

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

TANCREDI BIANCHI

**“ANSIA PER I DEBITI SOVRANI:
UNA QUESTIONE MORALE PER LE BANCHE”**

Intervento tenuto nell’ambito del seminario su
**“Scenari per l’industria bancaria e finanziaria:
minacce e opportunità”**

Castello dell’Oscano - Perugia, 19 marzo 2011

QUADERNO N. 259

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

TANCREDI BIANCHI

**“ANSIA PER I DEBITI SOVRANI:
UNA QUESTIONE MORALE PER LE BANCHE”**

Intervento tenuto nell'ambito del seminario su
**“*Scenari per l'industria bancaria e finanziaria:
minacce e opportunità*”**

Castello dell'Oscano - Perugia, 19 marzo 2011

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpcci-assbb@bpcci.it
sito web: www.assbb.it

INDICE – SOMMARIO

1. Riflessioni sul caso Argentina	pag. 5
2. Riflessioni sul principio: né funzionari del consenso né agenti del dissenso politico nazionale	“ 6
3. I nessi tra la solvibilità del debito pubblico e quella del sistema bancario	“ 9
4. Le possibili ripercussioni sull’organizzazione e sulla vigilanza dei gruppi bancari	“ 12
5. Le banche e il mercato primario del debito statale	“ 15
6.- Le banche e il contesto socio-economico e politico	“ 17
7. Gli accordi di stabilizzazione dei rischi sovrani	“ 19
8. Gli indicatori di mercato della sostenibilità del debito pubblico	“ 22
9. Conclusioni	“ 24

Prof. Tancredi BIANCHI

Professore Emerito nell'Università Bocconi di Milano

1. Riflessioni sul caso Argentina.

La generalità delle banche italiane ha dovuto affrontare un contenzioso per avere collocato, nei primi anni 2000, obbligazioni emesse dalla Repubblica Argentina. La clientela ha reclamato, sostenendo che le banche avrebbero dovuto conoscere le difficoltà di bilancio di quello stato, da cui l'ardua sostenibilità del debito pubblico circolante, e valutare l'alta probabilità che cadesse in *default*. I risparmiatori, non informati in modo adeguato dalle stesse banche, non avrebbero potuto apprezzare la congruità, la convenienza e i rischi del proprio investimento, né il fatto che i rischi collegati fossero appropriati, per cui sarebbero stati indotti in errore.

L'insegnamento che si ritrae è duplice, ma non nuovo: anche gli stati possono essere insolventi; per cui: i debiti sovrani non possono reputarsi 'senza rischio'. Invero, non si tratta di condizioni ignote, ancorché il convincimento diffuso sia sempre stato: la probabilità di insolvenza di uno stato è molto bassa, quasi nulla. Il ragionamento sottinteso era che lo stato, se non in grado di attuare una politica fiscale di rigore, per assicurare la sostenibilità del proprio debito, potesse ottenere che la propria banca centrale monetizzasse il medesimo, di fatto generando un'inflazione più o meno acuta, ma consentendo il rimborso al valore nominale dei titoli pubblici, svalutati, attuando in concreto un "concordato" fallimentare non dichiarato, ma nominalmente onorando il debito. Occorre, tuttavia, che le obbligazioni statali siano emesse in moneta nazionale e che la legge non protegga la banca centrale, sì che sia di fatto obbligata a emettere biglietti per monetizzare il debito sta-

tale. Giova, poi, che le obbligazioni pubbliche non siano collocate al di fuori dei confini nazionali.

L'alternativa alla monetizzazione del debito può essere la ristrutturazione, talvolta forzata del medesimo.

Ebbene, molte delle condizioni e circostanze sopra ricordate non sussistono nell'ambito dell'Unione Monetaria Europea, la quale, anzi, vuole affermarsi per la solidità dell'euro, la moneta unica dell'area. Nessuno stato dell'Unione potrà monetizzare il proprio debito; se fosse costretto a uscire dal sistema della moneta unica si troverebbe indebitato in moneta estera, come accadde, *mutatis mutandis*, per l'Argentina, emittente di titoli statali denominati in dollari. L'UME deve sapere autostabilizzarsi, ma non è impossibile, almeno in linea teorica, la ristrutturazione del debito di uno degli stati che la compongono, con conseguenze economiche per i portatori dei titoli.

L'*ansia* per i debiti sovrani di alcuni stati dell'Unione pone un problema morale per le banche? Per la gestione del portafoglio di proprietà; per l'informazione da comunicare alla clientela che detiene un portafoglio titoli in amministrazione; per l'*asset management* per conto e nell'interesse della clientela gestita?

La situazione, e quindi il comportamento concreto delle banche, possono essere differenti con riferimento al debito nazionale e al debito degli altri stati dell'eurozona?

Emergono potenziali o effettivi conflitti di interesse?

Conviene considerare altri aspetti.

2. Riflessioni sul principio: né funzionari del consenso né agenti del dissenso politico nazionale.

Il dibattito al proposito della "privatizzazione" del sistema

bancario italiano si è a lungo soffermato sul punto che la proprietà pubblica delle banche avesse due principali conseguenze.

La prima, rendere di fatto, e anche di diritto, le stesse banche istituzioni e non imprese. Quindi: garantirne la continuità in funzione della proprietà, attraverso una disciplina fondata su divieti, limitazioni e obblighi.

La seconda di nominare a capo delle istituzioni in discorso, con poteri di definirne la strategia operativa, uomini inclini a scelte specifiche, che potessero assimilarli quasi a funzionari del consenso della politica economica nazionale o, anche, come potenziali agenti del dissenso politico, nell'intermezzo tra il mutamento della maggioranza di governo e il rinnovo degli incarichi.

Sì che il processo di privatizzazione fu salutato come in grado di evitare che i "banchieri" potessero essere, appunto, funzionari del consenso o agenti del dissenso politico, ma dovessero essere solo *managers* alla guida di imprese, capaci di conseguire congrui risultati economici di gestione in vantaggio di tutti gli *stakeholders*, componendone antitesi e superando unilateralità.

Concetti mitigati da considerazioni che le banche mantengono, comunque sia, caratteristiche peculiari, data anche la funzione monetaria dei propri debiti. Per cui non possono prescindere da forme e da modi di solidarietà di sistema, da talune finalità sociali e, soprattutto, debbono concorrere, con la propria azione e il proprio comportamento, a non determinare turbative economico-sociali.

Nel contesto testé indicato, si iscrivono pure le scelte delle banche in ordine: alla costituzione di un portafoglio di titoli statali di proprietà; alle informazioni e ai chiarimenti che debbono essere concessi ai clienti che intendono auto-

mamente gestire un proprio portafoglio di valori statali; alle gestioni patrimoniali mobiliari per conto?

Al riguardo, parrebbero “intuitive” le risposte, se le obbligazioni pubbliche di cui si tratta fossero emesse da altri stati. La possibilità di insolvenza da parte dell’Argentina doveva essere segnalata, alla propria clientela, dalle banche con sede in altri stati; doveva essere valutata nell’ambito delle gestioni patrimoniali, se l’immissione di quei titoli nei portafogli gestiti avrebbe potuto determinare un rischio non sempre appropriato per il titolare finale dell’investimento; rappresentava almeno una “scommessa” anche con riferimento alla gestione del portafoglio di proprietà della banca. Ma tutto ciò era vero anche per una banca argentina, operante in quello stato?

Al presente dovremmo dire che i pericoli per i debiti sovrani della Grecia, dell’Irlanda, del Portogallo, della Spagna, del Belgio e pure dell’Italia, dovrebbero formare oggetto dell’informazione che le banche, con sede esterna rispetto agli stati emittenti, debbono concedere alla propria clientela. Chiarendo pure le iniziative di solidarietà interstatale messe in atto nell’ambito dell’UME. Ma ciò vale anche per le banche nazionali residenti riguardo al debito sovrano del proprio stato?

Prima di rispondere ai quesiti precedenti giova porne altri: (a) un banchiere, per esempio di uno dei così detti stati periferici dell’Unione Europea, che si adoperi per la continuità del classamento interno del debito pubblico, diviene un funzionario del consenso politico, nell’ipotesi di malagevole sostenibilità del debito medesimo?; (b) un banchiere che non potesse escludere la probabilità di insolvenza dell’emittente, soprattutto se dello stato nazionale in cui ha sede, dovrebbe con trasparenza comunicare ai propri clienti l’interpretazione che dà dei dati al fondamento dei dubbi di sostenibilità del debito? In tal caso diverrebbe un agente del

dissenso politico?; (c) sarebbe sufficiente, la comunicazione alla clientela, senza commento, dei dati pubblici, del *rating* assegnato al debito pubblico di cui si tratta, lasciando ai diretti interessati la valutazione del grado di rischio?; (d) quali criteri di scelta e di giudizio si debbono applicare con riferimento alle gestioni patrimoniali mobiliari? (e) come evitare che la gestione del portafoglio titoli di proprietà della banca sia in conflitto di interessi rispetto al comportamento del banchiere nei confronti della clientela?

Come si vede, i problemi di ordine etico e morale sono assai complessi, anche se ci si fermasse ai soli quesiti indicati sopra nel testo.

Giova considerare, prima di procedere, un altro punto.

3. I nessi tra la solvibilità del debito pubblico e quella del sistema bancario.

Non è infrequente leggere la sentenza, enunciata di solito come un postulato, che il *default* del debito pubblico, con alta probabilità, genera problemi quanto alla stabilità delle banche e potrebbe trascinare l'insolvenza dello stesso sistema bancario. Credo che il punto di connessione tra le grandezze in esame sia costituito dalla funzione monetaria dei debiti bancari, almeno delle banche così dette commerciali. Nel presupposto che l'insolvenza dello stato determini gravi turbamenti nel valore dei mezzi di pagamento circolanti e nella velocità di circolazione dei medesimi.

Invero, le conseguenze per il sistema bancario nazionale potrebbero anche non essere letali. Bisogna valutare il peso che i titoli di proprietà delle banche nazionali, emessi dallo stato caduto in *default*, hanno rispetto al totale degli attivi patrimoniali. Occorre però considerare anche quanto il *default* del debito pubblico incida sulle situazioni economiche, patrimoniali e finanziarie della clientela bancaria e,

quindi, le ripercussioni sul grado di rischiosità dei prestiti e di stabilità della raccolta di fondi. Ancora, le banche nazionali di uno stato non più capace di onorare il proprio debito pubblico perdono immagine e reputazione nei confronti delle banche internazionali e sui mercati valutari, con ripercussioni successive da non sottovalutare.

In un contesto di economia globale, se fermassimo la nostra attenzione all'eurozona, il *default* di uno o più stati avrebbe effetti e riflessi di rilevante portata, in grado di destabilizzare, per contagio, tutta l'area? La stabilità di molti sistemi bancari nazionali sarebbe certo minacciata, in vario grado, con ripercussioni aggiuntive anche sui bilanci pubblici dei rispettivi stati.

Di qui nuove considerazioni in ordine alla cautela che deve ispirare le banche nel comportamento in materia di rischi sovrani, e alla probabilità di successo, al proposito dell'eurozona, della "scommessa" che i governi debbano cercare in ogni modo di autostabilizzare la situazione, contrastando l'"ansia" per i pericoli in discorso. Ed è evidente che il successo della politica in materia non può essere messo in forse da un comportamento dei sistemi bancari, che si traduca in forme e modi, dal più al meno palesi, di dissenso. D'altro canto, nemmeno si può pretendere che l'azione degli stessi sistemi creditizi si concreti in una promozione di sostegno acritico della politica in esame, ponendo a grave rischio il risparmio di una vasta platea di cittadini.

La composizione degli interessi in conflitto è davvero ardua!

Non ostante sia pacifico che le banche sono imprese e non istituzioni, è altrettanto vero che lo stato resta l'assicuratore di ultima istanza della solvibilità delle banche, in caso di crisi sistemica, come è avvenuto in anni recenti. Pertanto, le banche hanno un duplice interesse. Il primo, che le regole di vigilanza prudenziale siano tali da ridurre al minimo il pericolo che la crisi di una singola banca si diffonda, per

contagio, fino a divenire una crisi di sistema. Il secondo, che meccanismi di autodifesa permettano la migliore pronta soluzione di singole crisi, circoscrivendo le probabilità di contagio. Non di meno, poiché la crisi esplosa nel 2007 ha dimostrato che non si può del tutto evitare il diffondersi di situazioni di pericolo, soprattutto in un contesto di economia globale, rimane importante pure la solvibilità di ogni stato sovrano, che deve anche preoccuparsi se il proprio sistema bancario, per effetto di operatività internazionale, si sproporziona rispetto alle dimensioni dell'economia nazionale (come è accaduto, di recente, nel caso irlandese).

La sostenibilità del debito pubblico nazionale, quindi, per via mediata, talvolta immediatamente tal altra lontanamente, è una condizione di stabilità anche dei sistemi bancari. Di qui un nesso, temo, non sufficientemente esplorato.

Una garanzia di pagamento dei debiti sovrani circolanti, come quella ricercata attraverso l'*European Financial Stability Facility*, non può determinare la sostenibilità di un debito pubblico che non poggi, poi, su coerenti politiche del bilancio statale, ossia su basi fiscali appropriate. Secondo il prof. Zingales (*Il Sole-24 Ore* del 14/01/2011: *L'alchimia instabile del fondo UE salva stati*) l'Efsf sarebbe nella sostanza un colossale Cdo (*Collateralized Debt Obligations*), in grado di risolvere il problema della solvibilità del debito irlandese, ma fragile se si trattasse di un debito proporzionato a quello spagnolo, o, ancor peggio, italiano.

La domanda fondamentale resta: se le condizioni di sostenibilità fiscale di un debito sovrano divengono precarie, quale deve essere il comportamento delle banche del Paese emittente? Debbono, con il proprio concreto comportamento segnalare, quanto meno, che l'emittente si pone sul piano inclinato dell'insolvenza, a prescindere da possibili aiuti internazionali comportanti scelte fiscali anche dolorose? Per esempio, sia pure *ex post*, debbono partecipare alle

aste sul mercato primario, preferibilmente, optando per scadenze brevi e puntando su un progressivo aumento dei rendimenti? Possono, le stesse banche, porre in gioco i propri equilibri finanziari, economici e patrimoniali?

4. Le possibili ripercussioni sull'organizzazione e sulla vigilanza dei gruppi bancari.

È bene considerare le tre categorie di operazioni in titoli del debito pubblico: la gestione del portafoglio di proprietà; l'assistenza ai clienti con deposito di titoli in amministrazione; la gestione dei portafogli di investimento della clientela. E' ragionevole supporre che i profili di rischio e la combinazione rischio/rendimento divergano nei tre casi.

La banca, nella gestione del portafoglio di proprietà, accetta, al pari di ogni investitore, rischi di prezzo, di liquidità, a volte di cambio, di mercato, di mutato grado di solvibilità dell'emittente. Nei confronti di un investitore privato: (a) fruisce sovente di più articolati elementi di giudizio per valutare i pericoli e le occasioni di investimento; (b) ha un orizzonte più ampio al riguardo della diversificazione e del frazionamento dei rischi e della durata del collocamento delle risorse; (c) può fare affidamento sulla così detta "stanziabilità" dei valori in portafoglio per negoziare operazioni di tesoreria con la banca centrale; (d) percepisce meglio il grado di liquidità e di liquidabilità dei valori in portafoglio; (e) è più pronta nell'avvertire la volatilità dei corsi dei titoli; (f) può meglio sopportare forme e modi di ristrutturazione (di durata, di frutto e di valore di rimborso) dei debiti rappresentati dai titoli in portafoglio; (g) può meglio apprezzare, e più prontamente, l'evolversi del grado di solvibilità degli emittenti, nonché le caratteristiche e l'efficacia di possibili aiuti internazionali al proposito; (h) coglie più prontamente il *sentiment* del mercato mobiliare; (i) ha condizioni proprie di *asset and liability management* difforni e diverse rispetto alla clientela che

richiede assistenza per la gestione del portafoglio mobiliare; (l) sa che i rendimenti dei titoli pubblici variano quasi sempre in armonia, ossia con fluttuazioni di direzione non difforme, con gli altri prezzi e i saggi di interesse negoziati, anche in proprio, sui mercati monetario e finanziario.

L'elenco potrebbe continuare.

Le considerazioni che precedono sono per altro sufficienti per una duplice conclusione. Ossia, in primo luogo, la difformità di condizioni e di profili secondo cui può convenientemente essere gestito il portafoglio titoli di proprietà della banca rispetto ai portafogli della clientela, in amministrazione o in gestione. Per cui, giova che il portafoglio titoli di proprietà della banca sia gestito in modo distinto, con organizzazione apposita, evitando, al massimo possibile, situazioni di conflitto rispetto ai clienti. Oltre a tale aspetto organizzativo, ve ne è però, ed è un secondo punto, anche uno di vigilanza. Un portafoglio di proprietà di titoli rappresentativi di debiti sovrani non è esente da rischi: di prezzo, di mercato, di solvibilità dell'emittente, e in certi casi di cambio. Si debbono pertanto prevedere coefficienti patrimoniali di vigilanza prudenziale anche per i portafogli di obbligazioni statali. Se la disciplina non prevedesse espressamente tali coefficienti, credo che gli amministratori della banca dovrebbero, comunque sia, informare il corpo sociale e gli *stakeholders* della propria opinione al proposito della solvibilità e della sostenibilità del debito rappresentato dai titoli in portafoglio, anche tenendo conto del giudizio delle società di *rating* e del prezzo dei *credit default swaps*.

Conseguono problemi organizzativi anche per la comunicazione e l'informazione alla clientela con portafogli in amministrazione. Giudizi di *rating*; dati di bilancio (come l'avanzo primario) dell'emittente per stimare la sostenibilità del debito circolante; dati di programmazione fiscale dell'emittente; politica attesa dei saggi di interesse e di

rendimento; e via numerando, dovrebbero essere, da parte della banca, tempestivamente messi a disposizione dei risparmiatori e degli investitori, per concedere al cliente la più consapevole libertà di decisione e di assunzione di rischi. Ovvio, la banca deve assicurare il tempestivo aggiornamento dei dati, delle notizie e delle informazioni al proposito della materia di cui si tratta, giacché, per i risparmiatori, i portafogli mobiliari in amministrazione presso banche non sono “uova di pietra” da covare. Insomma, una consulenza consapevole per porre la clientela nel miglior grado di conoscenza per decidere, al momento e successivamente.

Le questioni sono più complesse in ordine alle gestioni patrimoniali mobiliari, nelle quali la discrezionalità delle scelte si trasferisce, in vario grado, dal cliente alla banca. Le gestioni di cui si tratta non possono, nella generalità dei casi, ricorrere alla leva, né prevedono, se non occasionalmente e per tempi assai corti, un grado molto alto di liquidità del patrimonio gestito. La revoca del mandato a gestire è prevista con ampio grado di discrezionalità e con breve tempo di preavvertimento da parte del cliente.

Già le circostanze e condizioni richiamate indicano sia la convenienza e l'opportunità che le gestioni patrimoniali mobiliari si concretino in modo distinto rispetto alla gestione del patrimonio di proprietà e alla stessa assistenza per i valori in amministrazione, sia le differenze e le difformità rispetto alle situazioni precedentemente esaminate. Con un possibile e probabile contenzioso se la banca immettesse, nei portafogli gestiti, valori di emittenti che cadranno poi in *default*. Non essendo sufficiente proteggersi con giudizi delle società di *rating*, non di rado errati e tardivi. E bisogna anche tenere in considerazione che le oscillazioni dei giudizi del mercato rispetto alla solidità e alla solvibilità degli emittenti tirano a concentrarsi e ad essere, nel brevissimo termine, anche trasmodanti.

Insomma, il reputato grado di “investimenti di tutto riposo” dei *bonds* statali è messo in dubbio dall’ “ansia” presente per i debiti sovrani, collegata con il continuato finanziamento, ricorrendo al debito, della spesa corrente degli stati. Situazione inconciliabile con la stabilità dei prezzi e del potere d’acquisto della moneta e con l’indipendenza della banca centrale.

La previsione di *ratios* patrimoniali anche con riferimento ai portafogli di obbligazioni statali di proprietà non è solo uno strumento di vigilanza prudenziale. E’ anche una condizione utile con cui i sistemi bancari ritrasmettono all’emittente “stato” il *sentiment* del mercato al proposito della solvibilità e della sostenibilità del debito pubblico.

5. Le banche e il mercato primario del debito statale.

Le banche costituiscono il punto di incontro e di snodo tra gli emittenti di nuovi titoli del debito pubblico, e il collocamento finale dei valori di cui si tratta. Sono esse stesse investitori stabili in titoli dei debiti sovrani, ma anche la cinghia di trasmissione più importante per fare defluire le nuove emissioni in portafogli di investimento. Sono, quindi, tra gli attori principali del mercato primario dei titoli statali. Se percepiscono il *sentiment* dei risparmiatori e degli investitori istituzionali possono concorrere a trasmettere agli emittenti la sensazione dei rischi di mercato, di liquidità e di rendimento, come pure di solvibilità, che determinano le condizioni di accoglimento delle nuove emissioni.

Giova, in materia, l’indipendenza delle banche centrali e l’impegno delle stesse in ordine alla stabilità dei prezzi e al controllo dell’inflazione; il corretto funzionamento del mercato secondario delle emissioni precedenti; un disegno ben delineato, e non episodico o legato al contingente, della politica monetaria; un sistema dei prezzi sui mercati mone-

tari e finanziari non influito da azioni non trasparenti di sostegno, ovvero di contrasto, della politica economica.

In sintesi, conviene che i banchieri operino in un contesto dove sia per essi possibile non essere né funzionari del consenso né agenti del dissenso politico.

Non vi è dubbio che, man mano cresce la consistenza del debito pubblico circolante, si hanno ripercussioni, attraverso le variazioni del mercato secondario di quei valori, sul sistema dei saggi di interesse negoziati dalle banche, al di là dei movimenti dei saggi ufficiali decisi dalla banca centrale. E' intuitivo che un debito pubblico circolante, proporzionato a consistenza prossima al 100% del prodotto interno lordo, possa gravare notevolmente sulla formazione dei prezzi del credito, commerciale e finanziario, sottraendo gradi di indipendenza alla banca centrale e alle stesse banche qualora le autorità monetarie, tecniche e politiche, vogliano agire a sostegno del mercato secondario dei titoli statali. In altre parole il contesto politico e socio-economico potrebbe trascinare i banchieri a divenire funzionari del consenso a una data politica dei bilanci pubblici.

Si badi, tuttavia, che la situazione testé indicata si produce come risultato dell'indiretta concessione all'emittente pubblico di potersi indebitare in modo rilevante, senza che il mercato primario indichi apprezzabile reazione in termini di rendimenti crescenti richiesti per il profilarsi di un rischio in aumento, di stabilità e di solvibilità. In conclusione, si concede alla classe politica di potere fare affidamento su mercati, primario e secondario, dei titoli pubblici, che quotano rendimenti più bassi rispetto al corretto *rating* dell'emittente e al corrispondente premio per il rischio, alterando, in nome di un superiore interesse generale, per via diretta e mediata, il sistema dei saggi di interesse. In questo contesto si iscrive la proposta franco-tedesca, con riferimento all'Unione europea, che gli stati del-

l'eurozona mutino la propria carta costituzionale in modo che sia previsto il confine massimo di indebitamento concesso alla pubblica amministrazione.

Tale è la questione morale per i sistemi bancari, la quale si manifesta appieno allorché si concreti un'ansia per i rischi sovrani.

Alla fine, anche involontariamente e non consapevolmente, almeno fino a che non si innescano processi di inflazione monetaria, pure tutti i debitori privati –famiglie e imprese- fruiscono dell'accennata condizione di svolgimento dei mercati monetari e finanziari. Fino al punto che i banchieri, come imprenditori, sono incapaci di un'autonoma politica dei prezzi, giacché, come spesso affermano, non possono andare “contro il mercato”. Resta il dubbio al proposito del valore morale di “dover fare di necessità, virtù”.

Certo, al presente i saggi di interesse e di rendimento sono storicamente bassi, ma proprio in tale definizione sta la prova che non sono prezzi di equilibrio. Come tali, concorrono a spostare ricchezza dai creditori ai debitori, in un contesto socio-economico-politico quasi sempre turbato. Che ha a monte mancati segnali e non puntuali valutazioni del mercato primario del debito statale. Non ostante tale mercato sia, in genere, un “mercato d'asta”. Per ogni errore antico vi sono spesso le giustificazioni di averlo commesso con buone intenzioni, ossia con gli elementi per lastricare una nota via. Non di meno, gli intermediari non possono essere meglio dei propri clienti, i quali, in genere, hanno espresso consenso per quelle buone intenzioni. Giacché la via della comodità e della ricerca della popolarità appare all'inizio agevole, e perciò è molto affollata.

6. Le banche e il contesto socio-economico e politico.

Una politica dei pubblici bilanci favorevole al *deficit spen-*

ding può essere giudicata con severità, ma è sovente il frutto di un clima d'opinione e di un contesto socio-economico che la consentono, senza che vi sia una valida opposizione. In tale situazione, il *sentiment* dei mercati monetari e di quelli finanziari non riesce a indicare, con ripercussioni sulla pubblica opinione, che si sta imboccando la strada della non sostenibilità dei debiti pubblici. Le banche centrali perdono gradi di indipendenza, i sistemi di intermediazione creditizia e finanziaria sono trascinati dal comportamento della clientela e dalla situazione di ambiente. L' "ansia" per i debiti sovrani si manifesta in ritardo. Senza pienamente recuperare l'indipendenza delle banche centrali, ogni ammonimento delle banche, cade nel vuoto. Consigliare alla clientela di non concorrere alle aste dei titoli pubblici, dati i rischi e i pericoli in prospettiva, per l'eccessiva consistenza dei debiti statali, parrebbe un atto eversivo, sedizioso, destabilizzante.

Gli intermediari creditizi e finanziari non sono attori di una politica economica fondata sul debito pubblico. Possono ammonire fino al confine, oltrepassato il quale, divengono agenti del dissenso politico. Non possono sovente nemmeno attuare in proprie combinazioni produttive che indichino preoccupazione per la sostenibilità dei debiti sovrani, se il contesto più generale determinasse una rilevante onerosità di simili scelte, giacché ciò potrebbe pesare su categorie vaste di *stakeholders*. Non di rado, gli intermediari creditizi e finanziari possono solo ... borbottare!

Non di meno, in un contesto di globalizzazione economica, di vaste aree geo-politiche, è possibile valutare il potenziale ventaglio di opzioni, in un'ottica, se consentita dalle condizioni operative della clientela, di medio/lungo periodo. La libertà dei movimenti internazionali dei capitali è fondamentale. Di qui, però, un nuovo problema organizzativo, dimensionale e funzionale. La gamma delle opzioni e di scelte possibili esige un dominio di informazioni e di

conoscenze che, sovente, mal si concilia con gli effettivi orizzonti operativi della clientela. Né le innovazioni di prodotto in campo finanziario consentono, allo stato, di conciliare differenziati profili operativi e distinte esigenze. Talché in dottrina non si sa definire la dimensione ottimale, *pro tempore*, di una banca. E talora si propugnano intermediari che siano molto prossimi alla clientela, tal altra che siano multinazionali, e così via.

Infine, in rapporto all' "ansia" per i rischi sovrani il possibile ventaglio delle opzioni da offrire alla clientela ha un'apertura non troppo limitata, se gli ordinamenti non sono vincolanti, e, quindi, la questione morale al proposito può essere affrontata. Possibilmente svolgendo in modo distinto l'attività di *asset management*, e anche quella di gestione del proprio portafoglio di investimento. Certo, occorre una conoscenza non superficiale della clientela, e molta trasparenza nel trasferire ad essa informazioni e conoscenze, specificandone il possibile grado di indeterminazione e di incertezza.

Non dimenticando che i due estremi sono rappresentati da un lato, dal cliente che afferma: "non datemi consigli, so sbagliare da solo!" e, dall'altro lato, dal cliente, che sostiene: "datemi consigli, corredati da ampie informazioni e numerose notizie, nonché da vostre opinioni al riguardo; se sbaglio, anche delegandovi la gestione di una parte del mio patrimonio, la colpa è, in ogni caso, vostra!". Una buona ragione per tenere distinta dall'attività bancaria, la gestione della ricchezza mobiliare dei clienti.

7. Gli accordi di stabilizzazione dei rischi sovrani.

I pericoli corsi dalla Grecia e dall'Irlanda, nel corso del 2010, hanno sollecitato accordi e programmi degli stati dell'Unione Europea per costituire forme di protezione in ordine alla possibilità di *default* di uno, o più, di essi, avente particolari difficoltà di rinnovare a scadenza i propri tito-

li del debito pubblico giunti a maturazione. In cambio dell'adozione, da parte dello specifico stato con problemi di sostenibilità del debito, di una politica fiscale e di bilancio in grado di riportare ordine nei conti pubblici, gli altri stati finanzierebbero un fondo in grado di garantire il collocamento, senza farne crescere oltre misura i rendimenti, delle nuove emissioni di titoli pubblici, allontanando in tal modo i pericoli di insolvenza, e consentendo una graduale ristrutturazione del debito statale specifico.

Le condizioni fondamentali al proposito sono: (a) la credibilità della politica fiscale di rientro nei confini di sostenibilità del debito; (b) il monitoraggio continuo di detto programma, da parte degli organi dell'Unione; (c) l'applicazione pronta di sanzioni adeguate nel caso di scostamenti, non giustificati, dal piano.

Non sarebbe invece credibile un tempo troppo breve concesso per l'applicazione delle misure di rigore e di austerità, finalizzate al risultato. Ogni singola situazione dovrebbe prevedere un tempo adeguato. E' importante, in ogni caso, che, fin dai primi provvedimenti, il programma fiscale risulti coerente con gli obiettivi. Un avanzo primario di bilancio, congruo al fine della graduale riduzione del rapporto: "debito pubblico circolante/PIL", ancorché l'obiettivo finale si palesi possibile nel medio/lungo termine, per esempio, sarebbe un buon indicatore di possibile sostenibilità del debito. E, invero, la speculazione finanziaria su un debito sovrano si scatena quando la sostenibilità dello stesso si manifesta improbabile nel medio/lungo periodo.

L'affidabilità di un fondo "salva stati", come usa chiamarlo, nel caso dell'Europa, sta: (a) nell'ammontare del debito complessivo degli stati in condizioni di precaria sostenibilità dei propri impegni sovrani; (b) nella capacità dei rispettivi governi di attuare, in concreto, una politica fiscale di rigore e di austerità, senza determinare instabilità sociale e politica; (c) nel rafforzarsi del generale convin-

cimento che la moneta unica e il mercato unico siano assai più vantaggiosi di ogni altra alternativa; (d) nel progresso verso la costruzione politica dell'Europa, con l'approvazione di una costituzione europea.

L'affidabilità predetta, pertanto, poggia anche, data l'ansietà per i debiti, sulla disponibilità di ogni stato di rinunciare a gradi della propria sovranità interna.

L'ottimismo della ragione induce a credere che sia ampia e diffusa la maggioranza di coloro che reputano irreversibile il processo di unificazione dell'Europa, e quindi reputano che i sacrifici necessari all'uopo saranno accettati. Perciò che l'euro sarà salvato e che i debiti sovrani degli stati dell'Unione Europea saranno alla fine onorati, anche se a prezzo, forse, di qualche ristrutturazione, soprattutto in termini di durata, dei debiti circolanti.

Le banche possono condividere, in proprio: l'ottimismo della ragione. Hanno la possibilità di valutare se le condizioni necessarie per giustificarlo si verificano via via. Debbono stimare, nell'aspetto etico, quale grado di informazione e di raggiunta consapevolezza debba essere assicurato, in concreto, a ogni cliente.

In astratto, infatti, le situazioni di Grecia, Irlanda, Portogallo, Belgio, Spagna e Italia, giustificano la dichiarazione del Presidente della BCE, che alcuni stati dovranno fare sforzi giganteschi per riportare ordine nei propri conti pubblici. Ma è anche vero che la disunione, e la meno intensa condivisione dei fini primi, sarebbe fatale nel tempo del pericolo e della prova. Come insidiosa può essere la sottovalutazione dei rischi nella materia di cui si tratta.

Per i banchieri, il problema sarà quello di essere: operatori consapevoli; non comodi funzionari del consenso politico; non agenti di un dissenso che potrebbe interpretarsi

sedizione; attenti nell'offrire informazioni e conoscenze ai clienti -affinché anch'essi valutino rischi, pericoli e occasioni-; vigili nel percepire il *sentiment* della congiuntura economica e dei mercati, in un quadro di economia globale; scienti che nel rapporto costi/benefici l'esperienza della moneta unica europea degli ultimi tre lustri premia il lato dei vantaggi.

A tale ultimo riguardo, si può credere che la solidarietà, sulla quale si gioca la partita del fondo "salva stati", non sarà di facciata. Ridurre il perimetro dell'Unione Monetaria ed Economica sarebbe un errore, per tutti. Ma sul punto i banchieri possono "scommettere in proprio", non per conto dei clienti gestiti, se tali ultimi non sono consapevoli dei rischi possibili.

8. Gli indicatori di mercato della sostenibilità del debito pubblico.

Ancorché il sistema degli intermediari creditizi e finanziari sia una contropartita di prima importanza sul mercato primario dei debiti sovrani, il *sentiment* da trasmettere agli emittenti è quello delle condizioni successive, immediate o di corto periodo, di collocamento finale di tali emissioni. Il sistema degli intermediari è investitore ultimo solo per una quota delle medesime.

Due indicatori significativi di una più difficile sostenibilità dei debiti sovrani sono rappresentati, rispettivamente, dalla preferenza degli investitori finali ad abbreviare la durata dei titoli in portafoglio e dalla richiesta di rendimenti crescenti. Pertanto se un stato rinnova i titoli del debito, giunti a maturazione, con emissioni man mano di durata minore, e per le stesse paga rendimenti crescenti, non in linea con le condizioni prevalenti, si ha evidente l'indicazione di un mercato dell'investimento desideroso di maggior ordine nei conti pubblici di quel Paese. Le banche che

operassero contro corrente finirebbero con il divenire inopinati investitori finali, e i banchieri che le guidano funzionari di un consenso che non è nei fatti.

L'attenzione agli ordini, della clientela e dei corrispondenti, per le operazioni sul mercato primario è, pertanto, di prima importanza per interpretare il *sentiment* degli operatori e per analizzarne il grado di fondatezza. Può anche essere che i segnali si ricolleghino a condizioni più generali; se, invece sono specifici nei confronti di date emissioni, il valore indicativo, che sottintendono, va attentamente stimato, nello stesso interesse del debitore.

Il banchiere, poi, non deve mai dimenticare una regola aurea del “mestiere”: chi ha capacità di reddito ha capacità di ottenere credito. *Mutatis mutandis*, solo la crescita economica è una premessa alla sostenibilità dei debiti pubblici, giacché permette al bilancio pubblico di conseguire congrui “avanzi primari”, in modo che il rapporto “debito circolante/PIL” tenda a proporzioni coerenti, nel corso del tempo: con il bilancio di parte corrente; con le spese pubbliche di investimento, ancorché finanziate col debito, e con la redditività successiva delle stesse; con la cadenza di crescita, in prospettiva, del prodotto interno. E le elaborazioni di sintesi di dette grandezze vanno rese accessibili ai clienti, ai risparmiatori e agli investitori, affinché nessun segnale mediato agli emittenti possa essere interpretato come atto di sedizione.

In sintesi, nessuno pretende che uno stato paghi i titoli di debito in scadenza senza sostituirli con altri di nuova emissione, ma sono le condizioni a cui tali nuove emissioni sono collocate ad indicare la sostenibilità successiva del debito circolante. E, certo, l'avvento della moneta unica europea, una ritrovata generale stabilità monetaria, un livello storicamente basso dei saggi di interesse e di rendimento, la non applicazione pronta delle sanzioni previste dal trattato di

Maastricht e dal patto di stabilità per gli eccessivi deficit pubblici, hanno concorso, per qualche tempo, ad attenuare l'attenzione in ordine ai debiti sovrani degli stati dell'Unione Europea, al punto di trasformarla poi in "ansia".

9. Conclusioni.

Con l'avvento dell'euro, molti Paesi europei, certo l'Italia, hanno ritrovato una stabilità monetaria perduta da tempo. Hanno conosciuto un sistema di saggi di interesse storicamente bassi, che hanno ridotto il costo dei propri debiti. Hanno riscontrato nei risparmiatori e negli investitori una rafforzata fiducia, che ha permesso di ampliare confini e dimensioni del mercato finanziario in rapporto alla circolazione dei debiti pubblici.

Il clima generale di opinione si è orientato, in un primo tempo, verso un giudizio di non rischiosità dei debiti statali. Tutto ciò ha consentito politiche dei debiti pubblici alquanto agevoli. Fino al punto che il confine dei disavanzi di bilancio (3% del PIL) previsto dal trattato di Maastricht è stato talvolta superato, anche prima della crisi del 2007. E siccome a varcare il termine furono anche la Francia e la Germania, le sanzioni previste dagli accordi non furono applicate, concorrendo a determinare, dopo qualche anno, quella che è stata definita una situazione di "ansia".

In retrospettiva si può dire che gli stati dell'Unione Europea hanno vissuto un tempo in cui i debiti pubblici hanno potuto essere collocati a un costo minore rispetto a più generali condizioni di solvibilità e di sostenibilità, sì che, anche in virtù degli aiuti per contrastare la crisi emersa dall'estate 2007, le emissioni sul mercato primario sono state nel complesso copiose.

Nel complesso le banche non potevano certo contrastare la situazione sopra indicata, e, pur senza cadere in una condi-

zione di agevolare il consenso politico al proposito, hanno certo concorso ad assicurare al mercato primario e a quello secondario dei titoli pubblici la necessaria liquidità, la continuità degli scambi, l'ordinato andamento dei corsi.

Non di meno, sul mercato si addensavano nubi, come emerse nella primavera del 2010 con la crisi del debito greco. Gli analisti internazionali avvertirono che il debito, in alcuni stati dell'Unione Europea aveva raggiunto limiti di difficile sostenibilità. Oltre alla Grecia furono subito indicati: Irlanda, Portogallo e Spagna, ma anche, per l'alta percentuale del debito circolante rispetto al PIL: Belgio e Italia.

Cominciarono a diffondersi le proposte più varie: dalla riduzione del perimetro dell'Unione Monetaria alla divisione dei debiti in azzurri (sostenibili) e rossi (non sostenibili); dalla garanzia europea fino a una certa percentuale del PIL alla quota di rischio da gravare sui contribuenti dello stato emittente; e così via. E' evidente che la così detta "ansia" per i debiti sovrani non era per nulla infondata; ma le banche europee maggiori risultarono in possesso di titoli di vari stati, compresi quelli sopra elencati in pericolo di difficile sostenibilità del debito in circolazione. Quindi, avevano sostanzialmente "scommesso" che per salvare la moneta unica, la solidarietà internazionale avrebbe pure consentito la solvibilità dei debiti pubblici, pena pericoli di "contagio". Avevano fatto puntare sulla medesima sorte anche i clienti?

La questione morale adombrata nel presente saggio è: l'accennata scommessa è una scelta speculativa o semplicemente un atto di grande fiducia nella politica dell'UME? Certo la moneta unica va salvata, pena una grave instabilità in tutta Europa; ma, come verrà ripartito il conto? Riusciranno gli stati troppo indebitati dell'Unione Europea a riportare ordine nei propri conti pubblici, sia pure con sforzi giganteschi?

La speculazione finanziaria internazionale propende per la risposta negativa; le banche europee maggiori, in prevalenza, credono nella continuità dell'euro. Il che, tecnicamente, dovrebbe passare però attraverso una probabile ristrutturazione dei debiti circolanti.

La questione morale è: quale tipo di comunicazione offrire, al proposito, ai clienti? Va scelta un'ottica di breve, di medio o di lungo periodo? Possono venire dalle banche, dai risparmiatori, dagli investitori i segnali per ammonire i governi a riportare ordine nei propri bilanci?

Il futuro ci darà la risposta ai vari quesiti e chiarirà quale clima di opinione dominerà gli anni dieci del primo secolo del nuovo millennio. Credo che una pacata riflessione porti a concludere che nessuno degli attori sia senza peccato, e che, pertanto, nessuno possa scagliare la prima pietra. L'ammonimento aureo dopo il perdono, per i governi, è: amministrare bene il bilancio dello stato, senza indulgere verso la via della comodità e della ricerca di popolarità.

Ai banchieri resta l'insegnamento: nessun potenziale debitore è immune da rischio e le garanzie collaterali che lo assistono possono essere più fragili di quanto non appaiano.

Tuttavia la saggezza antica ricorda ai risparmiatori, agli investitori, agli intermediari finanziari, a tutti gli operatori economici, che: "chi non rischia non rosica" e la ricerca del bene comune non ha successo senza accettare, con consapevolezza, qualche rischio.

Biografia

Tancredi Bianchi

Nato a Caravaggio (Bergamo) nel 1928 si è laureato con i massimi voti e lode, alla Bocconi di Milano, nel giugno 1952, discutendo una tesi di laurea su “*Quantità economiche nelle banche di credito ordinario*”, in seguito pubblicata in volume.

Avviatosi alla carriera accademica, ha conseguito la libera docenza in “*Tecnica Bancaria e Professionale*” nel 1959 ed è risultato primo ternato nel concorso a cattedra, bandito dall’Università di Pisa, della stessa disciplina nel 1964. È stato titolare dell’insegnamento della materia a “Ca’ Foscari”, a “La Sapienza di Pisa”, a “La Sapienza di Roma” e, dal 1979 al 2003 alla Bocconi di Milano, quando per raggiunti limiti di età, è stato posto in quiescenza.

È autore di importanti e numerosi saggi, monografie e articoli scientifici. Si ricordano, tra le principali monografie: *Gli aumenti di capitale nelle imprese; Mercato finanziario e Borse valori; Le banche di deposito; Costi ricavi e prezzi nelle banche di deposito; L’economia del credito a medio termine; La banca in mercati integrati.*

Ha diretto due riviste scientifiche: *Banche e Banchieri* e *Bancaria*.

È, al presente, Professore Emerito di Economia delle Aziende di Credito.

All’attività accademica e scientifica ha unito quella professionale in consigli di amministrazione di banche, compagnie di assicurazioni, società industriali quotate (*Credito Bergamasco; Credito Romagnolo; Cassa di risparmio di Verona; Banca della Provincia di Napoli; Centrobanca; Assicurazioni Milano; Montedison; Luxottica; Cimiteria di Monselice; A2A; Unione Fiduciaria*).

Nel 1995 è stato nominato Cavaliere al Merito del Lavoro. Ha presieduto dal 1982 al 2003 l’Associazione Nazionale delle Banche Private Italiane, di cui è ora presidente onorario. Dal 1991 al 1998 è stato Presidente della Associazione Bancaria Italiana, della quale, dal 1998, è presidente onorario.

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it - sito web: www.assbb.it

Stampato da Grafica Briantea Srl - Usmate (MI)
Marzo 2011