

POLITICHE PER LA CRESCITA

Oltre il primo passo della Bce

Che cosa fare con il pacchetto di misure adottate dall'Eurotower

di **Franco Bassanini**
e **Edoardo Reviglio**

Il pacchetto di misure adottate qualche giorno fa dalla Banca centrale europea è stato ben accolto dai mercati, che l'hanno visto come un utile contributo alla ripresa della crescita e alla riduzione del costo del denaro. Anche i differenziali tra i titoli pubblici dei paesi core e paesi periferici dell'Eurozona si sono ridotti dopo l'annuncio delle nuove misure.

La maggior novità è costituita dalle Tltro (*Targeted long-term refinancing operations*), una linea di liquidità dedicata alla concessione di finanziamenti bancari a medio termine all'economia reale (finalizzata, secondo la formula ufficiale, «a migliorare l'erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario, esclusi i prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni»). Si tratta di una quantità ingente (400 md) di raccolta di medio periodo e a basso costo (oggi, allo 0,25%). Il denaro verrà fornito in due operazioni, a settembre e dicembre, ma le banche che dimostreranno di avere effettivamente aumentato il credito all'economia reale potranno attingere a importi aggiuntivi nel periodo marzo 2015-giugno 2016; la scadenza per tutti sarà a settembre 2018. Una prima stima (Morgan Stanley) valuta in 75 md la quota che potrebbe essere tirata dalle banche italiane, con una potenziale riduzione di 20/40 basis point del costo medio dei prestiti alle Pmi.

Chi scrive aveva proposto due anni fa, sulle pagine di questo giornale (21 maggio 2012, pag. 1), una misura non convenzionale assai simile (denominata Vltro, Very Long-Term Refinancing Operation), al fine di contrastare il credit crunch e rilanciare gli investimenti, necessari per la ripresa della crescita. La riproponevamo nell'autunno 2012 a Lussemburgo concludendo una conferenza organizzata dalla Bei. Anche se trovò subito il sostegno dell'attuale Presidente della Bei, Hoyer, del suo predecessore Maystadt e poi di un autorevole gruppo di parlamentari europei, essa fu accolta per lo più con scetticismo, dovuto alla convinzione che difficilmente avrebbe potuto superare le resistenze della

Bundesbank. Molto significativo ci pare dunque il fatto che oggi le TLTROs siano state approvate dal Consiglio della Bce all'unanimità.

Tra quella proposta e la recente decisione della Bce vi sono alcune differenze che vanno segnalate, perché potrebbero incidere negativamente sulla efficacia di quest'ultima. La prima concerne il perimetro dei finanziamenti all'economia reale. La decisione della Bce esclude le infrastrutture (project finance, PPP). Non se ne comprende bene la ragione. I progetti infrastrutturali c.d. investment grade hanno profili di rischio in media inferiori a molti dei rischi corporate; e di finanza per le infrastrutture abbiamo un gran bisogno. Secondo, la durata è limitata a 4 anni, pochi per finanziare a medio termine gli investimenti delle imprese, pochissimi per il finanziamento delle infrastrutture. L'allungamento a 7 anni (o in alternativa a 3 con automatico rinnovo per altri 3 a determinate condizioni), come noi proponevamo, potrebbe essere decisivo per sbloccare molti progetti di investimento oggi fermi. Terzo, il *timing*: allora, venivamo da 2 anni di scarsa liquidità e forte razionamento del credito. Oggi, la liquidità sul mercato è tornata abbondante, e il problema sono, semmai, il rischio e gli assorbimenti di capitale.

Altre potenziali criticità della misura troveranno forse risposta nei meccanismi tecnici ancora non noti: così, il rischio che le risorse vadano a finanziare non le Pmi (che ne hanno più bisogno) ma soprattutto le imprese grandi e medio-grandi, spiazzando un mercato europeo dei corporate bond oggi in crescita (e che produce effetti positivi sulla riduzione degli spread del credito); o il rischio che il più forte effetto positivo sul Roe, in un contesto di redditività bancaria bassa, si ottenga ancora dal carry trade, piuttosto che dalla concessione di nuovi prestiti.

Quali saranno gli effetti di queste misure è comunque difficile dire. Molto dipenderà dalla risposta che verrà dal sistema creditizio e dalle imprese. Ma qualche cosa potrebbe fare anche il Governo, in particolare per mitigare i rischi e ridurre gli assorbimenti di capitale delle ban-

che, e dunque per incentivarle a partecipare all'operazione. I finanziamenti Tltro (in ispecie quelli a favore delle Pmi) potrebbero per esempio essere assistiti da garanzie pubbliche, prestate dal Fondo Centrale di Garanzia (se necessario, ulteriormente ricapitalizzandolo anche con risorse provenienti dai fondi strutturali), o prestate, per operazioni non ricomprese nel perimetro del Fondo Centrale, da CDP, a sua volta assistita dalla garanzia dello Stato ai sensi dell'art. 1, comma 47, della legge 27 dicembre 2013, n. 147 (legge di stabilità 2014). È evidente che una garanzia che copra il 60-65% del rischio (non di più, per evitare moral hazard), inciderebbe significativamente sul peso del ratio di capitale imposti da CRD IV-Basilea III, incentivando il credito all'economia reale ed un più ordinato processo di deleveraging.

L'idea delle TLTROs è comunque giusta. Da tempo si registra un largo consenso sulla necessità di rilanciare gli investimenti per la ripresa della crescita e della competitività italiana ed europea; e, quindi, sulla necessità di nuovi strumenti per finanziare gli investimenti di medio-lungo termine e di un quadro regolatorio ad essi più favorevole (cfr. per es. i Rapporti di J. de Larosière e di Mario Monti). Ma al generale consenso non avevano fatto seguito, ancora, azioni concrete.

La Bce ha fatto il primo passo. Tra la Scilla della austerità fiscale e la Cariddi del razionamento del credito, la Bce ha giustamente deciso di prendere di petto almeno la seconda, che è, oltretutto, quella di sua competenza. Draghi, ancora una volta, sta facendo tutto ciò che può per favorire la crescita. Attendiamo che anche le altre istituzioni europee passino, ora, dalle parole ai fatti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

