

Marzo 2019

TLTRO e dintorni

Giuseppe G. Santorsola*

La BCE, ad otto mesi dalla scadenza del mandato del suo Presidente e nell'anno comunque della variazione di metà dei componenti del Comitato Esecutivo ha annunciato una rimodulazione delle proprie linee di intervento di politica monetaria. Ad una prima lettura si può interpretare la scelta come la sostituzione di una misura di breve periodo (il QE) con la riproposizione di una soluzione già introdotta, ma senza particolare successo e cioè le TLTRO.

Una maggiore attenzione suggerisce peraltro un'interpretazione differente e di più ampio respiro. Osserviamo la situazione dal punto di vista dell'"azienda" BCE il cui oggetto sociale è quello di garantire la stabilità dell'euro, equilibrando la dinamica della quantità e del prezzo della moneta oggetto della propria produzione del bene e dei servizi correlati alla sua diffusione.

La gestione dei propri processi impatta quale cinghia di trasmissione sul sistema economico, ma – come è noto – non dispone della completezza degli strumenti per indirizzare in modo determinato i flussi di moneta che vengono introdotti nel sistema. Solo in misura leggermente maggiore questa capacità avviene nel processo inverso – attualmente più raro o assente salvo per operazioni di tesoreria – di drenaggio della moneta dal sistema. La BCE, come recita lo Statuto, opera *“outside the government”* mentre la FED è *“independent within the government”*, una differenza non marginale in contesti congiunturalmente nervosi.

In questo quadro, un'innovazione fu introdotta con la predisposizione delle TLTRO (targeted longer term refinancing operations), le quali proprio perché “targeted”, costituivano flussi prestati alle banche ma con il vincolo di destinazione verso il finanziamento delle imprese. Tale soluzione venne attivata per fronteggiare il comportamento delle banche con le LTRO, operazioni con le quali le banche acquisivano risorse a costo nullo che veniva utilizzato per acquistare titoli di Stato a basso rischio, ma con rendimento comunque positivo, acquisendo margini di intermediazione a fronte delle incertezze connesse, in condizioni di recessione e deflazione, con il finanziamento delle

* Professore Ordinario di Corporate & Investment Banking e Corporate Finance, Università Parthenope di Napoli.

imprese. Un comportamento difforme dall'intento della Banca Centrale tesa a stimolare la ripresa di investimenti e consumi tramite l'offerta di moneta.

In realtà, Il LTRO è da intendersi quale piano di rifinanziamento a lungo termine costituito da interventi seguiti alla crisi del debito sovrano dei paesi europei, una forma di alleggerimento quantitativo a cadenze discrete e non prefissate, simile a quanto già effettuato dalla Fed negli anni immediatamente successivi al 2009; in altri termini è un'asta di liquidità per prestiti alle banche richiedenti, della durata di 36 mesi (la vera novità del momento rispetto ai timing tradizionali) e con un tasso di interesse (la media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolata nel periodo dell'operazione stessa, cioè molto spesso 0%). In cambio la BCE riceve dalle banche una garanzia sul prestito, collaterale, composta solitamente da obbligazioni governative degli stati UE, scelte dalla BCE (con la nota esclusione dei titoli greci e con liste in costante aggiornamento).

Le prime due tranches di operazioni sono state attuate:

- il 22 dicembre 2011, con 523 banche partecipanti richiedenti 489,191mld€
- il 29 febbraio 2012, con 800 banche partecipanti, richiedenti 529,53mld€.

La scelta della BCE è stata positivamente letta dal mondo politico ed economico (Germania esclusa) riuscendo a contenere l'ipotesi di una crisi bancaria susseguente al periodo 2008-2009. Dall'altro lato però le operazioni non sono riuscite a far ripartire l'economia, anche a causa del trade-off attuato dalle banche a favore del citato investimento in titoli di Stato.

Successivamente, la BCE ha differenziato l'offerta, offrendo da un lato le VLTRO (very long) e, dall'altro, le TLTRO (targeted). Tra queste ultime, quelle in vigore scadranno fra il 24 giugno 2020 e il 24 marzo 2021 e ridurrebbero il bilancio della "azienda" Bce di 720mld€ con impatto restrittivo sulla politica monetaria. Questa situazione prospettica è ritenuta ad evidenza, dall'attuale Consiglio direttivo prematura, ritenendo (cito dal testo BCE) «condizioni di liquidità non favorevoli e un basso grado di accomodamento». Il quadro macroeconomico UE è invece rallentato con proiezioni sul livello d'inflazione 2019 tra 0,1 e 0,2 , crescita comunque sotto l'1% e dinamica del credito decrescente quando non calante. Infine, per il quadro complessivo di riferimento, resta il rischio BREXIT per quanto concerne il se, il quando e l'impatto: un tritico che genera scenari inusuali e non calcolabili nei loro effetti.

Sotto un profilo strategico, appare interessante la soluzione predisposta dalla BCE che introduce meccanismi nuovi e più flessibili ai quali le banche dovranno abituarsi. Riproponendo quanto già impostato in passato, queste ultime avrebbero più facilmente reagire sulla base di un contesto conosciuto, falsando o attenuando gli effetti attesi. Lo scenario lascia suggerire VLTRO o LTRO con scadenze non convenzionali, l'introduzione di combinazioni di prezzo con tassi variabili o fissi, garanzie e/o

agevolazioni tailored su singole banche e, soprattutto una più ampia flessibilità in materia di importi delle operazioni proposte o accettate.

Nel valutare questa gamma di eventualità dobbiamo considerare l'assenza del QE, misura di breve termine, esclusivamente monetaria e non creditizia, basata sulla continuità (per circa 40 mesi) di una certezza per emittenti e per gli intermediari; il nuovo scenario è meno comodo per gestione del fattore tempo, ma più idoneo a garantire disponibilità di risorse per tempi più lunghi (magari, con costi non più pressoché nulli). Per completezza si deve ricordare che il complesso dei TdS acquistati dalla BCE durante il QE viene rinnovato, mentre sarà assente la sottoscrizione, garantita mensilmente, di nuove quantità. Questa lettura dovrebbe invero suggerire grande attenzione nelle scelte di ampliamento ed approfondimento della spesa pubblica. Nel medio termine, fermo restando il possibile mutamento della politica generale della BCE, dovremmo immaginare, la dissoluzione lenta del fattore QE e la stabilizzazione delle misure TRO (nelle versioni L-VL-TL) da intendersi quale cambiamento strutturale, il che sarebbe una rivoluzione rispetto alla short term view storica dell'operato delle BCE. In tale ottica, questa assume un ruolo neutrale rispetto ai singoli Paesi; pone a disposizione risorse monetarie, i mercati – attraverso lo spread – esprimono il differente apprezzamento, fattore che può anche annullare l'effetto del sostegno fornito, mentre resta l'esigenza di assumere scelte strategiche di lungo periodo da parte dei responsabili della politica economica, la variabile assente e più volte reclamata nelle comunicazioni della BCE.

Il PSPP (Public Sector Purchase Programme), cioè la chiave di lettura dell'azione BCE negli ultimi otto anni, contiene pertanto un potenziale rischio di “moral hazard” da parte dei Governi e dai Ministeri di Economia e Finanza: quello di assumere misure che alimentano spese oltre il necessario controllo, potendo contare sulla necessaria e confermata assistenza monetaria della BCE. Osservando i dati al 2018, l'Italia appoggia sul sistema bancario circa il 42% del totale dei titoli in circolazione (fra BCE, Bankitalia e banche del sistema), una quota in merito alla quale sarà utile dibattere in futuro, mentre – ad esempio – la Germania non vede l'intervento della Deutsche Bundesbank, sintomo, o del noto dissenso, oppure di una delega piena rispetto alle funzioni distinte fra BCE e BCN.

In conclusione, le misure adottate confermano il ruolo dominante, non solo nella UE, delle banche centrali nella governance dei sistemi economici, la conferma di un modello – tipico degli anni '10 – che identifica un momento storico non prevedibile in precedenza. Dopo la fase liberista (anni '50-'80), nella quale i prezzi della moneta (cioè i tassi) erano determinati dall'azione delle banche, il periodo '80-'07 ha visto il potere dominante degli Stati nella configurazione dei tassi per favorire il finanziamento dei debiti pubblici. Negli ultimi anni, i tassi sono stati guidati in modo dirigistico dalle Banche Centrali. Il paradosso è che un tempo il prezzo indicato da queste ultime si chiamava tasso di sconto e “sembrava” imposto; quello attuale si definisce tasso di riferimento, ma contiene un potere intrinseco nettamente maggiore perché è il risultato del power play delle Banche

Centrali sui mercati e non una statuizione asettica. Un modello misto sul quale riflettere ulteriormente.