

INTRODUZIONE

La grande crisi economica e finanziaria originata dai *mutui subprime* nell'estate del 2007, a distanza di ormai più di 6 anni, continua ad avere profonde conseguenze sull'economia mondiale. A partire dal secondo semestre del 2008, tutte le maggiori economie, con l'eccezione di India e Cina, che hanno solo sperimentato una moderata decelerazione nei tassi di sviluppo, sono state colpite da una ondata recessiva. Il PIL mondiale si è ridotto, in termini reali, nel 2009, per la prima volta dal dopoguerra. Nello stesso anno, la contrazione del PIL è stata severa in molti paesi industrializzati, con tassi di crescita negativi intorno al 5% in Gran Bretagna, Italia e Giappone.

La recessione mondiale del 2009 è stata accompagnata da un peggioramento sensibile delle condizioni sul mercato del lavoro, con tassi di disoccupazione che sono saliti, rapidamente, a valori superiori al 10%. Fallimenti a catena si sono osservati sia nel settore reale che finanziario. In Europa, a partire dal 2010, ulteriori tensioni si sono manifestate a seguito dell'esplosione delle difficoltà e dei rischi associati a debiti pubblici la cui dinamica è sembrata fuori controllo, in Grecia, prima, Irlanda e Portogallo poi. Spagna, Italia (e Francia) sono state contagiate e hanno evidenziato debolezze strutturali troppo a lungo non affrontate da governi e classe dirigente. La stessa tenuta della costruzione europea e dell'euro è stata messa in dubbio, ha richiesto diversi interventi (con tempi incerti e lunghi, secondo tradizione) sia da parte della Banca Centrale Europea (BCE) che della Commissione e delle altre Istituzioni coinvolte. I mercati finanziari hanno visto crescere la volatilità, in particolare per i titoli obbligazionari.

Ne ha risentito anche il mercato valutario, con un cambio euro-dollaro soggetto a rapide inversioni di tendenza. L'altalena dell'euro riflette i dubbi e le incertezze sul futuro dell'Unione economica e monetaria, richiamando la necessità di un rinnovato e forte impegno politico comune verso forme più stringenti di cooperazione politica ed economica.

I rapporti Debito-Pil sono cresciuti in tutti i paesi industrializzati, non solo nell'area dell'Euro, in conseguenza sia della caduta del prodotto che delle politiche fiscali espansive intraprese per contrastare la crisi. In alcuni paesi, gli interventi hanno raggiunto dimensioni ingenti, a fronte di salvataggi di istituzioni finanziarie e bancarie di entità rilevante.

Nell'area dell'Euro, l'esistenza di espliciti vincoli stabiliti per l'indebitamento netto delle pubbliche amministrazioni impone ai paesi in difficoltà aggiustamenti fiscali sul cui successo i mercati finanziari internazionali si interrogano, richiedendo premi per il rischio crescenti. Occorre peraltro osservare che la Germania, uno dei paesi a migliore performance economica nell'area, ha nell'ultimo decennio ridotto di oltre 5 punti percentuali il rapporto tra spesa pubblica e Pil, liberando spazi importanti per riduzioni delle imposte e migliorando sensibilmente produttività e competitività. Risanamenti fiscali non sono necessariamente incompatibili con lo sviluppo e la crescita di medio termine. Negli ultimi mesi del 2010, i differenziali di rendimento richiesti per l'acquisto di titoli di Stato greci, irlandesi e portoghesi, i paesi fiscalmente più esposti nell'area dell'euro, rispetto a titoli tedeschi di pari durata, hanno raggiunto i 10, 7 e 5 punti percentuali. Nel 2011, la Grecia ha accettato un piano di ristrutturazione del debito, dopo che gli *spread* erano letteralmente esplosi. Anche l'Italia e la Spagna, nel 2011 e ancora nell'estate del 2012, hanno visto crescere pericolosamente lo spread di BTP e *Bonos* rispetto al *Bund*. Solo gli interventi della BCE, con le ingenti iniezioni di liquidità a tre anni (*long term refinancing operations*, LTRO) di dicembre 2011 e febbraio 2012, per un ammontare di oltre mille miliardi di euro, e l'annuncio (6 settembre 2012) della disponibilità ad acquistare per un ammontare potenzialmente illimitato titoli di paesi in difficoltà sul mercato secondario, hanno scongiurato (per il momento) la disgregazione dell'area¹.

Le difficoltà in Europa sottolineano i rischi associati a oneri finanziari

1 Si vedano i bollettini mensili della BCE, in particolare il n.12 del 2011 e i numeri 1 e 3 del 2012 per le LTRO, mentre gli acquisti (condizionati e sterilizzati) di titoli, le Outright Monetary Transactions, sono descritti in dettaglio nei numeri 9 e 10 del 2012.

gravosi per i governi, e il pericolo di avvitarsi nel circolo vizioso costituito da maggior deficit, più alto debito, più elevata spesa per interessi, ancor maggior deficit, etc. L'aumento dei differenziali di interesse, peraltro, ha risentito anche del meccanismo di *flight to quality* sui titoli tedeschi, i cui rendimenti si sono ridotti in modo preoccupante, contribuendo in Germania a innescare dubbi relativamente all'opportunità di continuare l'avventura comune europea. L'euro è quindi minacciato simultaneamente da rischi di rottura sia sul fronte dei paesi più deboli che da quello del paese economicamente più significativo.

L'Unione Europea, faticosamente, ha predisposto un fondo per la stabilità finanziaria, come strumento di aiuto (condizionato) ai governi nazionali in difficoltà, che si aggiunge alle risorse stanziato dal Fondo Monetario Internazionale. E' uno strumento utile, se non viene indebolito da frequenti dubbi e incertezze che emergono in relazione all'effettivo impegno politico comune. Nonostante le recenti difficoltà, rimane tuttavia arduo oggi, pensare all'Europa solo come alla somma dei suoi paesi. Le scelte nazionali rimangono fonti essenziali delle politiche europee, ma è quasi impossibile pensare all'Europa trascurando l'architettura istituzionale dell'UE e, al suo interno, la gestione della valuta unica da parte della Banca Centrale Europea. Per questo motivo, la mancanza di *leadership* e di visione sul futuro dell'area è particolarmente penosa. Non emerge un governo forte di Bruxelles, come temuto dagli antieuropeisti, ma non si intravedono neanche alternative credibili. Francia e Germania stentano ad aggregare consenso e non riescono a svolgere con efficacia il ruolo di propulsore nell'area. La conseguenza è il graduale abbandono del ruolo dell'UE di attore globale nei processi politici internazionali. Nel 2012, è stato il nuovo governo "tecnico" italiano, ed in particolare il neopremier Mario Monti, a presentarsi come il custode dell'eredità intellettuale dei grandi europeisti del passato e a offrire impegno, idee, capacità di dialogo alla Germania e ai nuovi governi di Francia e Spagna.

Durante la grande crisi si è assistito ad importanti cambiamenti, nella *governance* mondiale, all'attribuzione di responsabilità primarie a nuovi "gruppi" di paesi, con il graduale ma progressivo abbandono della scena da parte del G8 a favore del G20. Al di là delle semplici definizioni numeriche, occorre rilevare, nella sostanza, il passaggio repentino in pochi anni da un mondo dominato politicamente, economicamente e anche culturalmente da una sola mega potenza, gli USA a un nuovo modello che si affida ad un consiglio di amministrazione globale molto ampio ed eteroge-

neo, sulla cui efficacia nella gestione delle formidabili sfide poste dal riequilibrio delle partite correnti e dal coordinamento delle politiche monetarie e economiche è al momento ancora lecito nutrire dubbi. Si affaccia sulla scena internazionale una nuova classe dirigente mondiale, portatrice di istanze diverse e alla guida di paesi il cui percorso di sviluppo, seppure potente, non è immune da rischi e fragilità. Il comporsi di queste istanze con le necessità del mondo industrializzato, il perdurare di tensioni nel medio oriente e nel nord Africa, e l'emergere di nuove in Asia, potrebbero indurre diversi scenari economici. Le previsioni, anche in termini di evoluzione geopolitica, sono caratterizzate da una forte incertezza.

In questo scenario, il sistema finanziario europeo, e globale, è stato colpito da una generale crisi di fiducia nei confronti dell'operare dei mercati, degli intermediari che vi agiscono, delle autorità di regolamentazione e vigilanza degli stessi. Le cadute nei prezzi dei titoli azionari e l'accresciuta volatilità del mercato obbligazionario, i fallimenti di players rilevanti e i salvataggi di interi sistemi bancari "nazionali" hanno minato in profondità l'attitudine al risparmio delle famiglie e all'investimento da parte delle imprese. In molti dei principali paesi, si è osservata una caduta della propensione al risparmio e una riallocazione della ricchezza e delle attività delle famiglie verso beni rifugio o investimenti considerati meno rischiosi. Sotto la spinta di una opinione pubblica pressante, al mondo della finanza è stata richiesta una profonda rivisitazione della sua intera architettura regolatoria e infrastrutturale. Negli Usa, come in Europa, modifiche istituzionali di grande rilievo sono state avviate, con il coinvolgimento anche di organismi internazionali quali il Fondo Monetario Internazionale e il Financial Stability Board.

Quanto sopra ha ovvie implicazioni per l'industria finanziaria e per la distribuzione di prodotti finanziari. In questo studio, dopo un capitolo di scenario in cui si analizzano i principali trend in atto in Europa e in Italia e si confrontano le caratteristiche principali delle strutture distributive dei principali paesi, ci concentriamo su alcuni topics che hanno assunto una particolare rilevanza. Il capitolo 2 discute la revisione della MIFID, la nuova disciplina dei *packaged retail investment products* (PRIP) e approfondisce il tema della consulenza in materia di investimenti, e della remunerazione della stessa. Il capitolo 3 è invece dedicato alla nuova Insurance Market Directive. Nella trattazione, vengono evidenziati alcuni problemi ancora aperti e identificate possibili proposte per una implementazione più efficace della nuova disciplina.