

Associazione Bancaria Italiana – Istituto Luigi Einaudi

**Presentazione del volume di Guido Carli
“Mercato, Europa e libertà”**

Roma, 18 gennaio 2019

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Ignazio Visco

Ringrazio il Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana Antonio Patuelli e il Presidente dell'Istituto Luigi Einaudi per gli studi bancari, finanziari e assicurativi Maurizio Sella per il gradito invito alla presentazione del volume che raccoglie gli interventi tenuti alle Assemblee dell'ABI da Guido Carli, come Governatore della Banca d'Italia tra il 1960 e il 1968 e come Ministro del Tesoro dal 1990 al 1992. Nel calendario annuale di Ministro e Governatore la partecipazione all'Assemblea dell'ABI costituisce ormai una consuetudine. Ma negli anni Sessanta e Settanta del secolo scorso questi incontri non avevano cadenza annuale; opportunamente il curatore del volume, Federico Pascucci, ha quindi mirato a dare continuità annuale allo sviluppo del pensiero di Guido Carli in materia economico-finanziaria, domestica e internazionale, integrando gli interventi alle Assemblee dell'ABI con quelli tenuti, negli anni mancanti, alla Giornata Mondiale del Risparmio organizzata annualmente dall'ACRI e da lungo tempo altra occasione di interventi pubblici per il Governatore e il Ministro. Ne è risultato un volume che pur nella sua necessaria specificità dà pienamente conto dei punti fermi così come dell'evoluzione del pensiero di Carli, un volume che fa seguito a quelli di scritti e interventi di Luigi Einaudi e Carlo Azeglio Ciampi meritoriamente già pubblicati, sempre nella collana Storia e Società degli Editori Laterza.

Vorrei iniziare ricordando che la scorsa settimana presso la Banca d'Italia si è celebrata, con la presentazione del primo di tredici volumi, la realizzazione di un grande progetto editoriale sull'opera di Luigi Einaudi: le Edizioni Nazionali dei suoi scritti. Indubbiamente tra Einaudi e Carli vi sono differenze di rilievo, nei modi dell'espressione del loro pensiero, nell'esercizio dei rispettivi ruoli pubblici e in parte anche nella visione dei compiti della politica economica e finanziaria. Pure, dalla lettura di questo volume di

interventi di Carli, e con evidenza già dal suo stesso titolo – *Mercato, Europa e libertà* – emergono nettamente la continuità di pensiero sulla necessità di un mercato finanziario efficiente ma ben regolato. Emerge inoltre l’attenzione nella guida della Banca d’Italia (pochi anni per Einaudi, tre lustri per Carli) all’innovazione e alla ricerca – presente sempre, nella tradizione del nostro Istituto, dietro le apparentemente aride cifre o le impegnative valutazioni contenute in interventi quali quelli qui oggi presentati – nonchè il richiamo costante all’importanza delle relazioni economiche internazionali e alla necessità di non farsi soffocare dal dogma di un’impossibile “perfetta” sovranità degli Stati nazionali – pur sempre difendendone gli interessi e comunicandone valori e tradizioni – ma sottolineando con forza le virtù delle frontiere aperte.

Considererò in questo breve intervento tre temi, ancora oggi di particolare rilievo, rispetto ai quali Carli manifestò con forza le sue convinzioni: lo stato delle finanze pubbliche, lo sviluppo del mercato finanziario, il ruolo decisivo degli investimenti. Sugli ultimi due temi, e in particolare sulla relazione tra l’evoluzione del mercato finanziario, lo sviluppo di appropriati strumenti per il finanziamento delle imprese e l’accumulazione di capitale, si sofferma in dettaglio l’introduzione di Alfredo Gigliobianco, utile e approfondita.

Mi pare interessante, alla luce anche del dibattito sulle condizioni della finanza pubblica, cominciare con una citazione del 1992, contenuta nel libro che oggi viene presentato:

“Lascio il Ministero del Tesoro con la consapevolezza delle molte cose non fatte e delle poche cose fatte e fra queste situo con orgoglio il consolidamento dell’autonomia della Banca d’Italia. Quando ho assunto la carica di Ministro, alla Banca d’Italia si muovevano più o meno apertamente censure per la resistenza opposta ad aumentare il finanziamento del fabbisogno statale con emissioni di titoli all’estero, per l’accumulazione di abbondanti riserve valutarie e la non correlativa espansione della massa monetaria, per la politica monetaria alla quale si imputava l’altezza dei tassi d’interesse e per la riluttanza a deprimerli con generose sottoscrizioni di titoli pubblici. [...] In ogni circostanza mi sono schierato con la Banca d’Italia quando nella persona del suo Governatore o di suoi componenti di ogni grado ha additato le insufficienze dell’azione di governo nel contenimento del disavanzo pubblico. Ho difeso la più

completa autonomia della Banca d'Italia e a questo fine ho assunto l'iniziativa della presentazione di disegni di legge con i quali viene munita del potere di determinare senza concorso del Tesoro i tassi ufficiali e con i quali si rescinde ogni legame con il Tesoro dal quale possa derivare l'obbligo di finanziarne le occorrenze." (pp. 176-7)

È, questa, una citazione importante perché ci ricorda la resistenza opposta dalla Banca d'Italia di Ciampi a favorire l'esplosione del debito pubblico finanziandolo con moneta, ossia con quella tassa che è costituita dall'inflazione – una tassa, vale la pena di ricordare, particolarmente iniqua, che colpisce le famiglie più deboli diminuendo il potere d'acquisto dei salari, che penalizza i risparmi di chi non ha i mezzi per coprirsi dall'aumento dei prezzi, che grava pesantemente sull'intera attività economica, anche per gli effetti del rischio di inflazione sull'allora connesso rischio di cambio. Questa citazione ci ricorda, altresì, la piena condivisione da parte di Carli della necessità di contrastare rischi siffatti.

A volte si ricorda anche un passo delle Considerazioni finali di Carli del 1973, per sottolineare forse una certa utilità del finanziamento monetario del Tesoro, ma dimenticandone evidentemente i costi in termini di inflazione e instabilità finanziaria:

“Ci siamo posti e ci poniamo l'interrogativo se la Banca d'Italia avrebbe potuto o potrebbe rifiutare il finanziamento del disavanzo del settore pubblico astenendosi dall'esercitare la facoltà attribuita dalla legge di acquistare titoli di Stato. Il rifiuto porrebbe lo Stato nella impossibilità di pagare stipendi ai pubblici dipendenti dell'ordine militare, dell'ordine giudiziario, dell'ordine civile e pensioni alla generalità dei cittadini. Avrebbe l'apparenza di un atto di politica monetaria; nella sostanza sarebbe un atto sedizioso, al quale seguirebbe la paralisi delle istituzioni. Occorre assicurare la continuità dello Stato, anche se l'economia debba cadere in ristagno; d'altronde le conseguenze del caos amministrativo sarebbero più gravi. Non possiamo impedire la caduta con i soli strumenti della politica monetaria; possiamo adoperarci affinché sia meno profonda.” (“Considerazioni finali”, *Relazione annuale sul 1972*, Banca d'Italia, Roma, 1973, p. 563)

Questo non vuol certo dire, però, che Carli non fosse particolarmente preoccupato dall'emergere di disavanzi eccessivi e di un insostenibile aumento

del debito pubblico. È interessante rileggere, nel libro che viene presentato oggi, quello che scriveva Carli già nel 1963 a proposito dell'aumento del debito:

“... si accentua la necessità di contenere i disavanzi dello Stato, delle Regioni, delle Province, dei Comuni, delle aziende autonome [...]. Sarebbe auspicabile che le occorrenze della finanza pubblica, sia essa statale, regionale, provinciale o comunale, fossero soddisfatte per intero con procedimenti che rivelassero all'opinione pubblica la totalità dei mezzi richiesti da questi settori. Sarebbe così dissipata l'illusione secondo la quale l'approvazione da parte del Parlamento di leggi che autorizzano o promuovono spese del settore pubblico senza essere collocate nel bilancio dello Stato e senza quindi manifestare il loro effetto sul bilancio stesso, possa veramente risolversi in un definitivo mancato accrescimento del disavanzo di Tesoreria e della pressione che esso esercita sul mercato dei capitali.” (p. 33)

L'idea che con qualche artificio alcune spese pubbliche possano essere escluse dal bilancio dello Stato è, nelle parole di Carli, una “illusione” – una illusione che, purtroppo, alcuni coltivano ancora oggi. Nei decenni successivi a queste sue parole, e soprattutto negli anni Ottanta e nei primi anni Novanta del secolo scorso, i disavanzi non sono stati ridotti: le spese non sono calate, il loro notevole aumento non ha prodotto reddito in misura sufficiente a contenere l'aumento del debito pubblico. A volte se ne imputa l'aumento al cosiddetto “divorzio” tra il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia avvenuto nel 1981 e quindi proprio all'impossibilità del finanziamento monetario, oggi definitivamente esclusa dal Trattato sull'Unione europea. Ma non è stata l'eliminazione dell'iniqua “tassa da inflazione” – alla quale mirava, con la “liberazione” della politica monetaria e del suo ruolo nella stabilizzazione dell'economia, il suddetto divorzio – a determinare l'aumento del debito ma il succedersi incontrollato della spesa improduttiva e, in sua presenza, la mancata sostituzione della tassa da inflazione con altre imposte. Ne sono risultate le difficili condizioni della finanza pubblica, ulteriormente peggiorate con la gravissima crisi di quest'ultimo decennio – che ha ulteriormente spinto verso l'alto il rapporto tra debito pubblico e prodotto, riflettendo soprattutto le gravi difficoltà di crescita, e di sviluppo, odierne della nostra economia – e i ridotti margini di manovra che oggi rendono difficile l'attuazione di misure di bilancio

anticicliche, per non parlare degli investimenti di cui il Paese avrebbe invece grande bisogno.

Ritornando al parallelismo tra Einaudi e Carli (ma sono sicuro che anche su debito pubblico, crescita economica e inflazione, non manchi la comunanza nella visione e nella valutazione, pragmatica, del ruolo e dei modi degli interventi pubblici), questo è emblematico nel comune pensiero liberale, della cui affermazione in Italia essi sono stati entrambi artefici. Einaudi ne è stato soprattutto un teorico e un divulgatore, Carli ne ha contribuito in modo concreto alla realizzazione.

Del ruolo di Carli nella promozione della concorrenza nel sistema bancario e nelle privatizzazioni si è scritto molto. Alcuni suoi interventi riprodotti nel volume che viene oggi presentato mi consentono di soffermarmi, invece, sul suo ruolo nello sviluppo dei mercati in Italia. Sin dall'inizio del suo mandato come Governatore, Carli si pose infatti l'obiettivo di semplificare la regolamentazione finanziaria al fine di incoraggiare la nascita di nuove categorie di operatori, fra cui le società di gestione del risparmio. Con la nascita e lo sviluppo di mercati monetari e finanziari ben funzionanti sarebbe stata possibile anche una gestione più lineare della politica monetaria. Nel 1962 egli scrive infatti:

“Quanto più si riducono i margini dell'autofinanziamento, tanto più cresce l'importanza del mercato dei capitali; quanto più cresce l'importanza del mercato dei capitali, tanto più occorre conservare la fiducia in quanti attraverso di esso dovranno convogliare risparmi agli investimenti produttivi. Poiché quote crescenti di risparmio dovranno essere convogliate passando per la sottoscrizione di obbligazioni, diviene più imperativa una politica di stabilità monetaria. Senza di essa, meccanismi di mercato e di controllo pur altamente efficienti non potrebbero produrre alcun effetto.” (pp. 21-2)

Il primo passo per la creazione del mercato monetario fu da lui compiuto proprio nel 1962 con la liberalizzazione dei depositi interbancari. Prima di allora le banche non potevano, salvo espressa autorizzazione della Banca d'Italia, depositare i propri fondi presso altre banche, in quanto prevaleva l'idea che il risparmio formatosi in una certa zona dovesse fecondare le attività locali. Ovviamente Menichella sapeva benissimo che in ogni economia esistono luoghi dove gli investimenti si concentrano e che pertanto

assorbono risparmio che si forma altrove; perciò le autorizzazioni si davano, anche se con parsimonia. Con Carli si arrivò alla definitiva eliminazione del protezionismo bancario regionale. Come scrive Carli in quello stesso anno:

“Nel nostro Paese i conti interbancari costituiscono un surrogato del mercato monetario: attraverso di essi si attua una redistribuzione di mezzi finanziari nell’interno del sistema bancario, mediante la quale i fondi disponibili per l’impiego si dirigono nei luoghi dove questo riesce più agevole.” (p. 18)

Commentando, dopo ulteriori progressi, nel 1965 la crescita del credito a lungo termine, Carli osserva quindi, con riferimento alla “doppia intermediazione” del credito:

“una parte dei crediti a breve termine viene sostituita con crediti a lungo termine accordati dagli istituti speciali, i quali collocano quote delle loro obbligazioni nei portafogli bancari, e quindi in contropartita di formazione di depositi. [...] il processo di consolidamento della struttura finanziaria della nostra economia è avviato, anche se è lontano dall’essere concluso. L’obiettivo finale continua ad essere quello di trasferire nel mercato dei capitali i risparmi conservati sotto forma monetaria ridimensionando la intermediazione bancaria.” (pp. 53-4)

Questo obiettivo di Carli, allora lungimirante, oggi è divenuto una priorità. La crisi finanziaria globale avviatasi nel 2007-08 ha messo in luce che nelle economie dove i mercati sono più sviluppati e le imprese sono più capitalizzate il sistema finanziario ha assorbito gli shock meglio e più rapidamente. Le imprese italiane sono state invece sorprese dalla crisi con una struttura finanziaria squilibrata: troppo debito rispetto al capitale e troppo concentrato presso le banche. Da un lato, l’entità degli shock che hanno colpito il Paese spiega la gran parte dei dissesti aziendali e delle difficoltà delle banche; dall’altro la fragilità dei bilanci delle imprese si è trasmessa facilmente a quelli delle banche, amplificando gli effetti negativi dei dissesti e ritardando la ripresa. Come ho osservato nelle mie ultime Considerazioni finali, nonostante alcuni progressi, la capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie è pari oggi in Italia al 25 per cento del PIL, contro poco più del 60 in Germania, oltre il 70 in Francia e nel Regno Unito, e il 125 per cento negli Stati Uniti. Particolarmente bassa è da noi anche la quota di capitale di rischio fornita da intermediari specializzati nel *private equity*.

Per l'Italia si ripropone dunque l'antico problema dello scarso sviluppo dei mercati finanziari, un problema condiviso con il resto dell'Europa continentale, ma da noi ancora più acuto. Per risolverlo non poco è stato fatto – anche negli ultimi anni – ma molto resta ancora da fare. Le aziende devono rafforzare il loro patrimonio; deve crescere il numero di quelle che possono rivolgersi al mercato; occorrono intermediari specializzati nella gestione dei rischi di credito e di liquidità delle obbligazioni societarie e, quindi, investitori dotati di adeguati sistemi di diversificazione dei rischi. Ma un contributo cruciale deve provenire dall'Europa: la costruzione economica europea – di cui Carli era un convinto fautore – resta largamente incompleta. All'unione monetaria è seguita un'unione bancaria ancora incompiuta nei pilastri fondamentali, mentre permangono ostacoli – non solo economici – sulla strada verso l'unione del mercato dei capitali, il mercato sulla cui importanza Carli si era espresso quasi sessanta anni fa. Nessun passo inoltre è stato finora intrapreso nella direzione della creazione di una capacità fiscale sovranazionale nell'area dell'euro e sull'emissione di un debito europeo – lacune che minano, come abbiamo drammaticamente sperimentato in questi anni, la capacità di risposta agli shock e quindi rendono l'intera economia europea più vulnerabile.

Vorrei infine ricordare un punto sul quale i pensieri di Carli ed Einaudi sembrano in qualche modo differire, che è quello che concerne il ruolo degli investimenti. Ma a ben riflettere, la divergenza non è tanto nella valutazione del ruolo, fondamentale, dell'accumulazione di capitale, quanto nel rapporto tra risparmio e investimento, il pensiero di Carli essendo chiaramente influenzato da una lezione di Keynes che Einaudi aveva difficoltà ad accettare. Einaudi affrontava la questione in modo critico per il timore che maggiori investimenti potessero essere intrapresi senza disporre di tutte le necessarie risorse, pregiudicando la stabilità finanziaria; come leggiamo in uno scritto del 1950 su “Risparmio ed Investimento” riprodotto nel Libro quarto di *Lo scrittoio del Presidente (1948-1955)* (Einaudi, Torino, 1956), egli sosteneva infatti che:

“Nota dominante in taluni circoli economici è che la ripresa italiana sia stata soprattutto limitata dalla mancanza di un programma di espansione negli investimenti. Sembra che si sarebbero potuti espandere di più gli investimenti se si fosse dato minore peso al mantenimento della stabilità finanziaria.” (p. 277)

e concludeva affermando di non capire:

“[...] l’insistenza posta sulla necessità di aumentare gli investimenti senza alcuna indicazione sui metodi con i quali si può riuscire ad ottenere la premessa prima per i maggiori investimenti, ossia l’incremento nel risparmio. Quando non si vogliono fare delle chiacchiere inutili, è necessario dire quali sono i mezzi con cui si potrà ottenere che gli italiani risparmino di più.” (p. 280)

Per Carli, come bene messo in evidenza nell’introduzione di Gigliobianco, la questione degli investimenti è invece assolutamente centrale. Li ritiene infatti il fattore chiave nel processo di *catching-up* della nostra economia rispetto ai livelli di sviluppo degli altri paesi avanzati. Come scrive nel 1969:

“... ricerche empiriche e approfondimenti teorici condotti negli ultimi anni nel nostro e in altri paesi hanno ancora meglio chiarito i nessi che legano investimenti, produttività, retribuzioni e prezzi. In particolare produttività e salari hanno tra loro relazioni che quanto più sono armoniche tanto più assicurano uno sviluppo elevato nel mantenimento della stabilità interna ed esterna. Ne sono condizioni, da un lato, il volume degli investimenti, dai quali la produttività trae principalmente alimento anche per l’acquisizione attraverso di essi dei vantaggi del progresso tecnologico; dall’altro, uno sviluppo delle retribuzioni, che nella misura e nel tempo adempia sì attivamente funzioni di stimolo all’efficienza e di sostegno della domanda ma non oltrepassi le possibilità di rispondenza dell’apparato produttivo.” (p. 98)

La moderazione salariale di questi ultimi anni certamente non ha oltrepassato “le possibilità di rispondenza dell’apparato produttivo”; ossia, in altre parole, non ha pregiudicato la competitività della nostra economia. Ne è una riprova la solidità dei nostri conti con l’estero. Sono mancati, però, investimenti adeguati per far fronte ai profondi mutamenti determinati dalla globalizzazione e dal progresso tecnologico. Secondo Carli, per gli investimenti è centrale il ruolo dell’imprenditore, che tuttavia deve essere messo nelle condizioni di poter “fare impresa”. Nel 1971 Carli scriveva infatti:

“Rimeditando le esperienze passate sembra poter rilevare che la formazione del risparmio è avvenuta in misura più copiosa dell’emergere degli uomini dotati delle qualità proprie dell’imprenditore, del dirigente, pubblico e privato, insomma

dell'uomo desideroso di assumere rischi, disposto ad accettare l'esistenza di un legame stretto fra le decisioni assunte e i loro risultati, esposto all'alea dell'insuccesso, della critica, spesso lacerante. Se nel nostro sistema economico non si assegnerà una posizione onorevole a questa categoria di uomini, saranno fatali il rifuggire dalle responsabilità, lo spegnersi degli impulsi alla ricerca del nuovo, il ristagno permanente; sarà un modo di vivere anche quello, rassegnato però alla accettazione del grigiore di una economia stazionaria. Ma l'azione di uomini disposti ad affrontare rischi sarà improduttiva di effetti se non verrà assecondata da un'amministrazione pubblica che predisponga le necessarie strutture sociali, da una scuola che addestri le forze di lavoro, da un operare concorde volto alla protezione del risparmio individuale.” (p. 122)

Queste parole, scritte da Carli poco meno di cinquanta anni fa, suonano oggi quasi come profetiche. Colpisce, soprattutto, il richiamo alla possibilità di un “ristagno permanente” in mancanza non solo di imprenditori capaci, ma anche e soprattutto di un contesto tale da favorire la creazione di imprese. Ricordando Carli in occasione del centenario della sua nascita avevo osservato come i problemi odierni dell'Italia fossero molto simili a quelli che si potevano osservare verso il termine del suo governatorato. Da decenni il principale freno allo sviluppo del nostro paese è costituito da rigidità legislative, burocratiche, corporative, imprenditoriali, sindacali – ossia da quelli che, riprendendo Tommaso Campanella, Carli aveva definito come i “lacci e laccioli”.

Oggi non c'è altra strada per tornare a crescere a ritmi sostenuti che quella allora individuata da Carli. A tutti noi resta il compito, non semplice, di seguirla.