltivatrice, muovendo dalla constatazione che in questo caso è perseguito un fine ultroneo rispetto alla mera acquisizione della proprietà, poiché siamo di fronte ad una politica di investimento funzionale a "rendere" imprenditore

un soggetto ritenuto economicamente più debole oppure ad attribuirgli un *favor* attraverso il quale creare le condizioni di sviluppo della propria azienda.

MASSIMO ARAGIUSTO esamina le forme di intervento pubblico incentivanti il risparmio destinate al prestatore di lavoro, soffermandosi, in particolare, sulla prospettiva delineata dai Costituenti all'art. 46 Cost., ovvero il coinvolgimento dei lavoratori nella gestione dell'azienda, e aprodo così la riflessione sull'ultima parte del secondo comma dell'art. 47 Cost. dedicata al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese.

SILVIA TURELLI si occupa dei due profili sui quali il diritto societario è intervenuto in relazione al terzo *favor*, vale a dire, da un lato, la struttura finanziaria della società per azioni e, dall'altro, gli assetti del governo societario.

Quindi, FELICE MAURIZIO D'ETTORE tratta un tema assai delicato e rappresentativo delle trasformazioni in atto nel diritto e nell'economia, ovvero delle norme che hanno condizionato l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci delle banche cooperative e per le quali è attesa, al momento in cui questo Volume è dato alle stampe, la pronuncia della Consulta.

NICOLETTA VETTORI intende verificare se il sistema di regolazione dei mercati finanziari, che vede le autorità amministrative inserite in un articolato circuito di livello europeo e internazionale, sia conforme alle esigenze di promozione e tutela del risparmio popolare poste dalla disposizione costituzionale.

SERENA STACCA si concentra, invece, sulle forme di autoregolamentazione adottate dagli operatori dei mercati finanziari e sul loro contributo fattuale e concretamente attuativo della finalità di tutela del risparmio.

FILIPPO ZATTI, proseguendo la disamina del *favor* dell'investimento azionario, si sofferma, innanzitutto, sull'esegetica di questa disposizione costituzionale, per avviare, poi, un'ulteriore riflessione sulle criticità dell'assetto regolativo del mercato dei capitali, osservando come esse abbiano contribuito a scoraggiare la partecipazione dei risparmiatori al realizzarsi di quel sistema di democrazia economica nel quale i Costituenti intravedevano un irrinunciabile strumento di consolidamento del sistema democratico. E ciò prescindendo, evidentemente, dal grado di educazione finanziaria dei risparmiatori.

La serie dei contributi si chiude con le riflessioni di sintesi che MARIANGELA ATRIPALDI ha espresso al termine della giornata di studi.

Ci sia consentito concludere con le parole di Federico Caffè alle quali attingiamo per manifestare un'esigenza di orientamento che pare non essersi smarrita al mutare dei tempi: «*Così, oggi, ci si trastulla nominalisticamente nella ricerca di un "nuovo modello di sviluppo". E si continua ad ignorare che esso, nelle ispirazioni ideali, è racchiuso nella Costituzione; nelle condizioni tecniche è illustrato nell'insieme degli studi della Commissione economica per la Costituente*».

Firenze, Novoli, ottobre 2017



# IL RISPARMIO DA MECCANISMO PROPULSORE DELL'ECONOMIA CAPITALISTICA A "POTENZIALE DI INSTABILITÀ" ENDOGENO AL SISTEMA ECONOMICO

*Mauro Lombardi*

SOMMARIO: 1. Aspetti significativi del contesto economico-finanziario odierno. – 2. L'epoca odierna: “*the low rates world*” (The Economist, 24-9-2016). – 3. Gli agenti nel “*the low rates world*”: emergere di comportamenti destabilizzanti. – 4. *Pattern* ricorrenti negli ultimi due secoli: sequenze di fasi analoghe, ma differenti. – 4.1. La Rivoluzione delle ICT. – 5. La Grande Recessione: le risposte efficaci delle autorità e i meccanismi generatori di instabilità. – 6. La trasformazione del risparmio in potenziale di instabilità endogena. – 6.1. È possibile uscire dalla situazione esistente?

## 1. *Aspetti significativi del contesto economico-finanziario odierno*

La crisi del 2007-2008 non è del tutto superata e l'Italia sembra essere tra i Paesi che incontrano le maggiori difficoltà nell'intraprendere un percorso virtuoso di recupero dei livelli pre-crisi di attività e produzione della ricchezza. In un quadro finanziario mondiale ancora caratterizzato da politiche di accomodamento monetario (*quantitative easing*, da ora QE), la crescita nel 2015 è stata contenuta, dal momento che i segnali di ripresa nelle economie avanzate sono stati più che compensati dal “rallentamento dei Paesi emergenti” (BCE, 2016: 6-7), mentre segnali di ripresa ciclica sono emersi nell'ultimo scorcio del 2016 e nei primi mesi del 2017. Nelle economie avanzate il contesto generale è rimasto favorevole per il basso prezzo del petrolio, che peraltro è recentemente aumentato (vedi oltre), mentre il costo ridotto delle materie prime e le condizioni di finanziamento particolarmente vantaggiose hanno consentito una buona tenuta della domanda mondiale, nonostante che il secondo e terzo fattore prima indicati abbiano ridotto le potenzialità di crescita delle economie esportatrici.

Tuttavia, elemento di riflessione è dato dall'interscambio mondiale ancora a livelli inferiori alla media ormai da quattro anni. Le cause fondamentali di questo andamento possono essere individuate sia nelle modeste dimensioni della ripresa mondiale, sia nella composizione della domanda del PIL, in quanto sono molto deboli le spinte derivanti dagli investimenti, che sono una delle componenti a più elevata intensità di importazioni.

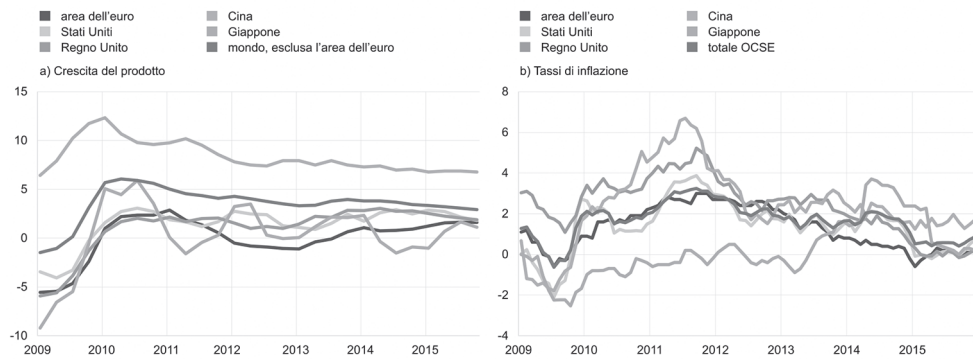
L'andamento contenuto del prezzo delle materie prime e dei costi energetici,

nonostante le politiche monetarie accomodanti, hanno certamente determinato le quasi inesistenti spinte inflattive, mentre i tassi di crescita delle economie sono apparsi diversificati: +2,4% (invariato) quello Usa, volatile al di sotto dell'1% in Giappone, in rallentamento sia in Inghilterra (+2,2%) che in Cina (dal 7,3% del 2014 al 6,8% del 2015). L'area dell'euro ha evidentemente risentito della politica attuata dalla BCE, fino a consentire che i tassi di interesse raggiungessero "nuovi minimi storici": l'eccesso di liquidità ha spinto verso il basso i rendimenti dei titoli di Stato con il programma di acquisti di attività del settore pubblico, e al tempo stesso ha favorito il rialzo dei corsi azionari verso attività più rischiose (Figg. 1 e 2).

Fig. 1 – *Andamenti delle principali economie ed Evoluzione dei prezzi delle materie prime, 2009-2015*

Principali andamenti in alcune economie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali; dati mensili)

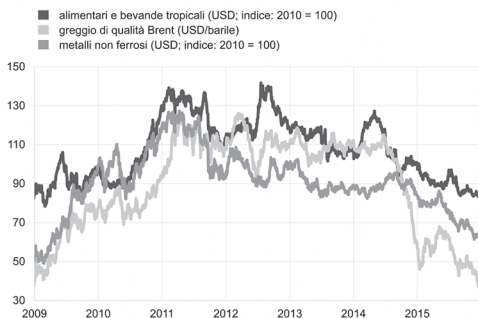


Fonti: Eurostat e dati nazionali.

Note: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati. L'inflazione è misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito e sull'IPC per gli Stati Uniti, la Cina e il Giappone.

### Prezzi delle materie prime

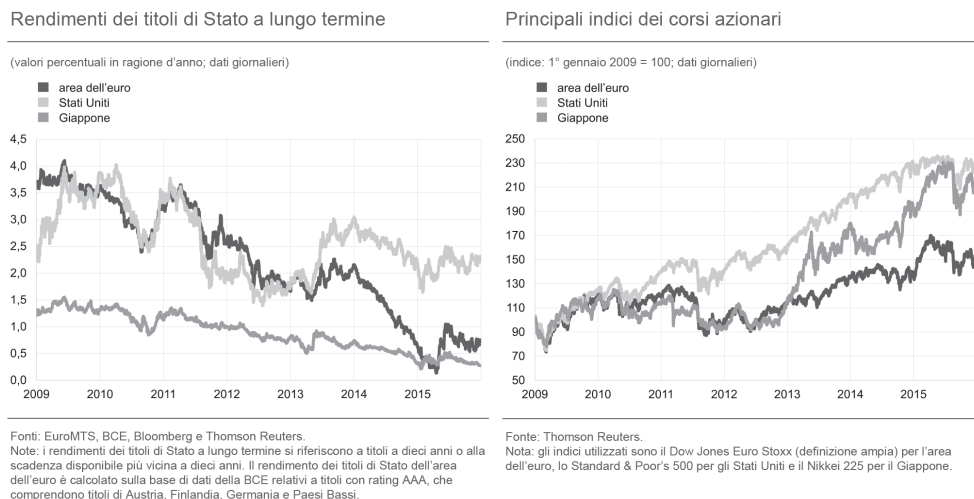
(dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg e Hamburg Institute of International Economics.

Fonte: BCE, Rapporto annuale per il 2015. Grafici 1 e 2

Fig. 2 – Rendimenti di titoli pubblici e andamenti dei corsi azionari



Fonte: BCE, Rapporto Annuale per il 2015, Grafici 5 e 6

Nonostante un incremento della volatilità nella seconda metà del 2015 per gli eventi correlati alla Grecia e alla Cina, il trend descritto verso il prezzo elevato delle attività finanziarie non si è modificato e i costi di finanziamento (in termini nominali e reali) sono rimasti bassi. Dato il livello storico minimo, raggiunto dai tassi di interesse e dal prezzo delle attività, la ricchezza delle famiglie dell'area euro è aumentata, perché sono al contempo cresciuti i prezzi delle abitazioni.

Dalle linee essenziali del quadro tratteggiato emergono chiaramente gli elementi di "un'era di bassi tassi di interesse", che sta suscitando in analisti e commentatori reazioni miste di sollievo e preoccupazione.

Il *Global Financial Stability Report* del Fondo Monetario Internazionale (IMF, 2016) descrive uno scenario economico-finanziario connotato da incertezza e ostacoli alla crescita, mentre sono in aumento i rischi economici, finanziari e politici. Le prospettive di crescita e il ripristino di condizioni di stabilità finanziaria dipendono dalle scelte strategiche e politiche con cui si affronteranno una triade di sfide globali: 1) pesante retaggio del passato nelle economie avanzate; 2) elevata vulnerabilità delle economie emergenti, 3) rischi sistemici di liquidità dei mercati.

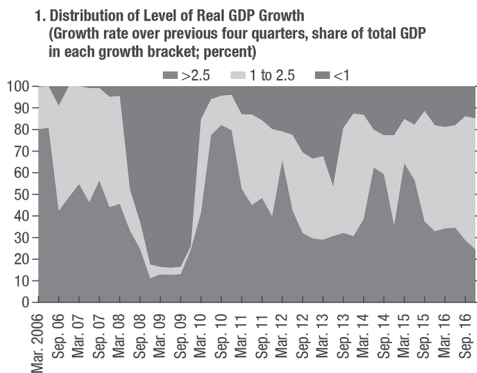
Le economie avanzate devono fronteggiare le "eredità" della crisi: 1) in Europa il volume di crediti in sofferenza (*Non Performing Loans*, NPL), che espongono il sistema bancario a rischi di crisi elevati e diffusi; 2) negli Usa il sostegno pubblico al mercato immobiliare rimane molto consistente.

Intanto, potenziali rischi sistemici cominciano a profilarsi anche nel settore assicurativo. Nelle economie emergenti vi è un chiaro indebolimento della crescita, con prezzi decrescenti delle materie prime e condizioni creditizie più restrittive, unitamente ad un incremento della volatilità dei flussi di portafoglio. Ciò determina una contrazione delle spese per investimenti e la diffusione di impulsi negativi sull'apparato finanziario e creditizio. Ne deriva che occorre agire con strumenti e politiche dirette a favorire la resilienza dei mercati rafforzando le condizioni di liquidità.

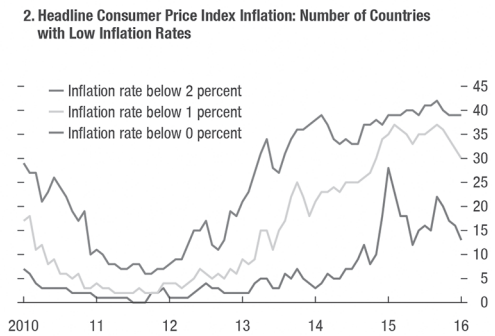
Il *Global Financial Stability Report* dell'Ottobre 2016 (IMF, 2016) delinea un quadro sostanzialmente invariato dal punto di vista strutturale, mentre in un orizzonte di breve termine sembrano ridursi i rischi del dopo-Brexit, grazie agli interventi di Fed e Bce. Negli Usa il mercato finanziario ha raggiunto livelli record e la volatilità appare diminuita. In realtà, però, vi sono crescenti rischi a medio termine per l'azione congiunta di fattori ciclici e strutturali che minacciano le istituzioni finanziarie. Previsioni disinflazionistiche, curve di rendimento più piatte, problemi connessi all'eredità di un passato problematico, incertezza normativa e regolamentare sono gli elementi di natura congiunturale. Al tempo stesso la necessità di cambiamenti strutturali del loro modello di business ha generato spinte verso il basso nella capitalizzazione di mercato delle banche dei Paesi avanzati: -430 miliardi di dollari dall'inizio del 2016. Al tempo stesso, inoltre, è visibile un chiaro rallentamento della crescita, un'inflazione stabilmente bassa e un aumento dell'incertezza, mentre le prospettive a medio termine inducono a ritenere che i tassi di interesse prossimi allo zero siano destinati a durare a lungo (Fig. 3).

Fig. 3 – Livelli del PIL e andamento dei tassi di interesse

Much of the world economy has mediocre or falling growth ...



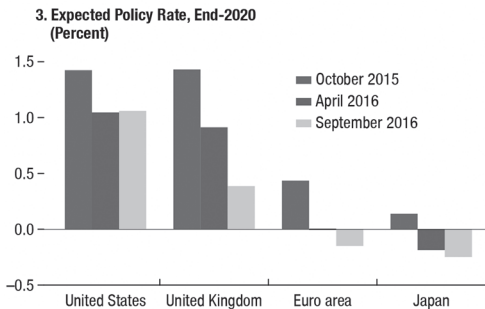
... persistent deflationary pressures ...



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

Sources: Haver Analytics; and IMF staff estimates.

... and ever lower expected terminal rates ...

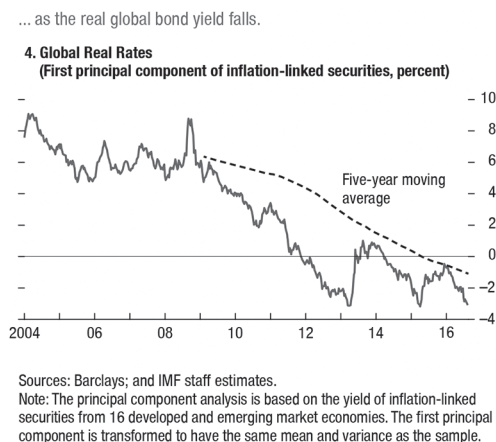


Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

Fonte: IMF, 2016, Fig. 1.6

Il dato di fondo più rilevante ai nostri fini è costituito dal livello negativo dei tassi di interesse reali sui titoli a lungo termine (Fig. 4).

Fig. 4 – Andamenti dei tassi di interesse reali



Fonte: IMF, 2016, Fig. 1.6

Ben precisi fattori determinano la traiettoria discendente dei rendimenti: gli acquisti delle Banche Centrali in ossequio alle politiche monetarie accomodanti, l'accresciuta domanda da parte di grandi categorie di investitori (fondi pensioni e assicurativi), l'aumento di incertezza politica a vari livelli, il diffondersi di timori circa una possibile *secular stagnation*.

Dall'Ottobre del 2016 sembra essere iniziata negli USA un'inversione di tendenza, in previsione del cambiamento di rotta della politica monetaria, costituita dall'innalzamento di un quarto di punto del tasso di interesse da parte della Federal Reserve (dicembre 2016). Gli effetti immediati sono chiari: crescita dei tassi di interesse reali a lungo termine e aumenti dei ricavi per banche e compagnie di assicurazione (IMF, 2017). Al tempo stesso l'abbondante liquidità e le migliorate prospettive di investimento finanziario hanno spinto le quotazioni sui mercati finanziari, grazie anche alle aspettative di una riforma fiscale più favorevole, di un incremento della spesa in infrastrutture e di una profonda riforma del Dodd-Frank Act<sup>1</sup>. Lo stesso IMF non si nasconde che la deregolamentazione potrebbe minare il processo tendente alla stabilità finanziaria, appena iniziato in uno scenario di aumento del premio per il rischio a lungo termine e di aumento della leva finanziaria.

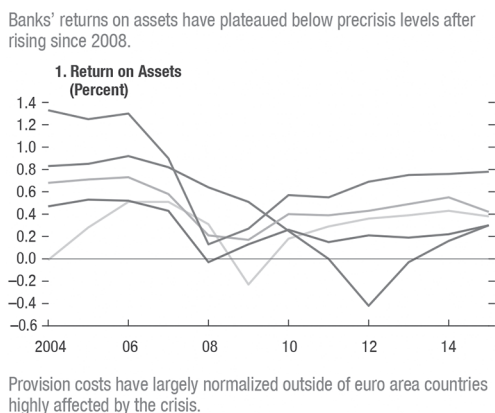
A differenza di quanto accade negli USA, nell'Unione Europea i segnali di ripresa ciclica potrebbero non essere sufficienti a ripristinare condizioni di profittabilità per

<sup>1</sup> Nel Giugno di quest'anno l'attuale segretario del Tesoro USA Steve Mnuchin ha presentato un Report dettagliato (US Department of Treasury, 2017) su una profonda riforma del Dodd-Frank Act, cioè la riforma con cui viene riformata nel 2010 la regolamentazione dei mercati finanziari durante la Presidenza Clinton.

un sistema bancario profondamente indebolito. Mentre occorre essere consapevoli che la strada da percorrere al fine di considerare superata la fase dei bassi tassi di interesse, che ha cause strutturali<sup>2</sup>, permangono fattori che inducono a ritenere inevitabile un radicale cambiamento del modello di business delle banche, in modo che sia incentrato sull'erogazione di nuovi servizi e remunerazioni tariffarie connesse a prestazioni innovative. Soprattutto, però il sistema bancario europeo si trova di fronte ad una "sfida strutturale" di fondo: l'*overbanking*. Con questa espressione si indicano una serie di fattori, variabili da Paese a Paese e tali da minare la redditività delle aziende di credito (IMF, 2017: 32-35). L'*overbanking* si unisce ai *Non Performing Loans* e ai grandi problemi che incombono sulle banche sistemiche determinando così un mix di elementi che rendono problematica la stabilità del sistema<sup>3</sup>.

Sulla base di tutto questo emerge un crescente problema di profittabilità per banche e istituzioni finanziarie che, anche con equilibri economico-finanziari più forti a livello aggregato, non riescono a mantenere i livelli di profittabilità del passato, nonostante il recupero degli anni più recenti, mentre nella maggior parte delle banche è improbabile un ripristino dei livelli di redditività pre-crisi (Fig. 5).

Fig. 5 – *Economie avanzate: trend nella redditività bancaria*



Fonte: IMF (2016), Fig. 1.12

La ripresa ciclica, segnalata anche negli ultimi mesi del 2016 e nei primi del 2017, sembra confermare i risultati della simulazione di due scenari (IMF, 2016, Cap. 1), uno caratterizzato da ripresa ciclica e l'altro da mutamenti strutturali, mostra che la prima è insufficiente a riprodurre condizioni di profittabilità, mentre profondi cambiamenti strutturali sono ritenuti necessari per sostenere la stabilità finanziaria a medio termine: 1) affrontare in modo risolutivo la questione dei NPL;

<sup>2</sup> Individuate in: "population aging, rising longevity, and stagnation in productivity, could fundamentally change the nature of financial intermediation" (IMF, 2017: xi).

<sup>3</sup> Il Report fornisce anche una serie di indicazioni sulle possibilità di intervento: si vedano le *Recommendations* contenute nella tabella 1.6, 36.



2) aumentare l'efficienza operativa e innovare il *business model*; 3) cambiare il sistema mediante il consolidamento strutturale, che comporta la riduzione dell'eccesso di capacità, quindi l'avvio di processi di ristrutturazione e contenimento della forza lavoro e del capitale.

Lo scenario delineato dal IMF è pertanto quello di un'era contraddistinta dal perdurare dei bassi saggi di interesse per un arco di tempo indefinito, il che comporta drastiche revisioni delle strategie e dei modelli di comportamento di varie tipologie di agenti, pubblici e privati. Per comprendere meglio aspetti cruciali del panorama economico-finanziario odierno, è allora importante approfondire le determinanti dei tassi di interesse, le cause prossime e remote del loro andamento.

Tutto ciò avviene mentre il Presidente della BCE, Mario Draghi, ha appena confermato (7-9-2017) l'estensione dell'impegno all'acquisto di titoli pubblici pari a 60 miliardi di euro mensili per un arco di tempo non definito e con la prospettiva di rafforzare il *Quantitative Easing* in caso di ulteriore deterioramento della situazione.

## 2. *L'epoca odierna: "the low rates world" (The Economist, 24-9-2016)*

Il Rapporto Annuale della BCE per il 2015 scompone i rendimenti nominali a lungo termine in quattro componenti: "l'inflazione attesa lungo la vita dell'attività, il profilo atteso dei tassi di interesse reali a breve termine, il premio per il rischio di inflazione e il premio a termine reale" (BCE, 2016: 21).

In particolare, gli ultimi due sono stati contenuti dalle politiche monetarie accomodanti adottate nelle principali economie avanzate, perché esse hanno alimentato aspettative di inflazione moderata e abbassato i livelli di variazione incorporati nelle valutazioni degli *asset* per il rischio di inflazione. Per questa via si sono consolidate attese più contenute sui tassi di interesse a breve e il premio richiesto per detenere titoli a più lunga scadenza. Il risultato è che i rendimenti nominali sono in diminuzione dagli anni '80. La BCE mette anche in luce che il trend discendente dei tassi nominali deriva da componenti reali, essenzialmente la componente reale in un contesto in cui diventano negativi i tassi di interesse reale, che incorporano il tasso reale atteso (aspettative di inflazione) e il premio a termine reale (premio per il rischio).

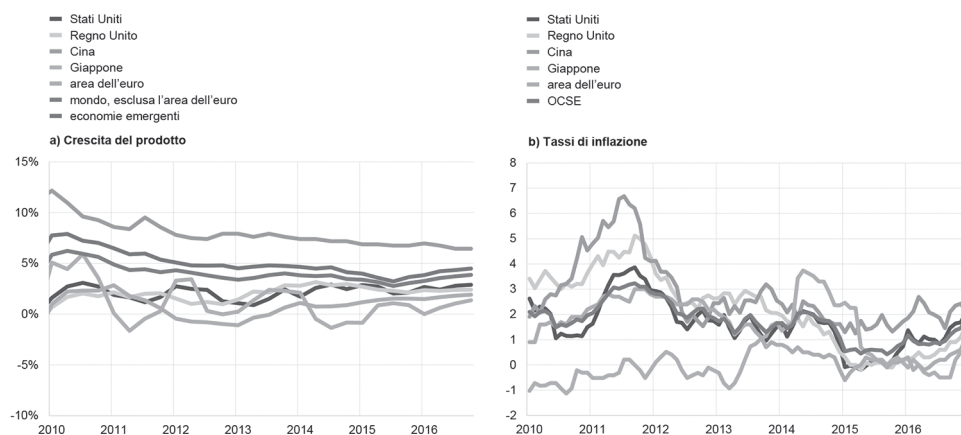
Il calo dei tassi di interesse reali a livello globale viene dalla BCE interpretato secondo il modello standard di crescita (Modello di Solow), secondo cui le determinanti della crescita sono l'andamento della produttività e quello del risparmio. L'assunto di base è che questi due elementi influenzano gli investimenti, cioè la domanda di risorse finanziarie, che si deve a sua volta confrontare con l'offerta di risparmio. La produttività, stimata mediante due indicatori (variazione della produttività totale dei fattori e della popolazione) segue una traiettoria declinante da decenni, ma è anche "possibile che sia aumentata la propensione mondiale al risparmio" (BCE,

2016: 22). Naturalmente la tendenza relativa ai tassi di interesse reali è stata anche influenzata da fattori inerenti alla sfera finanziaria, alle manovre messe in atto per contenere e ridurre gli eccessi di indebitamento pubblico nei vari Paesi, alle dinamiche odierne di domanda e offerta mondiali di asset più sicuri. In sostanza, quindi, secondo le analisi delle massime autorità europee il contesto di bassi tassi di interesse costituisce un riflesso delle condizioni macroeconomiche e strutturali correnti: la remunerazione ridotta del risparmio (BCE, 2016: 22-24) incide in direzioni opposte sulla redditività delle banche e sui comportamenti dei consumatori.

Il trend generale descritto non è stato certo modificato da impulsi congiunturali favorevoli nel periodo più recente (fine 2016-primo quadrimestre 2017) (Fig. 6).

Fig. 6. *Principali andamenti in alcune economie*

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali; dati mensili)



Fonti: Eurostat e dati nazionali.

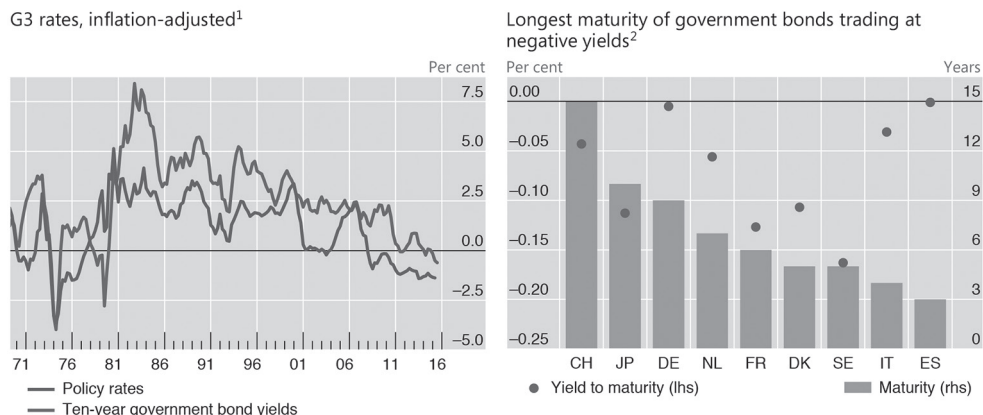
Note: i dati relativi al PIL sono destagionalizzati. L'inflazione è misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito e sull'IPC per gli Stati Uniti, la Cina e il Giappone.

Fonte: BCE, 2017, Grafico 1

L'attività economica negli USA e nell'area dell'euro rimane nel complesso a livelli moderatamente positivi, con una crescita annua meno accentuata nel 2016 (+1,5%, 2,6% nel 2015), una significativa crescita dei consumi privati e degli investimenti, favoriti dall'abbondante liquidità e dai bassi tassi di interesse. Al tempo stesso vi è stato un miglioramento della situazione sul mercato del Lavoro con un incremento dell'occupazione e "l'aumento dei redditi da lavoro. A tale riguardo è stata soprattutto la crescita dell'occupazione, non delle retribuzioni, che ha contribuito all'aumento dei redditi nominali da lavoro" (BCE, 2017: 20). Alla luce di tali indicatori positivi desta qualche sorpresa che non emergano tensioni inflattive, dal momento che la variazione dei prezzi è sempre intorno all'1%, grazie all'apprezzamento dell'euro e al basso costo delle materie prime, nonostante il recente aumento del prezzo del petrolio, salito da 33 a 50 dollari al barile. Se il rapporto Debito/PIL nell'area dell'euro ha iniziato a diminuire, ma non in tutti i Paesi (tra cui il nostro, dove rimane tra i più

elevati), i segnali di rivitalizzazione delle economie avanzate (USA, EU) non sembrano modificare il trend decrescente. Siamo dunque entrati nel "mondo dei bassi tassi di interesse" (*low rates world*, The Economist, 24-9-2016), che sono a livelli prossimi allo zero e in qualche caso negativi: Giappone, Svezia, Danimarca, Svizzera. In tale scenario i tassi di rendimento aggiustati per l'inflazione continuano un lungo trend discendente, in atto da più di trenta anni (Fig. 7)

Fig. 7 – Tassi di interesse aggiustati per l'inflazione. Rendimenti di titoli pubblici a lungo termine



<sup>1</sup> Weighted averages based on rolling GDP and PPP exchange rates; nominal policy rate (yield) less consumer price inflation excluding food and energy. <sup>2</sup> Bloomberg generic bonds; as at 27 May 2016.

Sources: Bloomberg; national data.

Fonte: BIS, 2016, Graph 1.12

La Relazione della BCE per il 2016 (BCE, 2017: 8), oltre a ritenere che la crescita mondiale sia positiva ma con basi ancora tutte da consolidare, evidenzia come, per quanto concerne la crescita dei rendimenti delle obbligazioni statunitensi a lungo termine, "non sia chiaro se questo rifletta aspettative di un aumento della crescita e dell'inflazione o piuttosto un picco dei premi per il rischio su tali titoli". Uno degli aspetti più rilevanti è però costituito dal fatto che l'inflazione mondiale, nonostante il balzo verso l'alto del prezzo del petrolio da 33 (gennaio 2016) a 55 dollari al barile a fine 2016, è contenuta soprattutto per "l'ampio margine di capacità inutilizzata". Questo *activity gap* permane, anche se continua l'aumento dell'occupazione e la diminuzione della disoccupazione, che negli USA ha ormai raggiunto livelli tradizionalmente ritenuti di piena occupazione (4,7%)<sup>4</sup>.

Dall'analisi appena svolta emergono due punti essenziali: 1) l'era dei bassi tassi di interesse e della crescita moderata sembra destinata a continuare; 2) nonostante

<sup>4</sup> L'*activity gap*, esistente a livello internazionale, è stato uno dei temi centrali della relazione svolta da Draghi nel corso dell'annuale incontro agostano tra banchieri centrali ed economisti, svoltosi come sempre a Jackson Hole, nel Wyoming. Si veda Draghi (2017).