

Ancora sul credito di ultima istanza

1. Fra la vigilanza preventiva sull'intermediazione finanziaria e la gestione dei casi di formale insolvenza degli intermediari si situano le difese contro l'instabilità attraverso il credito di ultima istanza, un tema classico del *central banking*. Almeno tre aspetti, di una problematica risalente molto indietro nel tempo ma attualissima, richiedono l'approfondimento: il rilievo del credito di ultima istanza oggi e in prospettiva, i criteri a cui deve ispirarsi, il pieno adeguamento dell'assetto istituzionale italiano a tali criteri.

Credito di ultima istanza, nella più tradizionale accezione, è il fido accordato dalla banca centrale, direttamente e su base bilaterale, a singoli intermediari finanziari. Le finalità generali sono chiare: concorrere alla regolazione della base monetaria, evitare che situazioni di illiquidità diano luogo a dissesti, assicurare in senso sistemico la stabilità bancaria e finanziaria.

Per anni, in Italia non si era più parlato di credito di ultima istanza, in questa accezione, nella quale non rientrano le operazioni di acquisto di titoli nel mercato "aperto" e le misure restaurative per il caso di intermediari dichiarati falliti. È tornata a parlarne la Banca d'Italia, nel 1984:

«Dovere della banca centrale, oltre al promuovere, nello stesso sistema creditizio, la ricerca di migliori soluzioni istituzionali per i problemi dell'estrema patologia bancaria, è l'affinare gli strumenti a cui si richiede di impedire che specifiche situazioni di mera illiquidità degenerino in casi d'insolvenza.

È essenziale poter disporre di una gamma articolata di forme tecniche attraverso cui finanziare, ai tassi ufficiali, singole aziende di credito. In questa materia, che è alla base della funzione di banca centrale, la normativa del nostro paese è antica e presenta rigidità che limitano gli interventi necessari per sovvenire a intermediari in crisi di liquidità, meno dotati di titoli e di possibilità d'accesso al mercato interbancario. In particolare, l'elenco delle garanzie che devono tutelare l'esposizione della

Banca d'Italia potrebbe rivelarsi eccessivamente ristretto, soprattutto per il caso di aziende di credito in amministrazione straordinaria.

Nell'ambito legislativo vigente, attraverso innovazioni tecniche introdotte negli ultimi anni, la regolazione della liquidità bancaria complessiva è stata affidata alle operazioni in titoli, unitamente a un uso più flessibile delle anticipazioni a scadenza fissa concesse a singoli istituti; l'anticipazione ordinaria, riducendosi il suo ruolo di integrazione di un mercato interbancario imperfetto, potrà meglio soddisfare le specifiche esigenze delle banche.

È irrinunciabile, nel credito di ultima istanza, poter far fronte con immediatezza a ogni situazione di illiquidità, evitando tuttavia che il mercato consideri l'accesso al rifinanziamento della banca centrale come una certezza acquisita. Lo richiede la salvaguardia della stabilità e, a un tempo, dell'attitudine a un'efficiente e prudentiale valutazione del rischio».¹

Questa pubblica richiesta di più ampie possibilità operative, di ulteriori gradi di libertà, da parte della Banca d'Italia, ha sorpreso molti. Non ha avuto seguito legislativo: la più estesa discrezionalità non è stata fino ad ora accordata. Forse non è inutile interrogarsi sulle ragioni della sorpresa, limitatamente a quelle d'ordine analitico.

Va ricordata, in primo luogo, la modestia quantitativa del credito di ultima istanza in Italia, nelle due forme tecniche del sconto e delle anticipazioni. Le variazioni dei tassi ufficiali hanno, da noi, vasta eco. Influiscono, attraverso effetti d'annuncio, sull'intera struttura dei tassi di mercato. Ma il sconto è di fatto circoscritto alla carta agraria, a tassi agevolati per decreto, con un'esposizione della banca centrale limitata a poche centinaia di miliardi. L'attenuarsi di strutturali inefficienze, nel mercato monetario e nella gestione della liquidità da parte delle banche, ha fatto sì che le anticipazioni ordinarie in conto corrente della Banca d'Italia scendessero in un trentennio dall'8 a meno dell'1 per cento dei depositi bancari. La Banca d'Italia usa attivamente le anticipazioni a scadenza fissa, ma per sovvenire a fabbisogni di denaro circoscritti a pochi giorni, nella regolazione delle riserve bancarie complessive.

Da lunghi anni l'imperativo è riassorbire la liquidità. Fra i guasti di un disavanzo pubblico ingente, imprevedibile, incontrollato, vi è la

¹ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, Roma, 1984, pp. 293-294.

creazione eccessiva, discontinua, di base monetaria attraverso il cosiddetto canale "Tesoro". Il credito di ultima istanza è ovviamente più utile per aggiungere liquidità, dosandola, che per sottrarla al mercato. Al fine di neutralizzare le immissioni di base monetaria del Tesoro, la riserva obbligatoria non poteva utilizzarsi oltre: erano già troppo elevati, anche nel confronto internazionale, il coefficiente rispetto alla raccolta e lo scarto fra rendimenti di mercato e remunerazione del versamento obbligatorio. L'impegno prevalente è consistito quindi nel contenere una liquidità tendenzialmente eccedente con operazioni di mercato aperto, in via definitiva e soprattutto in via temporanea, a tassi che non pregiudicassero in modo irreparabile il collocamento dei titoli dello Stato. Il "divorzio" fra politica monetaria e gestione del debito pubblico, le aste marginali e competitive dei titoli di Stato, i pronti contro termine, le modalità di versamento del corrispettivo dei titoli acquistati dalle banche, le "cinture" di sostegno della carta pubblica: su questi temi si è accentrata l'attenzione di banchieri, tesoreri, commentatori, degli stessi economisti.

Può aver influito, infine, il riproporsi di credenze neoliberiste o "monetariste". Sviati da una concezione meccanicistica, nella migliore delle ipotesi da tempi normali, taluni identificano la politica monetaria con la regolazione degli aggregati della moneta o del credito, preferibilmente verso valori prefissati e resi pubblici. Costoro sono naturalmente indotti a sottovalutare il ruolo, squisitamente qualitativo, degli "antichi" strumenti. Il monetarismo predilige le operazioni di mercato aperto, avversa il credito di ultima istanza. Le "turbative" del libero mercato da parte della banca centrale sarebbero minori con le operazioni in titoli, considerate neutrali perché rivolte all'intero sistema bancario, non a singole banche. Nella più estrema delle versioni proposte da Milton Friedman,² si sottolinea l'esigenza di evitare commistioni fra controllo della quantità di moneta e condizione delle singole banche, fra politica monetaria e azione di vigilanza. Il *discount window* va chiuso, la vigilanza anche. Il controllo di "M", secondo importi idealmente stabiliti per legge, deve attuarsi esclusivamente con operazioni di mercato aperto, effettuate

² M. FRIEDMAN, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York, 1959. Una versione forse più blanda è in M. FRIEDMAN, A.J. SCHWARTZ, "Has Government Any Role in Money?", *Journal of Monetary Economics*, 1986, pp. 37-62, dove sembra approvarsi lo stesso intervento effettuato nel 1984 dalla banca centrale americana a diretto sostegno della Continental Illinois, in grave, strutturale difficoltà.

da una snella agenzia governativa, per la quale la denominazione di banca centrale è forse filologicamente impropria. La stabilità delle banche può affidarsi a *ratio* prudenziali fra le poste del bilancio, a fondi di garanzia dei depositi volontari e privatistici, all'imposizione di una copertura delle passività bancarie a vista spinta sino al 100 per cento. L'assunto basilare - di fede - è che i mercati monetari e interbancari siano, o possano essere, perfetti, comunque capaci di realizzare una distribuzione soddisfacente dei mezzi liquidi.

Al di là delle supposizioni circa i motivi, il dibattito sui temi della moneta e della finanza svoltosi nel nostro paese ha pressoché ignorato il credito di ultima istanza. La questione va riproposta, movendo da considerazioni e convincimenti diametralmente opposti a quelli appena richiamati.

Il sistema bancario e finanziario italiano ha attraversato negli anni ottanta una fase di trasformazione profonda, non ancora conclusa. La dinamica strutturale può implicare instabilità, sebbene sino allo scorcio del decennio ciò non sia avvenuto.

La modestia del peso quantitativo dei finanziamenti diretti della Banca d'Italia deve indurre, non alla trascuratezza, ma all'attenzione. L'esperienza e il buon senso consigliano di mantenere efficienti tutti gli strumenti di rifinanziamento degli intermediari, di ricercare un equilibrio tra i vari "luoghi" di creazione della base monetaria: mercato dei titoli, bilancia dei pagamenti, settore pubblico e, appunto, banche.

Compito primo è stato, e rimarrà per non poco ancora, quello di riassorbire la base monetaria generata a dismisura dai disavanzi pubblici. Ma, non solo col pensiero ai nostri nipoti, è opportuno chiedersi per tempo se siano a punto le forme tecniche con cui rifornire di mezzi monetari un'economia che torni alla crescita senza inflazione, con bilancio statale finalmente avviato al riequilibrio. Alle operazioni di mercato aperto effettuate sullo *stock* del debito pubblico, nel mercato secondario, a un'auspicabile, netta riduzione del gravame esercitato sulle banche dalla riserva obbligatoria, dovrebbe potersi unire un credito di ultima istanza rinnovato, elastico, funzionale.

Soprattutto, vanno valorizzati i motivi di complementarità fra politica monetaria e vigilanza, fra aspetti macroeconomici e aspetti microeconomici del governo della moneta e del sistema finanziario. La politica monetaria è attuabile con decisione tanto maggiore quanto più le strutture finanziarie vengono rese, anche attraverso l'azione di vigilanza, efficienti e solide; può esser meglio dosata grazie alle

conoscenze, acquisite anche attraverso la vigilanza, circa la tenuta dei diversi comparti creditizi, per evitare strappi al tessuto finanziario e produttivo nelle fasi di restrizione. A propria volta, la vigilanza sarà più efficace, nel valutare e nell'agire, se muoverà da un quadro chiaro degli indirizzi e degli interventi della politica monetaria. Questi influiscono in modo decisivo, e variegato, sullo stato patrimoniale dei singoli intermediari finanziari.

Il credito di ultima istanza è strumento di confine fra politica monetaria e vigilanza: rivolto al sistema, accordato alle unità che lo compongono. La stabilità dell'industria bancaria e finanziaria costituisce la ragion d'essere originaria, permanente, anche se non più la sola, del *central banking*. Consentire l'insolvenza di banche solo illiquide, non contrastare il pericolo di dissesti a catena: queste sono, e devono restare, le colpe massime nella deontologia della banca centrale.

Le operazioni di mercato aperto possono a questi fini non bastare; occorre anche un credito di ultima istanza flessibile. Le operazioni di mercato aperto semplicemente non garantiscono che la liquidità di nuova creazione giunga a *quella* banca, illiquida e non insolvente, comunque capace di diffondere al sistema l'instabilità. I mercati monetari e interbancari - non solo da noi, dove pure importanti progressi sono stati avviati negli anni ottanta - non sono mai perfetti. Per carenza di informazioni, per incapacità nel valutarle, possono scambiare una condizione di illiquidità per una condizione di insolvenza. Sono parte di sistemi economici oligopolistici: non si può escludere che i finanziamenti a una banca rivale, al limite solo illiquida, vengano razionati, precipitandola nell'insolvenza.

2. È probabilmente vero - soprattutto se si etichetta il non-accademico Henry Thornton come un non-economista - che il prestatore di ultima istanza non ha tratto origine dal pensiero di un economista, ma dalla pratica del mercato.³ Certo, la pratica preesisteva al "Lombard Street" di Bagehot. L'esperienza successiva, confortata infine anche da una parte almeno della teoria, ne ha con-

³ C.P. KINDLEBERGER, *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Macmillan, London, 1978, pp. 162-165. I fondamentali contributi di Thornton (1802) e Bagehot (1873) sono ora entrambi disponibili in italiano grazie all'iniziativa della Cassa di Risparmio di Torino. Cfr. H. THORNTON, *Indagine sulla natura e sugli effetti del credito cartolare in Gran Bretagna*, Torino, 1990; W. BAGEHOT, *Lombard Street. Mercato monetario inglese*, Torino, 1986. Cenni al "dernier resort" si rinvengono già in F. BARING, *Observations on the Establishment of the Bank of England*, Minerva Press, London, 1797².

fermato la necessità. Ciò essenzialmente per due ragioni d'interesse generale: evitare diseconomie esterne al mondo bancario, evitare perdite di benessere economico per gli utenti dei servizi finanziari.⁴

Il sistema bancario, con riserve liquide che rappresentano una frazione di passività a vista e a breve, è esposto a crisi di fiducia. Le conseguenze possono risultare ben più diffuse, e gravi, di quelle a cui va incontro ogni altro settore produttivo. L'illiquidità e la temuta insolvenza di una banca provocano ritiri di depositi. Questi possono estendersi ad altre banche e, in una reazione a catena che degeneri in panico, al sistema finanziario. La ramificazione dei rapporti di debito-credito, il loro pressoché inestricabile intreccio possono allora far sì che i dissesti aziendali e la decurtazione dell'attività colpiscano l'intera economia.

I pratici di cose bancarie hanno compreso da gran tempo le ragioni per cui la probabilità che la crisi di una unità scuota la fiducia verso tutte le altre è nell'industria bancaria non trascurabile, comunque più alta che in ogni altra industria. Hanno sottolineato la natura strettamente bilaterale del rapporto di fido, fra il cliente finanziato e la banca, in relazione alla mobilità dei depositi che la banca si è impegnata a restituire.⁵ Nel linguaggio accademico corrente i contratti di debito-credito, di necessità proiettati nel futuro, sono intrinsecamente contrassegnati da limiti nel loro rispetto e da incompiutezze e asimmetrie d'informazione.⁶ La fiducia, da ultimo fondata

⁴ F. HIRSCH, *The Bagebot Problem*, The Manchester School of Economic and Social Studies, 1977, pp. 241-257.

⁵ Si può far riferimento ancora a THORNTON, *op. cit.*, Cap. VII. Egli sottolinea che, mentre «il banchiere dispone di mezzi di gran lunga superiori per distinguere il commerciante avveduto da quello imprudente» (p. 89), i depositanti «hanno scarsa possibilità di valutare l'affidabilità» delle varie banche (p. 92), e possono quindi ritirare i depositi indiscriminatamente, anche da banche sane.

⁶ Il saggio di Hirsch offre una chiara introduzione al credito di ultima istanza lungo queste linee, tracciate, in punto di teoria generale, da vari autori. Si veda, soprattutto, K.J. ARROW, "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care", *American Economic Review*, 1963, pp. 941-973; "Insurance, Risk, and Resource Allocation" in *Aspects of the Theory of Risk-Bearing*, Helsinki, 1965; "Limited Knowledge and Economic Analysis", *American Economic Review*, 1974, pp. 1-10; "Agency and the Market", in K.J. ARROW, M.D. INTRILIGATOR (eds.), *Handbook of Mathematical Economics*, North Holland, Amsterdam, 1986, vol. III. Il punto cruciale è efficacemente compendiato in questo brano, tratto dal terzo saggio citato: «Il creditore vuol conoscere i cespiti del debitore, la possibilità delle loro variazioni, persino cosa il debitore farà con il credito ricevuto. Un rapporto siffatto, di ricerca dell'informazione altamente personalizzata, è ben lontano dal modello di un mercato impersonale» (p. 8). Si veda anche il brillante contributo di G.A. AKERLOF, "The Market for 'Lemons': Quality, Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 1970, pp. 488-500.

sulla consuetudine di rapporto fra banca e cliente, integra e sostituisce l'informazione *marketable*, là dove essa è incompleta, asimmetrica, mancante. L'adeguatezza dell'informazione sui clienti affidati non v'è per le stesse *Hausbanken*. A maggior ragione non può esservi per il mercato in generale, nei confronti sia della clientela sia delle banche esposte verso di essa. Non a caso, un mercato secondario dei fidi è tuttora sostanzialmente inesistente. Il concetto, e il connesso problema, noto da sempre ai banchieri, è chiarissimo dall'etimo stesso della parola "credito": «buona reputazione, pubblica stima e fiducia».⁷

Proprio perché non fondabile sulla pienezza dell'informazione, il "credito" di cui le banche e i loro clienti godono può rapidamente, diffusamente venir meno: per esteso contagio di valutazioni negative, non suscettibili di sicura verifica, con effetti, appunto, a catena, molto difficili da anteverdere. «Il panico finanziario si configura come un sistema instabile: piccole differenze nelle condizioni iniziali possono determinare grandi differenze nell'esito finale.»⁸

Di conseguenza, una struttura monetaria e finanziaria solida e meritevole di fiducia rappresenta un bene pubblico. Ciò nel duplice senso che soddisfa l'interesse generale e non limita i suoi benefici a chi sopporta il costo del produrlo. Al potenziamento e alla tutela di questo bene si rivolgono l'esistenza stessa e l'eventuale agire del prestatore d'ultima istanza.

Di fronte alla possibilità di una crisi bancaria *generale*, lo stesso Friedman ha da ultimo riconosciuto come non facile concepire un meccanismo, automatico e di mercato, che rimuova l'esigenza di avere un finanziatore ultimo.⁹ Ma, come appare evidente, il primo atto dovuto è cercar di prevenire il contagio a monte, sostenendo le banche presso le quali i focolai d'illiquidità s'accendono. L'intervento, mirato a *quelle* banche, non può allora restringersi alle operazioni di mercato aperto; deve potersi estendere a forme di rifinanziamento diretto. Ciò è tanto più vero quanto più il mercato monetario si allontana da un'astratta, mai raggiunta, irraggiungibile perfezione.

⁷ Vespasiano da Bisticci (1498), come da M. CORTELAZZO, P. ZOLLI, *Dizionario etimologico della lingua italiana*, Zanichelli, Bologna, 1979, vol. 1/A-C, p. 295.

⁸ R.M. SOLOW, "On the Lender of Last Resort", in C.P. KINDLEBERGER, J.P. LAFFARGUE (eds.), *Financial Crises*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982, p. 240.

⁹ M. FRIEDMAN, A.J. SCHWARTZ, *op. cit.*, p. 54.

Se i mercati monetari e finanziari sono imperfetti, il credito di ultima istanza è chiamato a farsi carico di un secondo problema, oltre al rischio di un crac generale. I mercati, semplicemente, non garantiscono che banche pur solvibili superino situazioni d'illiquidità. L'intermediazione, bancaria e finanziaria, risulterà meno sviluppata di quanto avverrebbe se l'informazione non fosse incompleta, asimmetrica, mancante. Sarà inavvicinabile l'eguaglianza ideale fra i tassi marginali di sostituzione degli utenti dei servizi della finanza e i tassi marginali di trasformazione dei produttori di quei servizi. La perdita di benessere economico per la società nel suo insieme va evitata attraverso un intervento pubblico che assicuri la liquidità agli intermediari solvibili: il credito di ultima istanza, appunto. In questo caso, esso non può assumere altra forma che quella del rifinanziamento diretto, rivolto al singolo intermediario.

La protezione dall'illiquidità, naturalmente, non va data agli insolventi. Qualità e dimensione ottimali dell'offerta di servizi finanziari sarebbero altrimenti minate in un senso ancor più strutturale: con acuti problemi di *adverse selection* e *moral hazard*, con inefficienze d'ogni tipo, statiche e dinamiche, allocative e "X".¹⁰

La distinzione, tanto difficile da verificare in pratica quanto chiara concettualmente, fra illiquidità - incapacità di onorare i debiti alla scadenza - e insolvenza - incapacità di onorare i debiti da ultimo, essendo il loro valore superiore al valore "vero" dei crediti e degli altri cespiti - è al cuore della funzione di *lending of last resort*. L'intermediario finanziario solo illiquido ma solvibile, se riconosciuto tale, non incontrerà difficoltà, se il mercato monetario è ragionevolmente concorrenziale. Altrimenti, mancando di realizzarsi questa doppia condizione, occorrerà un intervento esterno. Dovrà effettuare un soggetto istituzionale attrezzato in risorse di capitale e in base monetaria, capace di sceverare anche attraverso strumenti non di mercato i casi di illiquidità da quelli in cui essa è commista con l'insolvenza.

Di questi strumenti non di mercato la banca centrale - istituzione pubblica costruita per essere quotidianamente presente sui mercati - può disporre, per consuetudine o per legge. La consuetudine di rapporti con le banche commerciali, unita alla posizione di premi-

¹⁰ Un utile riferimento sintetico sui diversi concetti di inefficienza resta H. LEIBENSTEIN, "Allocative Efficiency vs. 'X-Efficiency'", *American Economic Review*, 1966, pp. 392-415.

enza, può dare alla banca centrale, su basi informali, accesso privilegiato alle informazioni utili ai fini della distinzione fra illiquidità e insolvenza. Crescendo il numero delle banche, il metodo del *club* esclusivo rischia di dar luogo a cartelli distorsivi della concorrenza, o di perdere d'efficacia. Diviene allora opportuno prevedere poteri anche formali di raccolta delle informazioni sullo stato delle banche: di norma, nell'ambito di una vigilanza bancaria in tutto o in parte svolta dalla stessa banca centrale, strettamente raccordata con la funzione di credito di ultima istanza e di politica monetaria.

Per il caso di temuta insolvenza, la valutazione che la banca centrale è chiamata comunque a dare, spesso in tempi brevi e sotto la pressione degli eventi, deve estendersi alla probabilità che negare il sostegno allarghi la crisi. Se questa probabilità viene giudicata alta, le conseguenze di una crisi generalizzata, creditizia e financo reale, devono essere poste a confronto con quelle che nel più lungo periodo possono derivare dal far eccezione alla regola di non rifinanziare intermediari insolventi. Evidente è la delicatezza di una siffatta valutazione *ex ante* costi-benefici da parte della banca centrale, costretta fra i due estremi di non sostenere gli intermediari mal gestiti e di non consentire che l'instabilità dilaghi. Non piccola è la difficoltà dello stesso riscontro *a posteriori* della fondatezza e correttezza di scelte intrinsecamente discrezionali.¹¹

¹¹ «Solo nel corso di questo decennio la Riserva Federale ha evitato in almeno due occasioni crisi finanziarie che altrimenti si sarebbero molto probabilmente manifestate. Mi riferisco in particolare al *fallimento* della Penn Central Transportation Company nel giugno 1970 e al *fallimento* della Franklin National Bank nell'ottobre 1974. Nel primo caso l'impossibilità della Penn Central di rimborsare la propria carta commerciale causò grande costernazione fra i detentori di carta commerciale in genere. Per evitare un panico finanziario la Riserva Federale accantonò per qualche tempo i propri obiettivi monetari, aumentò considerevolmente il risconto e mutò i suoi regolamenti in modo che le banche commerciali potessero raccogliere fondi sul mercato aperto per finanziare imprese che non erano in grado di rinnovare la loro carta commerciale in scadenza. Nel caso della Franklin National la Riserva Federale prestò a questa banca internazionale in crisi quasi 2 miliardi di dollari. Prima del rimborso di questi crediti fu possibile negoziare l'assorbimento della banca da parte di un'altra, che difese gli interessi dei depositanti e dei clienti della Franklin. Queste iniziative sono state ispirate a una consapevolezza della responsabilità nei confronti del sistema finanziario nel suo complesso, interno e internazionale. Allo stesso modo le banche centrali di altri paesi, in particolare la Banca d'Inghilterra, hanno assolto costruttivamente la funzione di prestatori di ultima istanza, e il concetto stesso di responsabilità della banca centrale è stato ampliato e chiarito nel corso delle discussioni che negli ultimi anni si sono svolte presso la Banca dei Regolamenti Internazionali.» A.F. BURNES, "Il dramma morale del banchiere centrale", in P. CIOCCA (a cura di), *La moneta e l'economia. Il ruolo delle banche centrali*, il Mulino, Bologna, 1983, pp. 164-165 (corsivo mio).

L'assicurazione dei depositi può contribuire a evitare che focolai di instabilità si risolvano in un panico esteso ad ampie parti del sistema bancario (con trasferimenti di depositi verso le parti rimanenti) o diffuso, al limite, all'intero sistema (con prevalente sostituzione di contante a depositi). L'assicurazione riuscirà nell'intento se, per il mero fatto di esistere e senza scattare, consoliderà la fiducia che i risparmiatori, depositanti, ripongono nelle banche. Naturalmente, vi riuscirà in vario grado e a costi diversi, a seconda di come verrà concretamente congegnata sul piano istituzionale. Il contrasto è fra l'efficacia nel prevenire ritiri di depositi su larga scala che l'assicurazione può avere, da un lato, e, dall'altro, i fenomeni di *moral hazard* che può provocare. Essa può attenuare la cura con cui i depositanti selezionano le banche; può rendere gli amministratori e gli azionisti meno scrupolosi nella conduzione e meno attenti alla *performance* delle banche: ciò sebbene restino esposti alle ripercussioni di una cattiva gestione, professionali per i primi, giuridiche per i secondi. Assumono quindi rilievo le specifiche scelte d'assetto dell'assicurazione: se a copertura totale, o parziale;¹² se pubblica e obbligatoria, o privata e volontaria;¹³ se unita, o meno, a una autorità di regolamentazione e supervisione volta a contenere l'assunzione di rischi aggiuntivi;¹⁴ se con premi correlati, o meno, alla posizione di rischio di ciascuna banca, ovvero con copertura limitata ai depositi non remunerati al di là della norma.¹⁵

¹² Le opinioni oscillano tra i due estremi, dell'inevitabilità e dell'inaccettabilità, di una copertura 100%. Si veda, fra i sostenitori della prima tesi, J.R.S. REVELL, "The Complementary Nature of Competition and Regulation in the Financial Sector", *Revue de la Banque*, 1980, p. 32, e, fra i sostenitori della seconda tesi, J. TOBIN, "A Case for Preserving Regulatory Distinctions", *Challenge*, Nov./Dec. 1987, p. 12.

¹³ L'orientamento analitico è a favore della soluzione pubblicistica, più efficace e credibile. Si veda, ad esempio, D.W. DIAMOND, P.H. DYBVIK, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, 1983, pp. 401-419. Si veda anche, sulla loro scia, C. GOODHART, *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge (Mass.), 1988, cap. 6. Milton Friedman, nel saggio citato redatto insieme con la Schwartz, continua a dichiararsi non convinto.

¹⁴ L'opinione prevalente è per una risposta affermativa. Cfr. F.P. EDWARDS (ed.), *Issues in Financial Regulation*, McGraw Hill, New York, 1979.

¹⁵ Sui limiti d'applicabilità e d'efficacia degli accorgimenti volti a frenare per tali vie il *moral hazard* che l'assicurazione dei depositi implica, cfr. E.J. KANE, *The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance*, M.I.T. Press, Cambridge (Mass.), 1985.

Ci si può chiedere se un'assicurazione dei depositi non priva d'efficacia contro i *run* si ponga in alternativa rispetto al credito d'ultima istanza. «Non priva d'efficacia» significa che l'assicurazione riduce la probabilità che una fuga dai depositi abbia luogo, la circo-scrive qualora si determini. Essa tuttavia non può -- forse nemmeno accettando il costo più alto in termini di garantismo e di *moral hazard* -- dare la certezza che l'evento temuto venga evitato. Persino nel caso, estremo, di una copertura 100% del valore dei depositi, i risparmiatori potrebbero cercare maggiore sicurezza e/o voler evitare inconvenienti amministrativi, spostando i propri fondi, con minimi costi di transazione, verso il contante o verso banche che appaiono più solide.

L'assicurazione dei depositi non consente, quindi, di fare a meno del credito di ultima istanza. Sui focolai d'instabilità a monte, che potrebbero innescare ritiri diffusi di fondi, è comunque opportuno intervenire, con il rifinanziamento diretto degli intermediari in difficoltà. Qualora il *run* avvenga, e si manifesti nella forma di uno spostamento di depositi all'interno del sistema bancario, il rifinanziamento diretto delle banche che perdono depositi è del pari opportuno. Può rivelarsi indispensabile, se le imperfezioni del mercato monetario ostacolano la diffusione nel sistema della liquidità creata attraverso operazioni di mercato aperto. Altrimenti, squilibri sistemici possono derivare dalla strutturale difficoltà che le banche verso cui affluiscono i depositi incontrano nel valutare e nel rilevare, da quelle che li perdono, i crediti: nei confronti della clientela affidata dalle banche in crisi esse hanno una consuetudine di rapporti minore, causa di inadeguata informazione. Qualora il *run* avvenga, e si manifesti, alla maniera di taluni paesi negli anni trenta, nella forma di una generalizzata, maggior domanda di contante, le banche centrali devono poter fornire il contante in ogni forma tecnica utile. Il suggerimento di Tobin, a distanza di oltre un secolo, è ancora quello di Bagehot: «far credito a chi raccoglie depositi e acquistare titoli sul mercato aperto, senza limiti».¹⁶

Se dal lato dei benefici ottenibili l'assicurazione dei depositi non consente di rinunciare al credito di ultima istanza, la superiorità di quest'ultimo appare indubbia dal lato dei costi in termini di *moral hazard*. Il credito di ultima istanza implica pur esso effetti di *moral hazard*, inevitabilmente. Ma la necessaria discrezionalità della ge-

¹⁶ J. TOBIN, *op. cit.*, p. 11.

stione, la natura pubblica dell'istituzione che lo gestisce, la stessa connessione con l'attività di supervisione bancaria consentono di graduare l'uso dello strumento. I costi in termini di *moral hazard* possono essere così minimizzati, più di quanto non lo consenta l'assicurazione dei depositi, necessariamente fondata su una normativa, pattizia o di legge, invariante una volta stabilita. Nel *lending of last resort* «la regola è che non c'è regola»: ¹⁷ lo slogan può apparire eccessivo, mentre non è lontano dal vero, e dal giusto. Principio certo, portante, è che la funzione del credito di ultima istanza – di fronte al rischio di estesi ritiri dei depositi – sia di preservare il bene pubblico rappresentato da un sistema bancario stabile, non di salvare singole banche – ancorché grandi – dal fallimento. Ma la mutevolezza, nelle diverse situazioni economiche e nei diversi assetti istituzionali, della relazione fra sistema e unità che lo compongono richiede, e consente, ampi margini di discrezionalità. Da ultimo, essi si fondano sull'esclusione, in ogni caso, di un "diritto" del singolo intermediario, bancario e *a fortiori* non bancario, al credito della banca centrale.

La disponibilità a sorreggere il sistema nel suo complesso in una crisi deve, e può, esser piena. Deve esserlo: solo così possono escludersi contagiose cadute di fiducia, garantendo, al sistema, la copertura che massimizza il benessere sociale. Può esserlo: per la credibilità dell'istituzione pubblica da cui il sostegno proviene, delegata dal Parlamento a creare senza limiti la moneta, riassorbibile una volta superata la crisi; per la gamma di forme tecniche di cui la banca centrale dispone, dal sconto alle operazioni di mercato aperto, capaci di far affluire la base monetaria sia al mercato, sia a singoli intermediari; per le caratteristiche stesse dello strumento, che consentono di conciliare la pienezza dell'impegno verso il sistema, con un'ampia, ancorché non assoluta, capacità di orientare il rifinanziamento alle banche sane. L'indicazione di criteri di prudente comportamento e la verifica del loro rispetto da parte delle banche sono rese più agevoli dall'accesso all'informazione di cui la banca centrale può godere quale soggetto al di sopra delle parti e quale organo di vigilanza. Ciò consente di elevare il grado di copertura offerto alle singole banche. Al tempo stesso elementi di "coassicurazione", che frenino la propensione ad assumere maggiori rischi, possono essere introdotti sia in forme

¹⁷ C.P. KINDLEBERGER, *op. cit.*, p. 176.

predeterminate, sia in forme non predeterminate. Rientrano fra le prime i pegni che la banca centrale si dichiara disposta ad accettare a garanzia dei suoi prestiti e i tassi di interesse penalizzatori che si impegna a praticare nelle diverse circostanze. Rientra fra le seconde la discrezionalità che la banca centrale si riserva riguardo al se, al quando, al quanto rifinanziare singoli intermediari.

Esigenza generale è di unire, non di contemperare, elasticità e trasparenza. La trasparenza è un bene in sé, irrinunciabile. Sostiene e legittima l'elasticità: un'elasticità "opaca" perde, alla lunga, il suo fondamento. Naturalmente, trasparenza deve significare, almeno, possibilità di verifica *a posteriori* della conformità degli atti di rifinanziamento a chiari criteri generali. La trasparenza è tesa non solo a evitare commistioni fra casi di illiquidità e situazioni di dissesto, ma anche a realizzare parità di trattamento delle banche finanziate, a parità di condizioni economiche generali e aziendali. Nel governo della moneta e del credito, attraverso un processo storico che inizia con la fondazione della Banca d'Inghilterra, l'elasticità si è progressivamente identificata con la discrezionalità operativa della banca centrale, anti-nomica rispetto alle regole rigide e al procedimento amministrativo.¹⁸

Elasticità e discrezionalità sono fondamentali per il *central banking*. Storicamente nascono nel campo d'attività detto credito di ultima istanza: non a caso, per almeno due ragioni. La prima è macroeconomica. L'azione anticiclica della politica monetaria, il concetto stesso di "moneta manovrata", presuppongono, al di fuori degli schemi monetaristi che negano alla radice il *central banking*, capacità di adattamento o di risposta agli andamenti e agli eventi impreveduti, non di rado imprevedibili, di un'economia di mercato. La seconda ragione, forse ancor più importante, è microeconomica, sebbene rilevi per l'efficienza e per la stabilità dell'intero sistema bancario. Lo strumento del credito di ultima istanza dev'esserci, per dare al sistema la sicurezza che sarà arrestato il contagio, l'effetto "domino" dell'illiquidità, con crisi a catena. Al tempo stesso, le singole banche non devono avere mai certezza d'accesso alla banca centrale, pena comportamenti imprudenti e lassisti. Questo aspetto è stato sempre considerato irrinunciabile, da Thornton al Comunicato espresso a Basilea nel 1974 dal Comitato dei Governatori: «I governatori (...) hanno

¹⁸ Per un tentativo di ripercorrere in sintesi tale processo, cfr. P. CIOCCA, "Fra 'scienza' e 'arte': l'economia politica della moneta e le banche centrali", in P. CIOCCA (a cura di), *op. cit.*.

avuto uno scambio di opinioni circa il problema del prestatore di ultima istanza negli euromercati. Hanno riconosciuto l'impossibilità di formulare in anticipo criteri puntuali e procedure per fornire liquidità a breve. Ma sono persuasi che strumenti atti a questo scopo sono disponibili e saranno usati se e quando necessari».¹⁹

L'analisi e l'esperienza consentono di formulare, se non dei criteri puntuali, dei principi a cui ispirare la gestione operativa del credito di ultima istanza.

La decisione di concedere il credito non deve muovere da una presunzione di diritto al credito da parte del richiedente. Al tempo stesso, devono realizzarsi condizioni di *ceteris paribus*, da non confondere col dominio burocratico del precedente.

I tassi devono essere plurimi, ma certi, cioè "ufficiali". Un tasso base alto, "penalizzatore", sostenibile dalle banche illiquide e non da quelle insolventi, può contribuire a distinguere le prime dalle seconde. L'articolazione delle maggiorazioni di tasso va riferita al rischio, alla durata, alla frequenza del ricorso alla banca centrale.

Le scadenze devono essere brevi, perché l'illiquidità di norma si configura come fenomeno temporaneo; dev'esservi tuttavia la possibilità di rinnovi, perché possono darsi casi di illiquidità non contingente.

Il raccordo, giuridico-istituzionale e operativo, con la funzione di vigilanza deve consentire alla banca centrale di disporre dell'informativa più approfondita sullo stato dell'azienda che domanda il credito.

Le garanzie devono pretendersi, salvo casi eccezionali: per agevolare la distinzione degli illiquidi dagli insolventi, per proteggere il capitale della banca centrale. Nella scelta dei cespiti, sono da preferire quelli più solidi (con valore di mobilitazione alla lunga o alla scadenza certo ed elevato), ma meno liquidi (con mercati secondari più sottili), tenendo conto della mutevolezza di tali caratteri.

¹⁹ Citato in H.C. WALLICH, "L'attività di vigilanza e di finanziamento delle banche centrali nel contesto internazionale: un punto di vista dagli Stati Uniti", in P. Ciocca (a cura di), *op. cit.*, p. 236. Il Governatore Wallich commentava, in proposito: «Non è privo di pericoli il definire e pubblicizzare criteri specifici per l'assistenza di emergenza a banche in difficoltà: soprattutto per la possibilità di causare un indebito assegnamento su tali mezzi e il rilassamento della necessaria cautela da parte di tutti i partecipanti al mercato. La Riserva Federale ha sempre evitato di esplicitare nei dettagli le condizioni per la sua assistenza alle banche aderenti. Il sostegno di emergenza è di necessità il risultato di un processo di trattativa e valutazione, con una gamma di possibili interventi che mutano secondo le circostanze e le esigenze».

L'accesso al credito di ultima istanza dev'essere limitato agli intermediari per i quali può insorgere, come avviene per le banche, il rischio di crisi di fiducia non giustificate, contagiose, capaci di minare la stabilità della struttura finanziaria.

3. L'assetto istituzionale italiano si ispira a questi criteri d'ordine generale. Nondimeno, le norme sono emanate a livello legislativo e sono tanto minuziose da provocare le rigidità lamentate dalla Banca d'Italia nella Relazione sul 1983. Esse risalgono alla filosofia Giolitti-Sonnino della normativa sugli istituti d'emissione di cento anni fa, poi raccolta nel Testo Unico del 1910 (R.D. 28 aprile 1910, n. 204 e successive modificazioni e integrazioni). La severità era, allora, giustificata. Gli istituti d'emissione, come private imprese, erano in concorrenza con le banche commerciali; potevano, al limite, compiere scorrettezze e fallire, come era avvenuto nel caso della Banca Romana. Il rigore della normativa, rivelatosi in seguito eccessivo, è stato di necessità attenuato in vari modi: intervenendo indirettamente, in specie attraverso il Consorzio per le Sovvenzioni sui Valori Industriali; tenendo il tasso ufficiale di sconto a lungo al di sotto dei tassi di mercato, così da alimentare i profitti delle banche finanziate; delegando a banche, o a fondi interbancari di garanzia, atti di rifinanziamento propri della banca centrale.

Le forme tecniche sono tassative, ex art. 26 del Testo Unico, e ristrette agli sconti (art. 27) e alle anticipazioni (art. 29). Valori scontabili, garanzie assumibili, durata dei finanziamenti sono pur essi tassativamente indicati per legge. La lista delle garanzie (essenzialmente titoli di Stato o garantiti dallo Stato) è incentrata su valori mobiliari di per sé fra i più liquidi. La banca che li possiede può quindi fare liquidità direttamente sul mercato, senza bisogno di ricorrere alla banca centrale. Al contrario, una banca priva di quei titoli, solvibilissima o in gestione straordinaria, potrebbe non accedere al credito di ultima istanza. Infine, i tassi d'interesse e di sconto non possono essere determinati senza il concorso dell'autorità di governo.

In via amministrativa molto è stato fatto, poco può farsi ancora, per conservare funzionalità agli strumenti che la legge offre. Mentre la procedura per l'anticipazione è funzionale, quella per il risconto risulta oggi complessa e costosa, tanto da rendere lo strumento pressoché desueto. In definitiva, la Banca d'Italia non dispone oggi di un efficace strumento di mobilitazione degli impieghi delle banche, la componente più significativa e meno liquida dei loro attivi di bilancio.

L'ampiezza dei portafogli di titoli pubblici posseduti dalle banche ha sinora evitato l'insorgere di problemi operativi nella gestione ordinaria degli strumenti, incentrata soprattutto sulle anticipazioni. Ma difficoltà possono presentarsi per gli interventi a sostegno di banche in crisi di liquidità, che possono non avere i titoli richiesti per le anticipazioni. Inoltre, problemi potranno porsi, in prospettiva, anche nell'uso ordinario del rifinanziamento, se i portafogli di titoli pubblici delle banche si ridurranno in modo sostanziale, secondo una tendenza che è già in atto.

La rigidità della normativa sul rifinanziamento è una peculiarità dell'ordinamento italiano. Gli altri principali paesi si affidano a discipline variamente dettagliate, ma in ogni caso più elastiche. I sistemi normativi prevalenti possono essere ricondotti a tre modelli fondamentali.

Nel primo modello, rinvenibile nell'esperienza inglese, il ruolo della legge è pressoché nullo. La banca centrale è sciolta da formali vincoli esterni riguardanti le forme tecniche, il costo, le garanzie, le altre condizioni dei suoi finanziamenti. La consuetudine, i principi comunemente accettati riguardo al credito di ultima istanza, la responsabilità "politica" della banca centrale costituiscono il fondamento dei limiti all'autodeterminazione nella gestione dei finanziamenti.

Un esempio di modello incentrato sulla legislazione è quello della Germania federale. Ma la legge demanda alla banca centrale di determinare i tassi d'interesse e di sconto applicati sulle sue operazioni. In tema di garanzie, sebbene la legge formuli una disciplina piuttosto particolareggiata, l'elenco dei titoli stanziabili può essere ampliato dalla Bundesbank. Eppure, il caso tedesco conferma i limiti a cui sono esposti i sistemi imperniati sulla legislazione, ancorché meno rigidi di quello italiano: alla metà degli anni Settanta si avvertì in Germania l'esigenza di affiancare alla capacità di credito diretto della banca centrale quella, più estesa, di un ente di sua emanazione, la Liquiditäts-Konsortialbank (LKO).

Infine, la soluzione scelta negli Stati Uniti distingue tra il livello legislativo, che fissa i principi generali, e quello della regolamentazione specifica, dettata dalla stessa banca centrale (*Regulation A*). Riguardo alle garanzie, la legge (il *Federal Reserve Act*) si limita a richiedere che i finanziamenti concessi da una Federal Reserve Bank siano garantiti «to the satisfaction of such Federal Reserve Bank». Spetta quindi alle banche della Riserva Federale individuare le attività

accettabili in garanzia, tenendo conto dell'evoluzione dei mercati e della situazione di singoli intermediari. Anche la determinazione dei tassi di sconto e d'interesse è affidata alla banca centrale: sempre con la *Regulation A*, essa ha regolato in maniera articolata le condizioni di costo, prevedendo che il tasso applicato per gli interventi di carattere eccezionale ecceda di norma il tasso di sconto base.

Caratteristica comune agli ordinamenti considerati è il rilievo attribuito ai finanziamenti a fronte di attività delle banche verso i privati. Essi prendono la forma sia di operazioni di sconto sia di anticipazioni, le quali possono essere (Germania e Stati Uniti) garantite dalle medesime attività accettabili per lo sconto. Quest'ultimo continua comunque, anche se sotto vesti diverse, a essere largamente praticato, con accorgimenti volti a ridurre gli oneri amministrativi (ad esempio, evitando il trasferimento materiale dei titoli di credito dalla banca scontataria alla banca centrale).

La gamma delle operazioni e soprattutto quella delle attività suscettibili di trasferimento o di costituzione in garanzia possono essere quindi ampliate secondo modalità istituzionali diverse.²⁰ Se la via "inglese" apparisse eccessivamente informale e quella "tedesca", all'opposto, non sufficientemente elastica, la soluzione mediana può utilmente ricercarsi affidando alla legge il compito di regolare i lineamenti generali della materia e demandando alla banca centrale il compito di individuare tecniche, garanzie, costi. Questa impostazione consente di realizzare una disciplina del rifinanziamento rigorosa nei principi generali, contenuti nella legge; esauriente nei profili applicativi, specificati dalla banca centrale a un livello normativo inferiore; abbastanza elastica da permettere di adattare gli interventi alle esigenze dei casi concreti e al mutare dei mercati.

Con riferimento al risconto e alle anticipazioni, l'attuale legislazione andrebbe in particolare modificata nei seguenti tre aspetti. Una norma che prevedesse il risconto di cambiali di "primaria qualità", o "accettabili da parte dell'istituto d'emissione", consentirebbe di ridisegnare in forme più agili il sistema di verifica dei requisiti dei titoli e di gestione materiale delle cambiali. Una norma che, in analogia all'uso francese dei *billets de mobilisation*, prevedesse lo sconto di certificati emessi dalle banche, rappresentativi di loro crediti, consen-

²⁰ In letteratura, l'unico contributo recente di proposta, riferito al contesto italiano, si deve a F. CESARINI, "Crisi e strumenti di intervento finanziario: il credito di ultima istanza", *Banca Impresa Società*, n. 2, 1989, pp. 157-169.

tirebbe un raccordo stretto, ma pur esso flessibile sul piano operativo, con poste dell'attivo bancario diverse dai titoli, cambiari e non. Una norma che - quanto meno per il caso di sostegno ad aziende di credito poste in amministrazione straordinaria - permettesse alla banca centrale di considerare a garanzia delle anticipazioni altri titoli, di sua soddisfazione, in aggiunta a quelli inclusi in una lista ordinaria o canonica, consentirebbe, infine, al credito di ultima istanza di meglio corrispondere alle mutevoli condizioni del mercato finanziario.

Roma

PIERLUIGI CIOCCA