

*Conference on
Derivatives and Financial Stability*

Guido Carli e l'innovazione finanziaria

Intervento del Governatore della Banca d'Italia
Antonio Fazio

Si conclude il ciclo delle celebrazioni dedicate alla memoria di Guido Carli, iniziate con il convegno del 23 aprile dell'anno scorso, svoltosi alla presenza del Capo dello Stato. Fu allora rievocato l'impegno intellettuale, istituzionale, umano di questa straordinaria personalità, che, nelle parole del professor Barucci, "solo un biografo di qualità, disposto a un lavoro di grande portata" potrà ancor più illuminare.

Carli era profondo conoscitore dei grandi problemi della finanza internazionale, oltre che dell'economia italiana. Fu un eminente servitore dello Stato. Tra i suoi meriti figura quello di avere stimolato nella Banca d'Italia la ricerca economica, con l'impiego dei metodi più avanzati. Le analisi dovevano sempre partire dalla concreta realtà economica e istituzionale; in essa di nuovo, alla fine, dovevano calarsi per trarne insegnamenti per la politica economica.

Si devono a lui l'impulso all'applicazione, pervasiva, in Banca d'Italia dell'informatica, fin dai primi anni sessanta e la sua diffusione, di fatto imposta dalla Banca centrale, a tutto il sistema bancario.

Alla sua iniziativa di Capo dell'Istituto è anche dovuto l'aggiornamento della prassi delle ispezioni di Vigilanza e dei metodi di supervisione bancaria, sui quali tuttora basiamo la nostra azione.

La predilezione per le teorie e le analisi economiche e finanziarie, unita al peso che Carli ebbe sulla scena internazionale nel periodo che va dall'ingresso dell'Italia nelle istituzioni di Bretton Woods fino alla crisi di quel sistema, e nei decenni successivi con i problemi del mutato assetto della finanza mondiale, mi muove a pensare che egli sarebbe stato particolarmente interessato ai temi che oggi qui si affrontano, allo scopo di vederne le implicazioni per l'equilibrio della finanza mondiale.

Nelle Considerazioni finali degli anni sessanta Carli lucidamente indicava le fonti di instabilità del sistema monetario internazionale, la cui crisi rappresentava “il prodotto della riuscita stessa del sistema”.

Riconobbe tempestivamente l'impossibilità di “incatenare il mercato”. In un contesto di affermazione degli ordinamenti democratici e mentre si sviluppava l'interscambio commerciale e si diffondeva l'innovazione tecnologica, i vincoli avrebbero avuto il risultato “di istigare l'ingegno umano alla ricerca di aggiramenti e surrogati”.

L'elaborazione del concetto di base monetaria e le sue applicazioni al controllo monetario interno, le estensioni alla finanza internazionale – alle quali ultime ha contribuito con studi pionieristici il professor Savona – erano da Carli seguite e incoraggiate. Il modello econometrico, la cui prima versione risale al 1964, fu subito applicato per una politica attiva sul mercato dei titoli, per controllare la creazione di liquidità con strumenti flessibili, per accrescere in definitiva la stessa autonomia della Banca centrale.

A Carli, che aveva chiamato Franco Modigliani a valutare il modello già costruito in Banca, piacque una volta riferire a noi giovani dello “stupore” e dell'interesse che lo schema di base monetaria aveva provocato nei circoli basilensi dei banchieri centrali.

Un'applicazione notevole del modello fu quella per la definizione del piano di stabilizzazione dell'economia italiana dopo la prima crisi petrolifera. I tassi di interesse e l'inflazione avevano superato il 20 per cento; il cambio si deprezzava rapidamente. Il piano, elaborato con l'accordo del Fondo monetario internazionale, basato sul modello e sui relativi parametri empirici, fu attuato con determinazione da Carli e dal Ministro del Tesoro Colombo. L'inflazione fu dimezzata in pochi mesi, il cambio stabilizzato, la funzionalità dei mercati dei titoli e del credito garantita.

Il modello fu ancora impiegato, con il Governatore Baffi, per definire le misure volte a stabilizzare la nostra economia dopo la crisi del 1977, durante il governo di unità nazionale guidato da Andreotti.

L'intervento di finanza pubblica si ragguagliò in quella occasione al 5 per cento del prodotto interno lordo.

Ancora una volta gli stessi schemi, elaborati e adattati alla nuova situazione, furono impiegati dal Governatore Ciampi per gli interventi, anche questi drastici ed efficaci, dei primi anni ottanta.

Lungo la via del “conoscere per deliberare” la Banca d'Italia continua a muoversi con la ricerca. Il modello econometrico viene continuamente aggiornato. Utilizza, nella parte finanziaria, informazioni tratte dall'andamento del mercato dei derivati. Carli intuì il ruolo positivo che tali strumenti avrebbero potuto svolgere a supporto della liquidità internazionale, forte della formidabile conoscenza dei meccanismi della finanza mondiale acquisita nel corso della sua rapida carriera.

All'età di 31 anni riceveva da Einaudi l'incarico di dirigere il futuro Ufficio italiano dei cambi. Nel gennaio del 1947 faceva parte, con Menichella, della delegazione italiana che, guidata da De Gasperi, si recò a Washington per perfezionare l'adesione dell'Italia agli istituti di Bretton Woods. Nel maggio dello stesso anno veniva nominato Direttore esecutivo nel Fondo monetario internazionale.

In quel periodo, personalità di livello internazionale che ebbero modo di conoscerlo in incontri di lavoro gli offrirono incarichi più alti e meglio remunerati sempre presso il Fondo; Carli rifiutò perché il carattere permanente di tali impegni “avrebbe comportato il rescindere qualsiasi legame con l'Italia”.

Egli comprese presto il processo di crisi del sistema allorché il volume di dollari detenuti dalle banche centrali era arrivato a eguagliare, al cambio dell'epoca, le riserve auree degli Stati Uniti. La sospensione, il 15 agosto 1971, della convertibilità del dollaro pose fine a un periodo di 25 anni caratterizzato da uno sviluppo senza precedenti dell'economia mondiale.

Per più di venti anni, dal 1948 al 1971, la lira rimase ancorata al dollaro con un rapporto di cambio pari a 625. In quei due decenni l'inflazione in Italia si mantenne su livelli particolarmente contenuti nel confronto internazionale; lo sviluppo dell'economia si aggirò, per due decenni, tra il 5 e il 6 per cento all'anno.

L'espansione dell'economia mondiale aveva accresciuto, oltre la misura permessa dall'ancoraggio all'oro, la domanda di dollari.

Per tutti gli anni sessanta, il Governatore Carli aveva partecipato, con Rinaldo Ossola, al dibattito che si svolgeva nelle sedi internazionali per la ricerca di soluzioni alla carenza di liquidità a livello mondiale. Commentò, in seguito, con il suo spirito caustico: “fu una ricerca alchemica simile a quella della pietra filosofale... per utopismo e inconcludenza”.

La direzione intrapresa in quei circoli internazionali fu di allargare la liquidità con la creazione di strumenti che non fossero emessi da uno Stato sovrano; si pervenne nel 1969 alla decisione di creare i “diritti speciali di prelievo”.

Ma la crisi non fu evitata; al contrario, sempre nelle parole di Carli, “esplose in dimensioni impensabili...con l’ingigantimento degli afflussi di dollari che attraverso l’euromercato s’indirizzavano verso la Germania. Fu una vera alluvione.”

Le cause della crisi risalivano agli anni cinquanta, quando gli scambi commerciali e i trasferimenti internazionali di capitale cominciarono a crescere a un ritmo superiore a ogni attesa; la crisi si aggravò per effetto dell’accumulo dei disavanzi commerciali degli Stati Uniti, “pagati in gran parte in dollari, che migrarono in Europa in quantità crescenti”.

In quegli anni di elevata inflazione l’innovazione finanziaria cominciò a svilupparsi per effetto della concorrenza tra banche, società finanziarie e imprese nella raccolta del risparmio. Gli eurodollari rappresentavano “un’altra strada per soddisfare la domanda di credito che attraversava febbrilmente gli Stati Uniti”.

Il mercato delle xenovalute aveva contribuito a lenire la domanda crescente di liquidità, ma Carli ammonì, nelle Considerazioni finali del 1974, che “sarebbe un errore dedurre da tale constatazione che la capacità espansiva di questo mercato non incontri confini”.

Ricollegandosi agli studi di Carlo Cipolla, intravedeva un “ricorso” storico nella possibilità che si replicasse il circolo vizioso che aveva caratterizzato l’economia internazionale nel Medioevo: “crescita economica, deficit di bilancia dei pagamenti,

deflussi di oro, depressione in Occidente; moneta forte, surplus di bilancia dei pagamenti, depressione in Oriente”.

La sua preoccupazione maggiore era di evitare che, in assenza di adeguati sbocchi, la massa dei petrodollari accumulati in larga parte dai paesi produttori di greggio inneschasse, dopo l'onda inflazionistica, una forte deflazione a livello mondiale.

Fu allora che Carli suggerì di mettere in comunicazione le eccedenze di risparmio del mondo arabo con i bisogni economici del Terzo mondo, la cui distanza dai paesi sviluppati stava aumentando.

In una intervista del 1975 affermò che “una volta incassati dai produttori, quei dollari debbono in qualche modo essere impiegati: o acquistando merci e servizi o in qualche altro modo”. Nel 1974 aveva proposto di estendere l'idea del cosiddetto sportello petrolifero – lo strumento attraverso il quale il Fondo monetario internazionale riceveva petrodollari e li prestava sotto forma di *oil facility* ai paesi consumatori – trasformandolo in un vero e proprio meccanismo globale di scambi “dei beni essenziali alle tre aree interessate: Paesi industriali, Paesi produttori di petrolio, Paesi sottosviluppati”.

L'idea, che egli stesso definì una sorta di piano Marshall su scala mondiale, era caratterizzata da multilateralismo; era nata nella convinzione che “una guida collettiva è indice appunto di un alto grado di maturità e può essere tanto efficiente quanto quella esercitata da una superpotenza. È invece la carenza di una funzione di guida che il sistema non può sostenere in situazioni di crisi grave, senza scivolare verso forme aberranti di instabilità”.

Sono temi ancora di grande attualità.

L'assetto del sistema monetario internazionale è il risultato di uno sviluppo spontaneo dei rapporti tra sistemi finanziari diversi, in regime di libertà dei movimenti di capitale e di flessibilità dei cambi.

È aumentata notevolmente l'attività internazionale delle banche; ancor più è cresciuta quella di investitori istituzionali che raccolgono risparmio ed effettuano investimenti su scala globale. Sono sorti nuovi operatori e nuovi mercati; si sono affermati nuovi strumenti.

Il sistema non è compiutamente governato. Può apparire privo di un'ancora. È fortemente influenzato dai comportamenti delle maggiori economie e delle più importanti monete.

L'espansione delle transazioni finanziarie è stata negli ultimi tre o quattro lustri nettamente più rapida della pur forte crescita degli scambi commerciali e dell'attività economica.

Si avverte l'esigenza di un nuovo ordine monetario internazionale.

Una delle ragioni del successo dei titoli derivati risiede nel rilevante sviluppo di mercati organizzati in cui tali strumenti possono essere scambiati, generando liquidità e informazioni utili al sistema.

I derivati finanziari corrispondono all'esigenza degli operatori di fronteggiare andamenti avversi dei corsi dei titoli e delle valute. In alcuni casi, però, questi stessi strumenti aumentano l'incertezza; in particolare, se il loro utilizzo è volto all'assunzione di posizioni speculative che accrescono la volatilità dei mercati.

Tuttavia, come ha di recente affermato il Presidente Greenspan, "l'intermediazione finanziaria, con la sua spinta alla diversificazione, può ridurre i rischi sulle attività detenute... ma non può modificare le più radicate incertezze inerenti al processo di valutazione umana".

Negli ultimi anni il rallentamento ciclico dell'economia globale, le turbolenze dei mercati borsistici, i dissesti di grandi imprese operanti a livello internazionale, l'insolvenza di Stati sovrani, le oscillazioni dei mercati connesse con le tensioni geopolitiche hanno sottoposto i sistemi finanziari a forti pressioni sia nei paesi avanzati, sia nelle economie emergenti e in via di sviluppo.

Rispetto a quanto registrato in analoghe fasi del passato i mercati finanziari e le banche hanno mostrato una elevata capacità di assorbire gli impulsi destabilizzanti cui sono stati sottoposti. Non si sono verificati episodi significativi di instabilità.

La maggiore solidità e flessibilità del sistema discende in primo luogo dalla riorganizzazione e dal rafforzamento patrimoniale degli intermediari, realizzati in molti paesi dalla seconda metà degli anni novanta sotto lo stimolo delle Autorità di vigilanza. Alla stabilità del sistema ha contribuito la forte espansione dei mercati azionari e obbligazionari, che ha permesso alle imprese di affiancare al finanziamento bancario i fondi reperiti direttamente presso i risparmiatori.

Gli shock che si sono abbattuti sul sistema finanziario internazionale sono stati riassorbiti grazie anche allo sviluppo del mercato dei derivati. L'instabilità discende da una eccessiva concentrazione di rischi in alcuni punti del sistema. Il ricorso a strumenti derivati ha consentito di abbassare il livello complessivo dei rischi e di ridistribuirli tra una molteplicità di operatori.

Lo sviluppo recente del mercato dei derivati è senza precedenti. Vi hanno contribuito gli avanzamenti nelle tecniche di valutazione delle opzioni e i progressi nelle telecomunicazioni, che hanno drasticamente ridotto il costo di copertura, accrescendo la domanda da parte di intermediari, investitori istituzionali e imprese. Il consolidamento delle procedure legali e operative prevalenti su questi mercati ha altresì contribuito a ridurre il rischio di controparte che può associarsi all'attività in derivati.

Secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali, alla fine del 2003 il valore nozionale dei derivati *over-the-counter* sfiorava i 200 mila miliardi di dollari, quasi il doppio rispetto alla fine del 2001; nell'aprile di quest'anno il volume medio di scambi giornalieri sullo stesso mercato superava i 1.200 miliardi di dollari.

Tra gli strumenti derivati, quelli relativi ai tassi di interesse rappresentano circa i tre quarti dell'intero mercato. Negli anni più recenti tuttavia l'espansione più rapida è stata quella dei derivati che offrono copertura dal rischio di credito, in particolare i *credit default swaps* (CDS), sebbene le dimensioni di questo mercato siano ancora contenute rispetto agli altri strumenti derivati. Alla fine del 2003 il valore nozionale dei CDS era più che quadruplicato rispetto alla fine del 2001, raggiungendo i 3.800 miliardi di dollari. Nel primo semestre di quest'anno si è registrata una ulteriore crescita del 44 per cento, a 5.400 miliardi.

In questo nuovo contesto, l'impatto delle insolvenze sui bilanci bancari è stato nettamente più contenuto rispetto al passato. Anche nelle fasi di maggiore debolezza

ciclica, sia in Europa sia negli Stati Uniti l'incidenza delle perdite su crediti è stata di entità limitata, assai inferiore a quella registrata durante la recessione dei primi anni novanta.

Le più ampie opportunità di gestione dei rischi hanno consentito di evitare che le difficoltà dell'economia reale e le tensioni politiche internazionali fossero aggravate da instabilità di natura finanziaria. Anche per questi motivi, la recente fase di debolezza ciclica è risultata meno profonda rispetto ad analoghe fasi del passato.

Il ricorso ai derivati non è tuttavia esente da problemi. L'elevata leva finanziaria costituisce il tratto distintivo e il principale vantaggio di questi strumenti. Ma al tempo stesso questo effetto di leva, se utilizzato per costituire posizioni altamente speculative, può avere ripercussioni negative sulla stabilità dei mercati finanziari.

Nel 1990 Guido Carli scriveva: "Quando i fattori di rischio insiti nel sistema dei prezzi aumentano, si diffondono contratti con i quali se ne attua il trasferimento da un agente economico all'altro. Condizioni di uguaglianza fra i contraenti divengono più dipendenti dalla capacità di accesso di ciascuno di loro all'informazione. Ai fini del funzionamento del mercato concorrenziale, la disponibilità di informazioni attendibili diviene cruciale".

La complessità dei titoli derivati solleva questioni relative al loro trattamento contabile, al grado di trasparenza dei bilanci, all'adeguatezza patrimoniale degli intermediari. La loro diffusione rileva sul piano dei rapporti negoziali e della tutela degli investitori.

Per prevenire i potenziali effetti negativi dello sviluppo dei mercati dei derivati è indispensabile l'elevata professionalità degli operatori. Le procedure interne di misurazione e controllo dei rischi devono garantire l'assunzione di posizioni commisurate alle strategie aziendali.

Essenziale è il ruolo delle Autorità di supervisione e delle banche centrali. La normativa e la prassi di vigilanza, le informazioni richieste agli operatori sono costantemente aggiornate, sia a livello nazionale sia nell'ambito della cooperazione internazionale, per tenere il passo con lo sviluppo dei mercati e contenere i rischi

sistemici che pur si associano ai potenziali benefici connessi con la diffusione dei derivati.

Guido Carli, posto di fronte a un drastico aumento della volatilità dei cambi e dei tassi di interesse e al venir meno delle certezze che gli automatismi del *gold exchange standard* avevano assicurato, rifuggì da ogni atteggiamento nostalgico, si aprì alle “cose nuove”. In un articolo del 24 aprile 1993 Giovanni Agnelli, che lo aveva preceduto alla guida della Confindustria, lo definì il “profeta del cambiamento”.

Nel 1975, in occasione di un’audizione al Senato della Repubblica sul tema delle borse valori in Italia, Carli propugnava uno sviluppo del sistema finanziario italiano, nel senso di un rafforzamento del mercato azionario. In tale ambito ricordava “l’opportunità di introdurre o attivare nuovi o migliori istituti giuridici in materia di società, di funzionamento dei mercati primario e secondario e di trattamento degli utili di impresa reinvestiti”.

Sono linee di pensiero che mantengono una forte attualità. Oggi, in materia di società, è urgente, ineludibile la riforma del diritto fallimentare, soprattutto in alcuni suoi istituti, per non recidere le prospettive, anche per i lavoratori, dell’impresa in difficoltà, per corrispondere all’affidamento dei creditori, del sistema bancario, per l’interesse del sistema economico in generale e del Paese.

Guido Carli diede un decisivo contributo alla creazione e allo sviluppo del mercato finanziario in Italia, in particolare di quello dei titoli pubblici, che portò poi progressivamente al venir meno dell’obbligo della Banca centrale di finanziare il Tesoro. Tappe di questo lungo processo furono la nascita negli anni settanta del mercato primario dei Buoni ordinari del Tesoro, la creazione negli anni ottanta del mercato secondario telematico dei titoli pubblici a lungo termine, l’istituzione nel 1992 del mercato italiano dei futures.

In tutti i campi della vita sociale, economica e politica è fondamentale operare per ridurre le incertezze, proiettarsi nell’avvenire, investire nel futuro, agire per lo Stato sociale, per la crescita, per l’occupazione. Dobbiamo trasmettere alle future

generazioni non l'eredità di irrisolti problemi ma il testimone di un consolidato patrimonio di conquiste adattate ai tempi nuovi.

Alla società dell'incertezza e del rischio si risponde preparando il futuro. Quando si prospetta la necessità di riforme strutturali ci si rivolge all'avvenire del Paese.

In questa prospettiva la ricerca e la capacità di innovare, da stimolare con organiche politiche, sono decisive.

Una finanza moderna, affidata a operatori innovativi, nel contempo capaci e prudenti, in grado di valutare i più ampi riflessi dell'attività che svolgono, può contribuire grandemente alla riduzione dell'incertezza e per tale via allo sviluppo degli investimenti produttivi e alla crescita dell'economia. Sono necessarie regole adeguate e appropriata supervisione che disciplinino l'attività senza mortificarla, che l'indirizzino a favore della produzione.

Lo sviluppo tuttavia non nasce dalla finanza; questa è indispensabile per il suo sostegno.

Lo sviluppo nasce da quelle forze che secondo Adam Smith sono alla base della ricchezza della nazione, dalle capacità, dall'inventiva degli uomini, dal desiderio di migliorare le condizioni di vita non soltanto per se stessi – l'angustia dell'individualismo – ma per la società in cui si vive, per la generazione presente e per quella futura.

L'economia si sviluppa a sua volta in una società ben organizzata, con saldi ordinamenti giuridici, nella quale principi etici insieme con valori più alti presiedono allo svolgimento della vita economica e all'attività di produzione, scambio, informazione.

Nelle Considerazioni finali del 1976 Paolo Baffi così diceva di Guido Carli: "Alla credibilità finanziaria del nostro Paese il suo prestigio personale ha concorso in larga misura, accrescendo la disposizione della comunità internazionale a sostenere lo sforzo che l'Italia ha fatto e dovrà fare per superare le sue difficoltà".

Guido Carli, che aveva ricevuto il testimone da Donato Menichella dopo che nella prima parte del secolo avevano governato l'Istituto Bonaldo Stringher, Vincenzo

Azzolini, Luigi Einaudi, ha portato la Banca d'Italia, alla quale ha impresso definitivamente i caratteri più completi della banca centrale, al livello delle maggiori consorelle. Per lui non sono possibili espressioni più efficaci di quelle che Carlo Azeglio Ciampi usava nel 1993: "Ci univa un elemento fondamentale: la Banca d'Italia intesa, vissuta, come una delle istituzioni cardine del Paese, da preservare nella sua integrità morale, da rafforzare nella sua capacità d'azione, non quale corpo tecnocratico a sé stante ma come strumento per il bene comune".

È un patrimonio che abbiamo ricevuto, che preserviamo, che continueremo a sviluppare.