



Dipartimento di Scienze Politiche
Cattedra di Politica Economica

**TLTRO: strumento non convenzionale di politica monetaria e sua applicazione nel
mercato monetario italiano**

Relatore

Chiar.mo Prof. Paolo Garonna

Candidata

Bianca Cosentini

Matricola 081472

Anno Accademico 2018/2019

Introduzione	3
Premessa	5
Capitolo 1 Strumenti di Politica Monetaria	6
1.1 Strumenti di Politica Monetaria, convenzionali e non convenzionali	6
<u>1.1.1 Strumenti di Politica Monetaria convenzionali</u>	6
<u>1.1.2 Gli strumenti di Politica Monetaria non convenzionali</u>	8
1.2 TLTRO: meccanismo di funzionamento del TLTRO ed obiettivi prefissati	11
<u>1.2.1 TLTRO I e TLTRO II</u>	11
<u>1.2.2 TLTRO III</u>	12
1.3 Ruolo delle banche	12
Capitolo 2 L'evoluzione degli strumenti di Politica Monetaria sino a Settembre 2019	14
2.1 Cenni sulla crisi dei debiti sovrani europei e riflessi sulla struttura bancaria	14
2.2 Gli strumenti di politica monetaria non convenzionale: Quantitative Easing, Longer Term Refinancing Operation e Targeted Longer-Term Refinancing Operations	16
<u>2.2.1 Longer Term Refinancing Operation (LTRO)</u>	16
<u>2.2.2 Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO)</u>	17
<u>2.2.3 Quantitative Easing (QE)</u>	17
2.3 Le prossime misure di Politica Monetaria	18
Capitolo 3 TLTRO: dalla fase di recessione alla fase di normalizzazione	19
3.1 Verso la normalizzazione	19
3.2 Gli effetti sull'economia reale degli strumenti non convenzionali di Politica Monetaria	20
<u>3.2.1 Prodotto Interno Lordo (PIL)</u>	22
<u>3.2.2 Tasso di Disoccupazione</u>	23
<u>3.2.3 Effetti del Quantitative Easing sul bilancio della Banca Centrale Europea</u>	23
<u>3.2.4 Il debito pubblico nell'eurozona</u>	25
Capitolo 4 Il caso aziendale, IBL BANCA S.P.A	26
4.1 Il profilo storico dell'azienda	26
4.2 Tipologia di prodotto/servizio e strategia annessa	28
4.3 La struttura organizzativa	30
4.4 Il finanziamento contro la cessione del quinto dello stipendio	33
<u>4.4.1 Cenni storici</u>	33
<u>4.4.2 Normativa in materia di Cessione del Quinto e Delegazione di Pagamento</u>	35
4.5 Il Codice Etico del Gruppo IBL Banca	38
4.6 La concreta applicazione di uno strumento di politica monetaria non convenzionale: TLTRO. Intervista al Dott. Guido De Battista, Direttore Finanza del Gruppo Bancario IBL Banca	39
Conclusione: intervista al Prof. Marcello Messori, Direttore della School of European Political Economy LUISS	44
Bibliografia e Sitografia	50
Bibliografia	50
Sitografia	50
TLTRO: unconventional monetary policy instruments and their application in the Italian money market	54

Introduzione

Il presente elaborato si propone di rappresentare i principali strumenti di politica monetaria convenzionali e non convenzionali utilizzati, negli ultimi anni, dalla Banca Centrale Europea per stimolare la crescita nei paesi appartenenti all'Eurozona.

Nel primo capitolo sono analizzati i diversi strumenti di politica monetaria partendo da quelli di tipo convenzionale, quali le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria. Lo scopo di queste operazioni è quello di governare gli effetti desiderati sulla base monetaria, sul livello dei tassi di interesse e sulle condizioni operative del mercato monetario. Nel momento in cui è stato evidente, a seguito del default dei mutui subprime e la conseguente crisi che investì anche l'Europa, che il ricorso a strumenti di tipo convenzionale non hanno prodotto dei risultati soddisfacenti nei paesi dell'Eurozona, la Banca Centrale Europea ha dovuto mutare strategia ricorrendo a dei diversi strumenti di politica monetaria. Si tratta di misure più incisive per agevolare la ripresa della domanda aggregata e coltivare aspettative inflazionistiche al livello prefissato del 2%.

Sempre nel primo capitolo, un focus centrale è stato dedicato alla descrizione dei due programmi di Targeted Longer-Term Refinancing Operations: TLTRO-I del 2014 e TLTRO-II del 2016.

Le TLTRO sono operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, che hanno posto nella disponibilità delle banche europee facilitazioni con scadenza ultrannuale al fine di perfezionare il meccanismo di propagazione della politica monetaria europea e rinforzare la concessione del credito bancario all'economia reale.

Si è proseguito con l'analisi dei primi due programmi di TLTRO, evidenziando l'ammontare dei prestiti e i vincoli prefissati.

Un paragrafo è stato dedicato esclusivamente al terzo programma di TLTRO che è stato annunciato dal Presidente della Banca Centrale Europea Draghi in occasione del Governing Council a Marzo 2019 e, successivamente, ne sono stati indicati i dettagli durante la Conference Call del 6 Giugno del medesimo anno.

Il primo capitolo si conclude con l'analisi del ruolo essenziale ricoperto dal sistema bancario, essendo il veicolo mediante il quale la BCE immette liquidità nell'economia reale.

Il secondo capitolo ripercorre l'evoluzione degli strumenti di politica monetaria nel corso degli anni, sino a Settembre 2019. L'analisi evidenzia le origini della doppia crisi, prima finanziaria e poi economica, e le modalità delle autorità centrali, con focus sulla Banca Centrale Europea, che hanno adottato per arginare e contrastare tale crisi. Si sono evidenziate le differenze di operazione della Banca Centrale Europea rispetto alla Federal Reserve.

Nella seconda metà del capitolo sono stati analizzati gli strumenti di politica monetaria non convenzionali adottati dalla Banca Centrale Europea negli anni post crisi, partendo dal Longer Term Refinancing

Operations del 2012, passando ai due programmi di Targeted Longer-Term Refinancing Operations, rispettivamente del 2014 e del 2016 e, infine, analizzando il programma di Quantitative Easing del 2015

Il capitolo si conclude con gli annunci del Presidente della Banca Centrale Mario Draghi sulle prossime misure di politica monetaria, annunciate in seguito alla riunioni del Consiglio Direttivo del 25 Luglio del 2019 e del 12 Settembre dello stesso anno.

Nel terzo capitolo si è approfondita l'analisi degli effetti dei diversi programmi di facilitazione sul Prodotto Interno Lordo e sul tasso di disoccupazione presente nei paesi appartenenti all'Eurozona, sottolineando la non immediata corrispondenza tra l'attuazione dei programmi e la risposta da parte dell'economia reale, sotto l'aspetto dei due indicatori sopra enunciati.

Si è anche esaminato l'effetto che il programma di Quantitative Easing ha prodotto sul bilancio della stessa Banca Centrale Europea dilatandone attività e passività. Infatti, è emerso anche mediante la rappresentazione di grafici specifici, che esiste una correlazione tra il miglioramento dei principali indicatori macroeconomici e l'utilizzo di politiche monetarie non convenzionali. L'unico aspetto dolente sembra essere il riflesso che tali strumenti hanno prodotto sul bilancio della Banca Centrale Europea con il massiccio acquisto di titoli di stato, il cui prezzo può essere soggetto a fluttuazioni con effetti negativi nella sua valorizzazione in bilancio.

L'ultimo capitolo della tesi è interamente dedicato all'analisi di un concreto caso aziendale e si è proceduto con l'esame dell'utilizzo del Targeted Longer-Term Refinancing Operations da parte di una banca italiana. In particolare, è stato studiato il caso di IBL Banca S.P.A., una banca specializzata nel finanziamento contro la cessione del quinto dello stipendio o della pensione. Dopo una breve presentazione dell'azienda, il lavoro si è concentrato sul colloquio avuto con il Dott. Guido De Battista, Direttore Finanza del Gruppo Bancario. Gli esiti di tale colloquio sono stati riportati sotto forma di intervista nel corpo dello stesso capitolo. Il Dott. De Battista, che con grande disponibilità e chiarezza, ha rappresentato le modalità attraverso le quali il TLTRO sia stato utilizzato dalla Banca, riversandolo interamente nell'economia reale mediante un corrispondente aumento del portafoglio di credito. Con dovizia di particolari, il CFO della Banca ha poi analizzato le differenze intercorse tra la prima e la seconda tranches di TLTRO per poi prospettare l'utilizzo che sarà fatto del TLTRO di prossima emissione.

In conclusione, il Dott. De Battista ha poi rappresentato gli strumenti che IBL Banca utilizza da tempo per reperire la liquidità necessaria alla propria operatività, prima fra tutti le operazioni di auto-cartolarizzazione. Nel salutarci, il Direttore Finanza, ha poi affermato che sarebbe necessario apportare delle riforme di Politica Economica nei singoli governi nazionali, in modo tale da poter garantire un maggior sostegno alla Politica Monetaria della Banca Centrale Europea.

La fine del capitolo è incentrata sulle dichiarazioni rilasciate dal Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi in esito alla riunione del board del 12 Settembre 2019.

Premessa

Nel passato l'attività di Banca Centrale ha coinciso con l'emissione e la gestione della moneta nazionale. Il signoraggio, pertanto, ha ricoperto un ruolo di notevole importanza unitamente alla circolazione monetaria che progressivamente ha sostituito, nel sistema economico, le monete in metallo prezioso, il cui valore nominale era pari a quello intrinseco¹.

La naturale conseguenza dell'aver assunto, quali strumenti di pagamento, le valute nazionali è stato il ruolo sempre più importante ricoperto dalle banche centrali nella conduzione e gestione della politica monetaria ed economica del paese di riferimento.

Con l'istituzione dell'Unione Economica e Monetaria (UEM) Europea si ha avuto il deciso passaggio delle prerogative in tema di politica monetaria dalle banche centrali nazionali alla Banca Centrale Europea. Ciò ha comportato l'implementazione di radicali modifiche operative e organizzative degli Istituti Centrali nazionali.

Abbiamo, quindi, la nascita della Banca Centrale Europea (BCE) e della relativa integrazione delle Banche Centrali Nazionali (BCN) nel Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC).

La Banca Centrale Europea, nella sua veste di moderna Banca Centrale ha come principale attività, in tema di politica monetaria, il conseguimento della stabilità dei prezzi da ottenere mediante una serie di risultati intermedi, quali, un determinato tenore dei tassi di interesse e della relativa quantità di moneta in circolazione, nonché le attività che sottendono alla concessione del credito bancario. Tali caratteristiche accomunano la Banca Centrale Europea con le banche centrali dei principali paesi non appartenenti all'eurozona.

La Svizzera, ad esempio, ha da poco rivisitato la normativa sulla propria banca nazionale tenendo ben presente lo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC).

¹ Cfr. pag.18 , Di Gaspare, Giuseppe. *Teoria e Critica della Globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*. Milano: Cedam, 2011

Capitolo 1 Strumenti di Politica Monetaria

1.1 Strumenti di Politica Monetaria, convenzionali e non convenzionali

Come è noto la base monetaria (M0) è formata dalla quantità di moneta emessa dalla Banca Centrale.

Tale volume influenza marcatamente il sistema bancario e incide profondamente sulla stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Infatti, la politica monetaria interviene per adeguare l'offerta alla domanda di moneta circolante, per regolare i saldi interbancari ed adempiere ai vincoli di riserva presso la Banca Centrale.

Tra le principali prerogative godute dall'Eurosistema figura il monopolio della determinazione del volume di base monetaria che, a sua volta, influisce sullo stato del mercato monetario e sul livello dei tassi di interesse. Tassi di interesse che, se variati, generano una serie di reazioni, da parte degli attori del mercato, che si ripercuotono sulle principali variabili economiche, prima di tutti i prezzi.

Il meccanismo appena descritto prende il nome di “Meccanismo di trasmissione della politica monetaria” e presenta molteplici aspetti di complessità nella sua gestione. La sua capacità di incidere sul sistema economico necessita di un lasso di tempo per conseguire gli effetti desiderati sull'andamento dei prezzi. Tutto ciò rende non agevole stimare i tempi e le modalità di quando e come si realizzeranno gli effetti voluti. Infatti, nel lungo periodo, l'andamento della quantità di moneta in circolazione influisce sull'inflazione ma non causa variazioni permanenti sul Prodotto Interno Lordo e sul tasso di occupazione. Infatti, tempi di prolungata inflazione sono collegati a un forte incremento di liquidità. Nonostante che, in un breve periodo, i prezzi possono essere influenzati visibilmente dalle trasformazioni tecnologiche o dalla variazione della domanda aggregata, in un lasso di tempo più lungo, tali effetti possono essere bilanciati da un livello di aggiustamento della quantità stabile di moneta. Da questo punto di vista, le banche centrali acquisiscono la capacità di controllare l'andamento inflazionistico e dei prezzi².

Come ben descritto in “La Politica Monetaria della BCE”³, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria consiste in una serie di interazioni economiche che scontano le incertezze dovute al naturale sfasamento temporale intercorrente tra la decisione dell'utilizzo dello strumento di politica monetaria e la sua concreta attuazione.

1.1.1 Strumenti di Politica Monetaria convenzionali

Le Banche Centrali Nazionali (BCN) operano con il sistema bancario nazionale, attraverso tre categorie di strumenti: le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria.

Tali strumenti mirano a governare gli effetti desiderati sulla base monetaria, sul livello di tassi di interesse e sulle condizioni operative del mercato monetario.

² Scheller, Hanspeter K. *La Banca Centrale. Storia, Ruolo e Funzioni*. Germania: Banca Centrale Europea, 2006

³ Banca Centrale Europea. *La Politica Monetaria della BCE*. Germania: Banca Centrale Europea, 2004

La Banca Centrale Europea genera l'impulso, in base al quale, le singole banche centrali danno luogo ad operazioni di mercato aperto rispettando le modalità con cui devono operare, indicazioni impartite dalla stessa BCE.

Tali operazioni costituiscono lo strumento principale attraverso il quale si ha il controllo del livello dei tassi di interesse e della massa monetaria in circolazione. Le suddette attività sono poste in essere mediante aste o procedure bilaterali e si articolano in:

- a. Operazioni di rifinanziamento
- b. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine
- c. Operazioni di regolazione puntuale
- d. Operazioni di tipo strutturale

Le *operazioni di rifinanziamento* sottendono al controllo dei tassi di interesse nel breve periodo, alla definizione delle condizioni della liquidità in circolazione nel mercato e trasmettono l'impulso della politica monetaria nell'Eurosistema.

Queste operazioni di finanziamento hanno frequenza settimanale con scadenza a due settimane e sono effettuate nei singoli paesi dalle rispettive banche centrali. Gli enti in possesso dei criteri di idoneità possono rappresentare l'offerta delle operazioni di rifinanziamento stanziando, come collaterale, strumenti finanziari negoziabili e non.

Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* sono operazioni che presentano frequenza mensile con scadenza a tre mesi. Sono poste in essere dalle Banche Centrali Nazionali attraverso aste di tipo standard e presentano le stesse condizioni che regolano le operazioni a breve termine.

Le *operazioni di regolazione puntuale* si prefiggono lo scopo di regolare la liquidità e eventuali andamenti anomali dei tassi di interesse. Esse non prevedono una scadenza determinata e sono eseguite a livello nazionale.

Le *operazioni di tipo strutturale* hanno l'obiettivo di intervenire sul volume di liquidità presente nel mercato a lungo termine, sono realizzate mediante l'emissione di certificati di debito. Esse si compongono in operazioni temporanee, poste in essere dalle Banche Centrali Nazionali mediante aste standard, ed operazioni definitive, stabilite con procedure bilaterali.

Le *operazioni attivabili su iniziativa delle controparti* hanno lo scopo di regolare la liquidità presente nel mercato e monitorare il livello dei tassi di interesse. Si tratta di operazioni realizzate dalle singole banche centrali su iniziativa di controparti qualificate.

Esse si distinguono in: operazioni di rifinanziamento marginale e operazioni di deposito presso la Banca Centrale. Le controparti possono ricorrere al rifinanziamento marginale per finanziamenti a brevissimo termine (finanziamenti overnight) e per necessità di liquidità temporanea. Le Banche Centrali Nazionali immettono la liquidità sotto forma di rifinanziamento marginale mediante contratti di pronti contro termine overnight e prestiti garantiti. Per tali operazioni, il tasso di interesse è stabilito dalla stessa Eurozona.

Una seconda categoria di operazioni è data dai depositi presso la Banca Centrale che possono essere effettuati dalle singole banche nazionali e sono remunerati a un tasso predeterminato con condizioni uguali per tutta l'area Euro. Tale tasso costituisce, anche, la soglia minima per il tasso di interesse overnight.

La riserva obbligatoria, dal 1 Gennaio del 1999, è divenuta uno strumento di politica monetaria utilizzata nell'area Euro. Infatti, tutte le banche che agiscono in tale area devono obbligatoriamente costituire una riserva presso le Banche Centrali Nazionali. Tale riserva è determinata in ragione di un coefficiente applicato alle passività esposte al bilancio di ogni singola azienda di credito. La condizione per adempiere a tale obbligo consiste nella capacità della banca di mantenere una riserva media giornaliera, determinata su base mensile, ad almeno pari a quanto dovuto a titolo di riserva. Pertanto, è necessario che a fine di ogni giornata lavorativa il conto riserva/regolamento non abbia saldo negativo. E' di palmare evidenza che minore è la riserva obbligatoria, maggiore sarà la quantità di moneta in circolazione. Tale meccanismo, detto moltiplicatore monetario (M), in Europa è attualmente pari al 2,5% per ogni passività inclusa nell'aggregato assoggettato a riserva⁴.

1.1.2 Gli strumenti di Politica Monetaria non convenzionali

Una volta sperimentato che il ricorso agli strumenti di tipo convenzionale, quali tasso di interesse e operazioni di mercato aperto, non hanno prodotto risultati soddisfacenti, la Banca Centrale ha dovuto mutare strategia e ricorrere ad ulteriori strumenti di politica monetaria.

Infatti, in periodi di prolungata crisi economica con il saggio di interesse ufficiale prossimo allo zero, la Banca Centrale Europea non ha più la possibilità di utilizzare questo strumento per rilanciare l'economia. Occorre, quindi, ricorrere a misure più incisive per agevolare la ripresa della domanda aggregata e coltivare aspettative di inflazione intorno all'obiettivo prefissato del 2%.

La Banca Centrale Europea, pertanto, ha dovuto fare ricorso ad interventi molto più incisivi per immettere liquidità nel sistema finanziario dei singoli paesi espandendo la base monetaria (Quantitative Easing).

Infatti, la sola immissione di liquidità nel sistema bancario (Credit Easing) non può generare effetti che vadano oltre l'acquisto di attività finanziarie rischiose detenute dagli intermediari con conseguente immissione di liquidità nei soli bilanci bancari.

⁴ L'aggregato soggetto a riserva di una Banca comprende i depositi e i titoli di debito emessi

L'utilizzo di misure non convenzionali è conseguenza delle crisi economiche e monetarie generate dal default dei mutui subprime nel mercato immobiliare statunitense che comportò il fallimento della Lehman Brothers, quarta banca di investimento operante nel mercato mondiale. Gli effetti del fallimento della Lehman Brothers si sono propagati nei sistemi bancari di vari paesi, tra cui l'Europa. Infatti, come scrive il Prof. Giuseppe Di Gaspare, il fallimento di una delle cosiddette cinque banche statunitensi *too big to fail*, ha dato il via a una più vasta contaminazione sistemica all'interno del sistema bancario anglosassone per poi propagarsi in tutta Europa. Ciò avvenne perché la Lehman Brothers strinse, agli inizi degli anni 2000, un'alleanza con il London Stock Exchange, la borsa di Londra, dando vita alla più grande piattaforma finanziaria denominata *Bajkal*⁵.

La prima reazione delle autorità monetarie alla crisi dei mutui subprime fu il taglio dei tassi di interesse. Infatti, già nel 2009 la Federal Reserve (FED), la Bank of Japan, la Bank of England, la Bank of Canada, la Sverigesriks Bank e la Banca Nazionale Svizzera hanno portato i tassi prossimi allo zero, diversamente da quanto fece la Banca Centrale Europea che ridusse i tassi di interesse solo di un punto percentuale. Contestualmente, la Federal Reserve diede il via al massiccio ricorso del Quantitative Easing, ovvero l'immissione di liquidità nel sistema, con tre distinte operazioni con le quali furono acquistati titoli pubblici e privati con il conseguente rafforzamento delle banche commerciali.

La Federal Reserve iniziò il programma di Quantitative Easing nel Novembre del 2008 e lo completò nel mese di Gennaio 2014 con il conseguimento del ragguardevole volume di tre mila e cinquecento miliardi di dollari. La politica espansiva, unita a una mirata politica fiscale, ha fatto sì che gli Stati Uniti uscissero ben presto dalla crisi, aumentando, così, il divario economico con i paesi europei.

Nell'osservare i comportamenti differenti tenuti dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea in occasione della crisi sopra descritta, è di tutta evidenza l'attività non tempestiva e poco incisiva avuta dalla Banca Centrale Europea che, dopo aver ridotto i tassi di interesse di un solo punto percentuale, ha deciso di intraprendere operazioni più consistenti sul mercato solo in un secondo momento.

Infatti, le principali operazioni attivate dalla Banca Centrale Europea sono state:

- a. *Securities Market Program* (SMP): da Maggio 2010 a Settembre 2012, la BCE ha acquistato titoli per oltre duecento miliardi di euro per contrastare l'aumento dello spread dei paesi colpiti dalla crisi economica. Tale misura, inizialmente indirizzata a favore della Grecia ha poi interessato altri paesi periferici, in particolare Italia e Spagna.

⁵ cfr. pp. 149 e 257. Di Gaspare, Giuseppe. *Teoria e Critica della Globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*. Milano: Cedam, 2011

- b. *Long Term Refinancing Operations* (LTRO): si tratta di un'operazione di rifinanziamento con una durata compresa tra i 3 e 6 mesi. La Banca Centrale Europea ha lanciato due programmi LTRO: il primo il 21 Dicembre 2011 con un'asta di 481,19 miliardi di euro con scadenza 29 Gennaio 2015 e il secondo del 29 Febbraio 2012 con una asta di 529,53 miliardi di euro con scadenza 26 Febbraio 2015.
- c. *Outright monetary transactions* (OMT): consistono nell'acquisto da parte della Banca Centrale Europea di titoli di stato a breve termine, tra uno e i tre anni, da paesi in grave difficoltà economiche a condizione che questi accettino un programma di aiuti condizionato al conseguimento di obiettivi di recupero economico e monetario. Accanto alle operazioni di OMT sono sorte nel 2014 le operazioni di OMLRT, ovvero operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine finalizzate a migliorare l'erogazione di prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario dell'area euro con esclusione dei mutui ipotecari per le famiglie.⁶

Sia pur tardivamente, la Banca Centrale Europea ha lanciato il proprio programma di Quantitative Easing nel Gennaio del 2015 finalizzandolo in un massiccio acquisto di titoli di stato, obbligazioni europee, titoli cartolarizzati e obbligazioni garantite. Le finalità del programma erano quelle di immettere liquidità nel sistema riducendo i tassi di interesse a lungo termine per favorire la concessione del credito verso l'economia reale (famiglie e imprese).

I programmi di acquisto sono attuati secondo criteri definiti sulla base di principi di decentramento e di specializzazione e sono soggetti a diversi schemi di ripartizione dei rischi. La Banca di Italia acquista sul mercato primario e secondario un quantitativo di titoli definito dalla Banca Centrale Europea secondo una ripartizione che tiene conto dell'entità dei mercati nazionali. Per tutti i titoli acquistati nell'ambito del programma vige il principio della condivisione dei rischi tra le banche centrali dell'Eurosistema in base alla propria quota di partecipazione al capitale della Banca Centrale Europea.⁷

I programmi riguardanti alle operazioni di Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO)⁸ hanno posto nella disponibilità delle banche europee facilitazioni con scadenza ultrannuale al fine di perfezionare il meccanismo di propagazione della politica monetaria Europea e rinforzare la concessione del credito bancario alle famiglie e alle imprese.

Tali operazioni sono state poste in essere con due programmi. Il primo, TLTRO-I, è stato presentato a Giugno 2014 ed era costituito da otto aste. Invece, il secondo programma (TLTRO-II) di Marzo 2016 era composto da quattro aste.

⁶ Panno, Pietro Biagio. *Politica Monetaria e Politica Fiscale nell'Unione Europea. Il SEBC, l'Eurosistema e la BCE. La Fiscalista nell'Unione. La governance economico-finanziaria*. Potenza: Le Penseur, 2017

⁷ Banca d'Italia, Programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema

⁸ Targeted long-term refinancing operations (Tltro): sono operazioni a lungo termine, 2 o 4 anni, finalizzate a concessioni di prestiti a famiglie e imprese.

Sia nel TLTRO-I, sia nel TLTRO-II, è previsto che l'ammontare del finanziamento, che ogni istituto di credito può ottenere, dipende dal totale dei prestiti che eroga a società non finanziarie e famiglie, con esclusione dei mutui ipotecari verso privati.

La Banca Centrale Europea, tramite il proprio Consiglio Direttivo ha presentato un terzo programma di TLTRO (TLTRO-III) che sarà realizzato con cadenza trimestrale a partire da Settembre 2019 sino a Marzo 2021. Le operazioni del TLTRO-III dureranno due anni e sarà adottato un tasso di interesse ancorato al tasso utilizzato sulle attività di rifinanziamento primarie.⁹

1.2 TLTRO: meccanismo di funzionamento del TLTRO ed obiettivi prefissati

Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO) è uno strumento di politica monetaria non convenzionale e si concretizza nella concessione di finanziamenti agli istituti di credito con durata di quattro anni. La finalità è quella di essere da stimolo per l'economia reale ed alimentare il mercato creditizio nel settore privato.

Il volume dei finanziamenti che le banche possono ricevere tramite il TLTRO è strettamente connesso all'ammontare dei prestiti erogati a famiglie e imprese. Il tasso di remunerazione dell'operazione è di poco superiore a quello del tasso di riferimento¹⁰ con la possibilità di diminuire sino a raggiungere la soglia del tasso sui depositi¹¹.

Il programma prevede, quindi, un forte incentivo alle banche nel concedere finanziamenti nei confronti dell'economia reale anche al fine di condurre il tasso di inflazione atteso sempre più vicino al 2%, obiettivo prefissato dalla Banca Centrale Europea in tema di stabilità dei prezzi.

Una delle finalità del TLTRO sono l'immissione di liquidità con il conseguente contrasto ad operazioni speculative che avrebbero potuto investire paesi membri come Italia e Spagna¹², con un effetto contagio su gli altri paesi europei.

1.2.1 TLTRO I e TLTRO II

Sin ad oggi lo strumento di politica monetaria non convenzionale del TLTRO è stato articolato in due serie: la prima è stata annunciata il 5 Giugno 2014 e la seconda il 10 Marzo 2016.

La prima serie di TLTRO era formata da otto operazioni con durate trimestrale e decorrenza Settembre 2014 per concludersi, esattamente, quattro anni dopo (Settembre 2018). Le banche hanno potuto richiedere finanziamenti sino ad un massimo del 7% dei loro prestiti ammissibili. L'ammontare dei prestiti erogati con la TLTRO I è stato pari a 82,6 miliardi di euro.

⁹ Banca d'Italia, Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine

¹⁰ Come da ultima modifica del 10 Marzo 2016, il tasso di riferimento è pari allo 0,00%

¹¹ Attualmente pari a -0,40%

¹² In valore percentuale su un totale di 722 miliardi di euro, Italia e Spagna ne hanno beneficiato, rispettivamente, 33,1% e 23,13%

La seconda serie di TLTRO è del 10 Marzo 2016 ed era composta da quattro operazioni trimestrali a scadenza quadriennale, decorrenti dal mese di Giugno 2016. In questa seconda tranche le banche hanno potuto richiedere facilitazioni sino al 30% dei loro prestiti ammissibili.

Il saggio di interesse è stato determinato di pari misura al tasso applicato alle Operazioni di Rifinanziamento Principale (ORP)¹³ in vigore al momento dell'erogazione. Il volume dei prestiti bancari della seconda serie di TLTRO è stato pari a 739 miliardi di euro.

Entrambi i programmi di TLTRO hanno, sostanzialmente, raggiunto gli obiettivi prefissati, stimolando l'economia reale e migliorando le condizioni di finanziamento concesse a famiglie e imprese.

1.2.2 TLTRO III

Forte del successo ottenuto alle precedenti emissioni di TLTRO, il 6 Giugno 2019 la Banca Centrale Europea ha annunciato una nuova serie di Operazioni di Rifinanziamento a più lungo termine: TLTRO III. Gli obiettivi del nuovo programma sono, sostanzialmente, in linea con quelli delle precedenti serie.

Le attività hanno avuto inizio a Settembre 2019 e termineranno nel Marzo 2021, con scadenza biennale per ogni operazione. Il tasso di interesse per ciascuna tranche sarà determinato da una soglia di dieci punti base superiore al tasso medio adottato nelle Operazioni di Rifinanziamento Principali dell'UE (ORP) per la durata dei rispettivi TLTRO.

Le controparti riceveranno una riduzione massima del tasso di interesse se, al 31 Marzo 2021, supereranno il loro stock di riferimento di prestiti ammissibili del 2,5%. Al di sotto di tale limite, l'entità della riduzione del tasso di interesse sarà graduata linearmente a seconda della percentuale di cui una controparte supera il suo stock di riferimento di prestiti idonei.

Per le controparti che hanno registrato un accredito netto ammissibile positivo nei dodici mesi fino al 31 marzo 2019, l'accredito netto di riferimento è fissato a zero. Invece, per le controparti che hanno presentato un accredito netto ammissibile negativo negli stessi dodici mesi (fino al 31 marzo 2019), l'accredito netto di riferimento è pari all'accredito netto ammissibile in quel periodo. Il tasso di interesse applicato alle operazioni TLTRO III sarà comunicato ai partecipanti nel settembre 2021.¹⁴

Come già evidenziato, le aziende di credito possono ricevere prestiti, a titolo di TLTRO, fino ad un ammontare massimo pari al 30% dei loro prestiti ammissibili al 28 Febbraio 2019.

1.3 Ruolo delle banche

Nell'attuazione dei programmi di TLTRO, il sistema bancario ha un ruolo essenziale in quanto è il veicolo attraverso il quale la Banca Centrale immette stabilmente liquidità nell'economia reale.

¹³ Il tasso sulle Operazioni di Rifinanziamento Principali (ORP) è il tasso di interesse corrisposto dalle banche quando assumono prestiti dalla BCE per la durata di una settimana.

¹⁴ European Central Bank, [ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations \(TLTRO III\)](#)

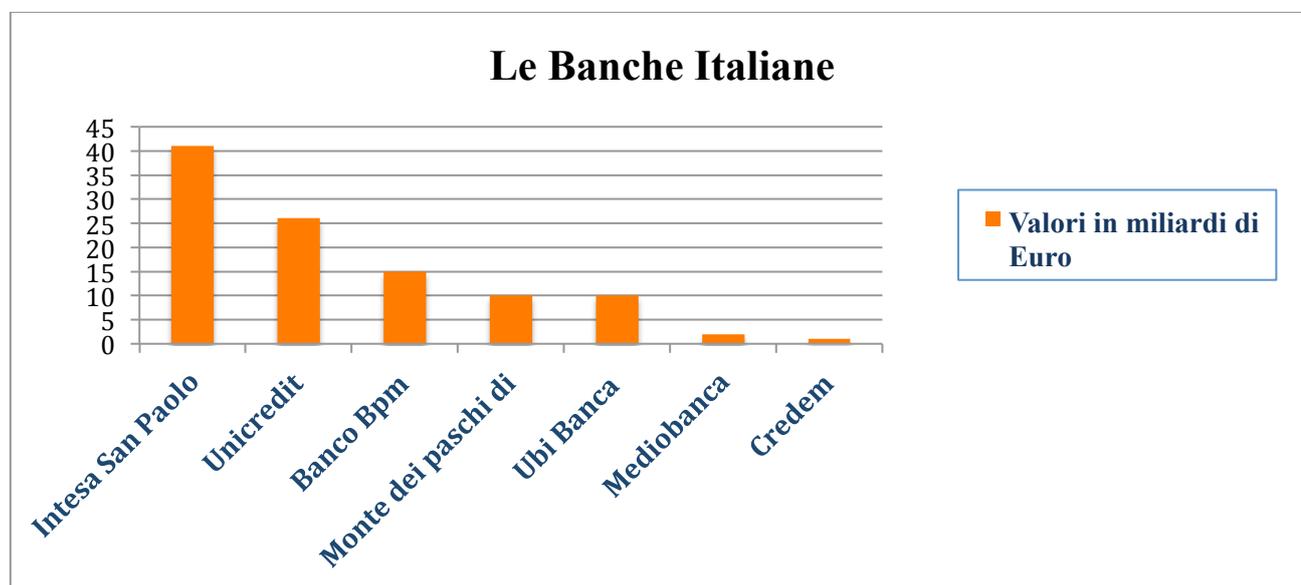
Infatti, il secondo programma di TLTRO - a differenza di altre tipologie di finanziamento intercorrenti tra la Banca Centrale e il sistema bancario - prevede una scadenza quadriennale consentendo alle banche di usufruire di un finanziamento stabile vincendo la volatilità del mercato.

Inoltre, il costo del finanziamento ricevuto dalla singola banca che opera sul mercato è in parte condizionato dalla quantità di finanziamenti che la stessa banca eroga all'economia reale.

Infatti, se una banca migliora le proprie performance di finanziamento all'economia reale può vedersi applicato, sul finanziamento avuto, addirittura il tasso negativo pari al massimo dell'attuale -0,5%, come annunciato il 12 Settembre 2019 dal Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi¹⁵.

La Banca Centrale Europea nell'annunciare la nuova serie di TLTRO (TLTRO III) ha voluto anche mitigare il rischio di asfissia del sistema finanziario che avrebbe marcatamente risentito della restituzione dei finanziamenti sino ad allora ricevuti in virtù dei precedenti programmi. In particolare, sarebbero state penalizzate le banche italiane, che avrebbero dovuto restituire 250 miliardi di euro presi in prestito grazie alla seconda serie del Targetd Longer-Term Refinancing Operations.

E' visibile, nel grafico che segue, il rischio che le maggiori banche italiane avrebbero corso alla scadenza del TLTRO II.



16

I programmi di TLTRO da una parte risolvono il problema del finanziamento alle banche ma dall'altra mettono alla prova la profittabilità del settore. Questo perché i tassi di interesse applicati ai prestiti erogati rimarranno prossimi allo zero e quindi gli istituti bancari devono cercare fonti alternative di ricavo.

¹⁵ Il Sole 24 Ore. <<Pacchetto Draghi>>: gli effetti su famiglie, investitori e imprese. 14 Settembre 2019

¹⁶ Grafico: AdviseOnly. ABCFinanza, Cosa sono le aste TLTRO e che effetti hanno sull'economia reale?

Capitolo 2 L'evoluzione degli strumenti di Politica Monetaria sino a Settembre 2019

2.1 Cenni sulla crisi dei debiti sovrani europei e riflessi sulla struttura bancaria

Come accennato in precedenza, una delle peggiori crisi finanziarie che ha attraversato l'intero globo ha avuto inizio a Maggio 2007 con il crollo del mercato dei mutui subprime negli Stati Uniti. Nei successivi ventitré mesi si è avuto il collasso del mercato finanziario internazionale e la più grave crisi finanziaria con importanti effetti sulla economia reale verificatasi dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale.

Tutto ciò ha comportato gravi ripercussioni in ambito sociale ed economico. Si pensi al crollo della fiducia nei rapporti di mercato tra intermediari finanziari e alle conseguenti forti tensioni nei tassi d'interesse interbancari con crescente illiquidità nelle catene di obbligazioni strutturate. Altre conseguenze della crisi sono state la profonda ristrutturazione dei bilanci bancari (da alto livello di indebitamento a caotico rientro dal debito – *deleveraging*), il relativo crollo nei corsi azionari delle banche e di altri intermediari finanziari, con la forte caduta degli indici generali dei mercati azionari internazionali. Si è poi manifestato il fallimento di importanti gruppi bancari negli USA e in Europa con conseguenti interventi su larga scala da parte dei governi nei mercati finanziari. Infine, si è verificata una severa recessione che si è diffusa a livello internazionale.

Tra l'estate del 2007 e quella del 2008 nelle principali aree economiche, USA e Unione Economica Monetaria (UEM), la risposta alla crisi è stata largamente affidata alle Autorità di Politica Monetaria e di Vigilanza del settore bancario.

Infatti, la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea hanno fatto ricorso ad ampi rifinanziamenti alle banche tramite *discount window* (DW)¹⁷ e Operazioni di Mercato Aperto (OMA).

Le Autorità di Vigilanza europee e statunitensi hanno attuato, con modalità differenti, la politica di salvataggio delle banche in crisi di liquidità.

Infatti, la Banca Centrale Europea ha attuato tale politica senza discontinuità istituzionali ma con rafforzamenti abituali di Operazioni di Mercato Aperto (OMA) accrescendo l'ammontare di finanziamento nelle singole operazioni, estendendo la durata temporale dei finanziamenti e riducendo la qualità dei collateral richiesti.

La Federal Reserve, invece, ha introdotto discontinuità nelle Operazioni di Finanziamento in quanto ha esteso le Operazioni di Mercato Aperto a un numero elevato di banche e accettando in garanzia anche titoli non immediatamente liquidabili.

Dall'autunno 2009, le politiche monetarie di Federal Reserve e Banca Centrale Europea si differenziano (*decoupling*).

¹⁷ Il *Discount window* (Sportello di sconto) è una linea di credito che intercorre fra banche e autorità monetarie, sulla quale le banche pagano alla FED un prezzo pari al tasso di sconto (*discount rate*).

Infatti, la Banca Centrale Europea a partire da tale data e sino alla primavera 2011 frena l'espansione della liquidità nel mercato finanziario. Mentre la Federal Reserve, guidata dal Presidente Bernanke, inizia il suo lungo processo di Quantitative Easing.

Nel 2010 alcuni paesi europei manifestano evidenti segni di crisi circa la loro capacità di rimborsare i debiti contratti a vario titolo sui mercati finanziari.

Infatti, già nei mesi di Marzo e Aprile dello stesso anno, il Fondo Monetario Internazionale in cooperazione con l'Unione Economica Monetaria vara un piano di aiuti finanziari alla Grecia mediante un programma triennale di prestiti bilaterali per complessivi 110 miliardi di euro. Il tasso di finanziamento venne fissato, sulla base degli standard del Fondo Monetario Internazionale, al 5,2%. Questi termini contrattuali vennero poi modificati.

Sempre nel 2010 si ha l'istituzione del *European Financial Stabilization Mechanism* (EFSM)¹⁸ e del *European Financial Stability Facility* (EFSF)¹⁹. Nei mesi a seguire si assiste all'acuirsi della crisi dei debiti sovrani in diversi paesi europei.

Infatti, nel Novembre del 2010, all'Irlanda vengono concesse delle facilitazioni finanziarie pari a 45 miliardi di Euro a fronte di un finanziamento stanziato di 85 miliardi di Euro.

Tra Maggio 2011 e fine Giugno dello stesso anno, si ha un aiuto di 40 miliardi di Euro al Portogallo e nello stesso periodo si ha una crescente instabilità dei mercati finanziari dell'Europa meridionale con punte in Italia e Spagna nonché un sensibile peggioramento della crisi economica greca. A Settembre 2011 la crisi del debito sovrano italiano e spagnolo si acuisce (spread di oltre 500 punti base) e ciò determina anche il pesante deterioramento della situazione economica e finanziaria in tutti gli Stati Membri periferici.

Per timore del propagarsi dell'effetto contagio della crisi dei debiti sovrani di Grecia, Irlanda e Spagna, viene varato il programma denominato *Securities Markets Program* (SMP) che prevede l'accettazione, come collaterale nelle Operazioni di Mercato Aperto, dei titoli degli stati soggetti a gravi difficoltà.

Il programma, in soli tre settimane, ha generato un volume di acquisizione di circa 40 miliardi di Euro in Operazioni di Mercato Aperto.

Nei mesi di Ottobre e Novembre 2011 si ha un ulteriore aggravamento della crisi dell'Unione Economica Monetaria come conseguenza della decisione del Consiglio Europeo e dell'*European Banking Authority*

¹⁸ L' *European Financial Stabilization Mechanism* (EFSM) è amministrato autonomamente dalla Commissione Europea e i titoli emessi sono garantiti solo dal bilancio dell'Unione Europea. Esso ha processi decisionali immediati e diretti, ma una piccola dimensione che lo rende quasi irrilevante.

¹⁹ L' *European Financial Stability Facility* (EFSF) si finanzia emettendo titoli garantiti pro-quota da tutti i singoli stati, è quindi uno strumento intergovernativo, soggetto alla decisione unanime di tutti gli stati membri. E' un fondo grande, ma poco maneggevole.

(EBA)²⁰ di sottoporre agli stress test i bilanci delle imprese bancarie con la valutazione a prezzi di mercato dei titoli sovrani iscritti nei loro bilanci. Il risultato scontato è che l'ammontare di ricapitalizzazione richiesta al Sistema Bancario Europeo, entro giugno 2012, è pari a 115 miliardi di Euro (Italia da sola: 15,5 miliardi di Euro). Tale risultato è noto come *doom-loop*, ovvero circolo vizioso, tra crisi del debito sovrano dell'Unione Economica Monetaria e crescenti difficoltà del Settore Bancario Europeo e dell'economia reale. Infatti, essendo le banche i maggiori sottoscrittori di titoli di stato con la crisi del debito sovrano si ha una forte riduzione dei loro attivi (*deleveraging*) che genera una conseguente stretta creditizia generalizzata (*credit crunch*) in una situazione di già forte tensione.

La grave situazione così determinata ha richiesto interventi decisi per scongiurare il possibile fallimento di alcuni Stati sovrani europei che avrebbero sicuramente provocato dissesti in tutta Europa e non soltanto di tipo economico e finanziario. Di conseguenza, la Banca Centrale Europea decide di varare un piano finalizzato ad immettere forte liquidità nel sistema finanziario ed a sostenere il debito degli stati in difficoltà con massicci programmi di acquisto di tali titoli.

Argomenti, questi, che saranno approfonditi nel paragrafo che segue.

2.2 Gli strumenti di politica monetaria non convenzionale: Quantitative Easing, Longer Term Refinancing Operation e Targeted Longer-Term Refinancing Operations

2.2.1 Longer Term Refinancing Operation (LTRO)

Le Longer Term Refinancing Operation (LTRO) sono delle operazioni di mercato aperto attuate dalla Banca Centrale Europea per il controllo dei tassi di interesse e la riserva monetaria in Europa.

Il programma di LTRO insieme al successivo di TLTRO rientrano nella categoria di Operazione di Rifinanziamento a più lungo termine.

Infatti, sono delle transazioni finalizzate ad immettere liquidità nel mercato e sono condotte mensilmente con scadenza a tre, sei o dodici mesi.

Normalmente le immissioni di liquidità sono realizzate dagli Istituti di Vigilanza Nazionali che attuano il programma sulla base di aste standardizzate con scadenze predeterminate. Questi strumenti servono solo per una efficiente amministrazione delle risorse monetarie nell'Unione Europea e non anche per agire sui tassi di interesse. E' pur vero che in momenti particolari, la Banca Centrale Europea può condurre operazioni di tale genere a tasso fisso influenzando in modo diretto sul mercato.

E' il caso delle recenti operazioni di LTRO con le quali la Banca Centrale Europea, per contenere la crisi di liquidità, tra gli ultimi mesi del 2011 e all'inizio del 2012, ha offerto agli istituti di credito europei prestiti per oltre mille miliardi di Euro a un tasso di interesse dell'1%. Lo scopo dichiarato era quello di calmierare gli standard di credito in Europa ed evitare la contrazione del credito (*credit crunch*).

²⁰ L'Autorità bancaria europea è un'autorità indipendente dell'Unione europea, che opera per assicurare un livello di regolamentazione e di vigilanza prudenziale efficace e uniforme nel settore bancario europeo.

Infatti, si incoraggiavano in sostanza le banche a ricomprare parte del debito sovrano europeo che in quei mesi evidenziava alti tassi di interesse, in particolare modo tra gli stati membri periferici.²¹

2.2.2 Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO)

Il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea ha varato, il 5 giugno del 2014, nuove misure finalizzate a rendere più funzionale meccanismo di trasmissione della politica monetaria incoraggiando e sostenendo la concessione del credito bancario all'economia reale. Il Consiglio Direttivo, in tale sede, ha deciso di realizzare un programma di Operazioni di Rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) caratterizzate dal tasso di interesse fisso per tutta la durata del prestito dato da il saggio di interesse sulle principali Operazioni di Rifinanziamento più lo spread. Come è noto, la T di TLTRO indica *targeted*, ovvero l'obiettivo di far giungere i finanziamenti a famiglie e imprese, evitando che la liquidità venga drenata e tesaurizzata dal sistema bancario.

Nel mese di Marzo 2016 si è manifestata la seconda emissione del TLTRO. Questa serie ha goduto di condizioni particolarmente favorevoli in tema di remunerazione del prestito.

La Banca Centrale Europea a Marzo 2019, nel confermare il successo dei programmi precedenti, ha deciso di porre in essere un nuovo TLTRO, caratterizzato da operazioni trimestrali con scadenza a due anni. Caratteristica di quest'ultima serie è data dall'ammontare dei prestiti che ciascuna banca potrà richiedere e dalle condizioni favorevoli applicate alle banche più virtuose.

2.2.3 Quantitative Easing (QE)

Il Quantitative Easing è uno strumento non convenzionale di politica monetaria espansiva usato dalle banche centrali per stimolare la crescita economica, con lo scopo di orientare l'offerta di credito e i mercati finanziari. Tale strumento è stato adoperato, come riportato nelle pagine che precedono, dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea. Per quanto concerne quest'ultima, il programma di Quantitative Easing è stato varato a Gennaio del 2015 con lo scopo dichiarato di immettere liquidità nel sistema finanziario.

Infatti, la Banca Centrale Europea ha iniziato ad effettuare iniezioni di liquidità con Operazioni di Mercato Aperto, acquistando titoli di stato e altri strumenti finanziari. La finalità dichiarata è quella di stimolare l'economia reale attraverso la concessione di credito da parte delle banche e di condurre il tasso atteso di inflazione intorno al 2%.

Ripercorrendo la storia recente dei tre programmi di Quantitative Easing promossi dalla Banca Centrale Europea possiamo annotare le caratteristiche che li hanno singolarmente contraddistinti.

²¹ Borsa Italiana, Longer Term Refinancing Operation - LTRO

Il primo programma di Quantitative Easing, come detto varato nel 2015, prevedeva l'acquisto di titoli di stato per circa 60 miliardi di Euro al mese. Gli acquisti si sono protratti sino a marzo del 2016, quando la Banca Centrale Europea ha deciso di fissare a quota zero il tasso di rifinanziamento e a -0,40% il tasso riconosciuto sui depositi delle banche. Sempre con l'obiettivo di dare uno scossone all'economia reale, la Banca Centrale Europea ha portato sino a 80 miliardi di Euro al mese l'ammontare degli acquisti di titoli, comprendendo nelle acquisizioni anche gli ABS²² e i Covered Bond²³.

A dicembre del 2016 è stata varata la terza ed ultima fase del Quantitative Easing che si è conclusa a Dicembre del 2018. E' notizia di questi giorni il lancio, entro fine anno corrente, di un nuovo programma di acquisto.

Sin dal suo inizio la Banca Centrale Europea ha previsto due regole per il Quantitative Easing, ovvero la condivisione del rischio ed i limiti sulle operazioni di acquisto di titoli.

Infatti, i titoli di Stato sono stati acquistati dalle singole banche centrali nazionali con la disponibilità della Banca Centrale Europea di sopportare il rischio di eventuali perdite sino al limite massimo del 20% dell'ammontare complessivo.

Altre limitazioni contenute nel programma sono date dalla soglia del 25% sugli acquisti di titoli per singole emissioni e il limite dato agli acquisti complessivi che non possono superare il 50% del debito pubblico di un singolo paese.

2.3 Le prossime misure di Politica Monetaria

Recentemente il Presidente Mario Draghi al termine del Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea, tenuto a Francoforte il 25 Luglio 2019 e, successivamente, il 12 Settembre dello stesso anno, ha indicato le prossime strategie di politica monetaria della Banca Centrale Europea in tema di livello dei futuri tassi di interesse (la cosiddetta *Forward Guidance*²⁴) precisando che saranno uguali agli attuali livelli o addirittura inferiori sino ad almeno metà del 2020.

Inoltre il Presidente della Banca Centrale Europea, per quanto concerne il nuovo programma di Quantitative Easing, ha affermato che la Banca Centrale Europea è pronta ad agire qualora le aspettative inflazionistiche nel medio termine continueranno a rimanere al di sotto del livello atteso. In tal modo è stata preannunciata la messa a punto di un ampio programma di misure e opzioni, sia vecchie e sia nuove (dal taglio dei tassi ad un nuovo Quantitative Easing).

Questa tematica sarà ampiamente trattata nel capitolo che segue.

²² Asset Backed Securities (ABS) sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

²³ Covered bond è un'obbligazione bancaria caratterizzata da un profilo di rischio molto basso e da un'elevata liquidità

²⁴ La *Forward guidance* è una strategia di comunicazione che anticipa le intenzioni della BCE. In sostanza, la BCE fornisce agli operatori informazioni su futuri andamenti dei tassi di interesse in modo da influenzare le aspettative dei mercati sulle future performances.

Capitolo 3 TLTRO: dalla fase di recessione alla fase di normalizzazione

3.1 Verso la normalizzazione

Da quanto rappresentato nelle pagine che precedono, appare evidente che la normalizzazione della politica della Banca Centrale Europea è ancora lontana, in quanto non è possibile ipotizzare una stabile politica monetaria in assenza di una conseguente armonizzazione della economia.

La storia recente ci ha mostrato che i governi dei singoli paesi hanno sempre inciso pesantemente sull'economia interna con manovre tese a proteggerla ed a sostenerla. Tutto ciò ha avuto ripercussioni anche in tema di politica monetaria.

Oggi la politica monetaria non è più gestita dai singoli paesi ma a livello centrale dagli organismi europei a ciò deputati.

Scorrendo le recenti interviste rilasciate sull'argomento dalle principali autorità in materia monetaria, ovvero il Presidente della Federal Reserve Jerome Powell, il Dott. Claudio Borio, capo dipartimento della Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea e dallo stesso Presidente Mario Draghi, sembra di capire che la normalizzazione dell'economia è ancora da valutare.

Infatti, il Presidente della Federal Reserve Powell, in una recente intervista, ha ribadito che: “Non c'è nessuna fretta” nel rivedere i tassi di interesse. “Abbiamo raccolto prove sul rallentamento dell'economia globale. Aspetteremo e vedremo come si evolvono queste condizioni prima di effettuare qualsiasi cambio sul fronte dei tassi”, ha spiegato, con ciò sostanzialmente echeggiando l'analisi fatta dal Dott. Borio alcuni giorni fa quando, parlando durante la presentazione dell'ultima rassegna trimestrale della Banca dei Regolamenti Internazionali, ha osservato come “lo stretto cammino verso la normalizzazione si stia rivelando alquanto tortuoso”²⁵.

Il Presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, in seguito alla riunione del board della Banca Centrale Europea, ha dichiarato che il Consiglio Direttivo della BCE ha stabilito di non modificare i tassi di interesse, lasciandoli invariati, prevedendo che rimarranno sui valori attuali sino alla fine dell'anno corrente e per il tempo necessario affinché sia possibile garantire il conseguimento del livello di inflazione al 2%. Successivamente, il Presidente della Banca Centrale Europea, ha affermato che le operazioni di TLTRO-III favoriranno il mantenimento di condizioni finanziarie vantaggiose e di trasmissione della Politica Monetaria. Al momento, ha aggiunto il Banchiere Centrale, le condizioni finanziarie per l'economia reale continuano ad essere favorevoli e che le nuove misure, con particolare riferimento alla nuova operazione di TLTRO, aiuteranno il permanere delle condizioni finanziarie vantaggiose anche in futuro²⁶.

²⁵ Tv Svizzera.it, Powell: nessuna fretta sui tassi

²⁶ Italia Oggi, 25 Luglio 2019. Bce, Draghi lascia i tassi invariati e lancia una nuova serie di Tltro

La una tranche di TLTRO creerà, quindi, liquidità in eccesso e garantirà alle banche la possibilità di rifinanziamento a basso costo, il che giustifica una politica più a lungo termine e il mantenimento dei tassi ai livelli attuali fino alla metà del 2020.

Nel processo di normalizzazione, non così scontata, ciò che preoccupa maggiormente i mercati è il rimborso dei programmi di TLTRO, 240 miliardi di Euro, circa, da restituire entro Marzo 2021. Le recenti dichiarazioni del Presidente Mario Draghi hanno tranquillizzato i mercati in quanto è stato annunciato un nuovo programma di TLTRO. E' anche vero che tali facilitazioni non potranno durare all'infinito, pertanto, ci sarà un momento in cui il sistema bancario si troverà costretto a dover rimborsare i finanziamenti ricevuti cercando fonti alternative di approvvigionamento quali, ad esempio, l'emissione sul mercato di nuovi prestiti obbligazionari.

Il vero problema è se i mercati decideranno di dare fiducia al sistema bancario sottoscrivendo le nuove emissioni di bonds oppure sarà necessario il ricorso ad un nuovo intervento di politica monetaria a sostegno.

3.2 Gli effetti sull'economia reale degli strumenti non convenzionali di Politica Monetaria

Ai fini di valutare concretamente gli effetti delle politiche monetarie non convenzionali sull'economia reale sono stati posti in relazione i dati utilizzati dalla Banca Centrale Europea per quantificare le attività realizzate.

Per condurre tale analisi è stato preso in esame il Bilancio 2018 della Banca Centrale Europea pubblicato nel relativo sito. Nella parte dedicata alla note descrittive si rileva che la Banca Centrale Europea, effettuando i Programmi di Acquisto di Attività, ha aumentato notevolmente le dimensioni del proprio bilancio.

Infatti, i Programmi di Acquisto eseguiti tra il 2009 e il 2011 (CBPP1, CBPP2²⁷ e SMP²⁸), hanno comportato per la Banca Centrale Europea un esborso di oltre 280 miliardi di Euro. Si pensi che il solo Securities Market Programme (SMP) ha contribuito con una spesa di oltre 200 miliardi di Euro.

Nella tabella che segue sono riportati i dettagli delle risorse totali utilizzate dalla Banca Centrale Europea per questi primi Programmi di Acquisto di Attività.

²⁷ Covered Bond Purchase Programme 1 (CBPP1) e Covered Bond Purchase Programme 2 (BCPP2) sono programmi di acquisto di obbligazioni bancarie garantite

²⁸ Securities Market Programme (SMP) è un programma di acquisto da parte della Banca Centrale Europea sul mercato secondario dei titoli dei paesi più colpiti dalla crisi finanziaria ed i cui rendimenti erano divenuti troppo onerosi. L'obiettivo del programma era quello di ristabilire appropriati meccanismi di trasmissione della politica monetaria per arrivare ad una stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Totale degli acquisti della BCE per i programmi terminati (valori in miliardi di Euro)²⁹

Programma	Totale acquisti
CBPP1	60
SMP	208
CBPP2	16,4
Totale	284,4

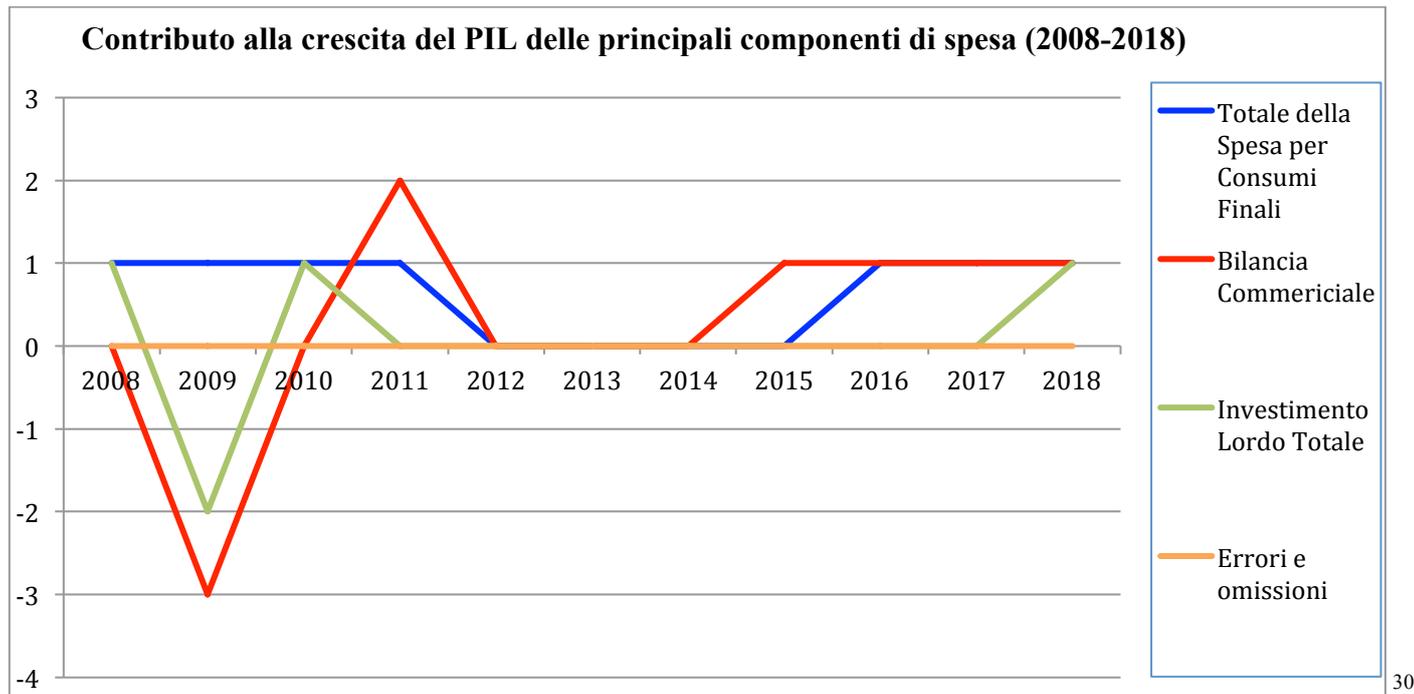
Le cifre sopra esposte sono davvero poca cosa se confrontate con l'investimento complessivo generato dai diversi programmi di Quantitative Easing che dal 2015 si sono succeduti. Si tratta infatti di una cifra che si attesta a circa 2.500 miliardi di euro.

Si osserva che la mole degli investimenti effettuati dalla Banca Centrale Europea non ha trovato un congruo riscontro nei risultati effettivamente ottenuti nell'economia reale. In definitiva, si ha avuta una qualche ripartenza dell'economia ma non si è raggiunto il livello di inflazione atteso. Inoltre, l'adozione da parte della Banca Centrale Europea delle misure non convenzionali ha prodotto effetti su altri indicatori macroeconomici, quali il Prodotto Interno Lordo (PIL), il tasso di disoccupazione, lo stesso bilancio della Banca Centrale Europea e il debito pubblico dell'area dell'euro.

²⁹ Cfr. European Central Bank, 2017

3.2.1 Prodotto Interno Lordo (PIL)

Osservando l'andamento del Prodotto Interno Lordo nella zona dell'Euro, tra il 2008 e il 2018, si può immediatamente constatare come il livello del Prodotto Interno Lordo si sia riassetato sui livelli raggiunti negli anni ante crisi, ossia, prossimo al 2%.

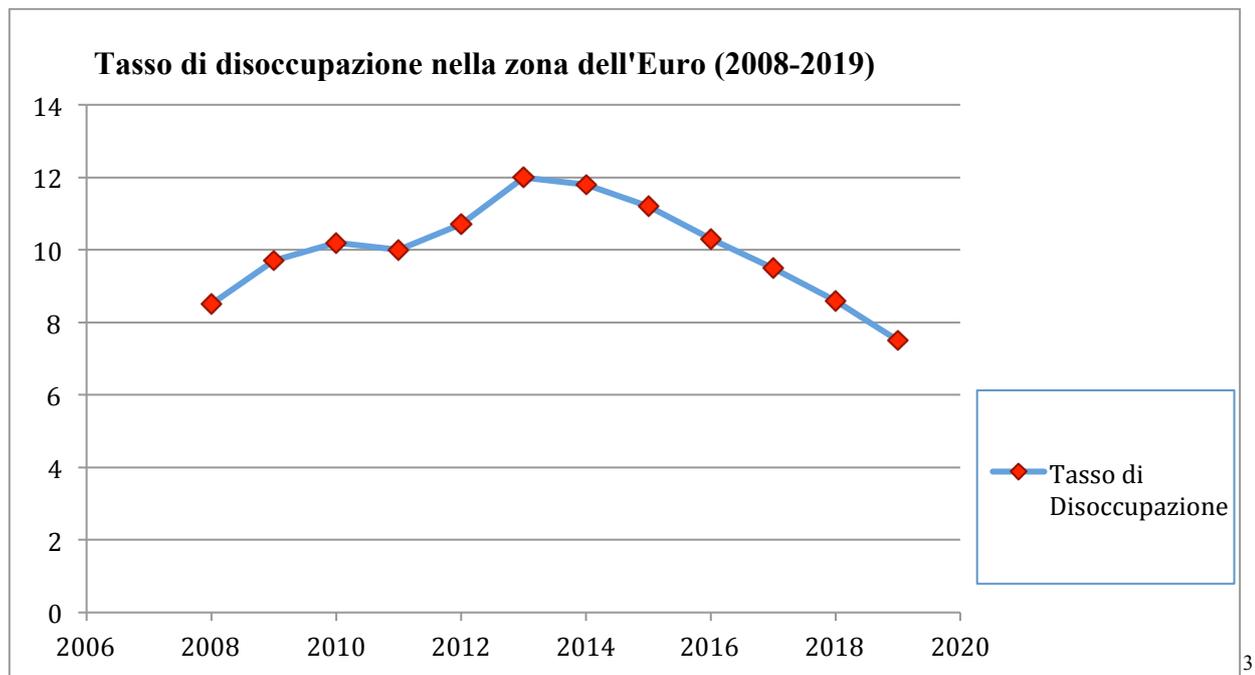


Scomponendo il PIL nelle sue maggiori componenti, si può notare che dal 2012 in poi, sono aumentati i consumi, gli investimenti e in qualche misura anche la spesa pubblica. Tuttavia, non si ha un vero e proprio riscontro degli effetti prodotti dalle misure non convenzionali adottate dalla Banca Centrale Europea, anche se, in linea generale, le politiche monetarie espansive producono aumenti nei consumi e, quindi, investimenti con relativo miglioramento nella produzione finale.

³⁰ Grafico: Oesterreichische Nationalbank Eurosystem, 2019

3.2.2 Tasso di Disoccupazione

Quanto osservato dall'analisi dell'andamento del Prodotto Interno Lordo, sembra potersi riproporre anche in tema di analisi del tasso di disoccupazione tra il 2008 e il 2018. In quanto, la disoccupazione dell'area Euro sembra essere tornata ai livelli ante crisi. E' evidente che l'andamento di questo indicatore è strettamente connesso con la ripresa economica e il conseguente aumento della produzione.



Tra il 2008 e il 2010 la disoccupazione nell'area dell'Euro aumenta passando da livelli inferiori all'8% ad oltre il 10%. Tra il 2010 e il 2011 il tasso di disoccupazione rimane all'incirca stabile salvo poi tornare ad aumentare e raggiungere una soglia superiore al 12% nel 2013. Di lì in poi, tuttavia, il tasso di disoccupazione ha iniziato a calare ed in seguito all'annuncio e all'avvio del Public Sector Purchase Programme (PSPP)³² ha continuato la diminuzione graduale (alla fine del 2018 il tasso di disoccupazione è tornato a livelli di poco inferiori alla soglia del 8%).

3.2.3 Effetti del Quantitative Easing sul bilancio della Banca Centrale Europea

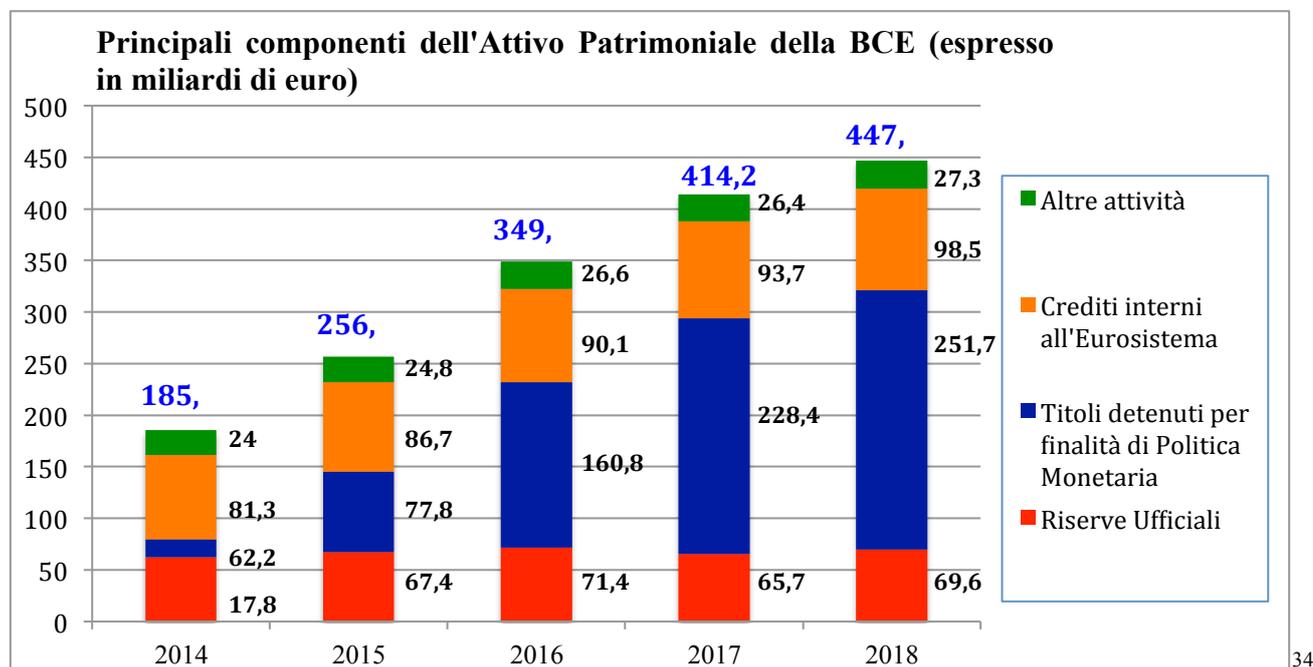
Come già accennato in precedenza, dal 2014 lo stato patrimoniale della Banca Centrale Europea ha registrato un marcato aumento a seguito dell'acquisto di titoli nell'ambito del CBPP3 (Third Covered Bond Purchase Programme) e del Programma di Acquisto di Titoli garantiti da attività (Asset-Backed Securities

³¹ Grafico: Trading Economics, Tasso di Disoccupazione

³² Public Sector Purchase Programme (PSPP, dal 9 marzo 2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro

Purchase Programme, ABSPP)³³. Tale incremento si è consolidato negli anni successivi in seguito all'attuazione del Programma di Acquisto del Settore Pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP).

Confrontando la somma delle principali componenti dell'attivo patrimoniale della Banca Centrale Europea, si rileva che l'aggregato in esame è passato da 185,3 miliardi del 2014 a 447,1 miliardi di Euro nel 2018. L'incremento è dovuto quasi interamente alla massa di titoli detenuti per finalità di politica monetaria.



Come risulta evidente dal grafico, i titoli denominati in Euro, acquisiti per finalità di politica monetaria, costituiscono il 56% delle attività della Banca Centrale Europea a fine 2018. In questa posta di bilancio la Banca Centrale Europea iscrive i titoli acquistati nel contesto del Programma per il Mercato dei Titoli Finanziari (Securities Markets Programme, SMP), dei tre Programmi per l'Acquisto di Obbligazioni garantite (CBPP1, CBPP2 e CBPP3), dell'ABSPP e del PSPP5. Nel 2018 sono proseguiti gli acquisti di titoli nell'ambito del CBPP3, dell'ABSPP e del PSPP6 sino alla fine dell'anno, quando gli acquisti netti sono terminati. Le operazioni sono state effettuate in base alle decisioni del Consiglio Direttivo sul volume mensile complessivo di acquisti per l'Eurosistema e nel rispetto dei criteri di idoneità prestabiliti. L'Eurosistema continuerà a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del Programma di Acquisto di Attività (PAA), in linea con la decisione del Consiglio Direttivo del 13 dicembre 2018.

A seguito degli acquisti, a fine 2018, il portafoglio dei titoli detenuti dalla Banca Centrale Europea per finalità di politica monetaria ammonta a 251,7 miliardi di Euro.

³³ Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP, dal 21 novembre 2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari

³⁴ Grafico: Banca Centrale Europea, Bilancio 2018

E' interessante osservare gli effetti nel bilancio dell'Eurosistema dovuti dall'introduzione delle politiche monetarie non convenzionali nel 2008.

Infatti, all'inizio di tale anno il totale di bilancio dell'Eurosistema si attestava a circa 1.500 miliardi di Euro mentre alla fine del 2018 raggiungeva i 4.702 miliardi di euro con un aumento del 313%.

3.2.4 Il debito pubblico nell'eurozona

Il debito pubblico nell'area dell'Euro ha avuto un'impennata a decorrere dal 2008. Le motivazioni di questo aumento non sembrano essere connesse all'adozione di misure non convenzionali da parte della Banca Centrale Europea.

Infatti, con l'acquisto di titoli di Stato, la Banca Centrale Europea ha finanziato direttamente il debito pubblico dei paesi dell'area Euro. E' da ricordare che durante la crisi del debito sovrano del 2011, i rendimenti su obbligazioni governative erano sensibilmente aumentati. Si pensi ai rendimenti sulle obbligazioni di Stato greche a dieci anni che superavano il 35%. Ciò comportava per la Grecia costi altissimi per il finanziamento del proprio debito pubblico. In misura più limitata, anche Portogallo, Spagna e Italia nel medesimo periodo hanno avuto rendimenti molto alti sui propri titoli di stato a dieci anni raggiungendo livelli rispettivamente del 16%, 7,6% e 6,5%.

L'intervento della Banca Centrale Europea ha prodotto una sensibile diminuzione dei tassi di interesse, pertanto, si può affermare che se la Banca Centrale Europea non avesse effettuato acquisti di titoli di stato il livello del tasso di interesse per il finanziamento del debito pubblico sarebbe stato molto alto e oneroso per i relativi paesi d'appartenenza.

In definitiva, anche attraverso la disamina dei principali indicatori macroeconomici, risulta piuttosto evidente la correlazione tra il miglioramento dei suddetti indicatori e l'utilizzo delle politiche monetarie non convenzionali. Unica nota dolente sembra essere il riflesso che tali politiche hanno prodotto sul bilancio della Banca Centrale Europea con la massiccia acquisizione di titoli di Stato il cui prezzo può essere soggetto a fluttuazioni con effetti negativi nella sua valorizzazione in bilancio.

Capitolo 4 Il caso aziendale, IBL BANCA S.P.A

4.1 Il profilo storico dell'azienda ³⁵

IBL Banca è stata fondata nel 1927 con la denominazione di Istituto Nazionale di Credito agli Impiegati, società anonima per azioni, e rappresenta una delle prime realtà in Italia nel settore del credito ai lavoratori dipendenti.

Nel 1938 l'Assemblea Straordinaria della Società ha deliberato il cambio di nome in "Istituto Assistenziale per il Pubblico Impiego".

Nel 1943, la banca ha assunto la denominazione di Istituto Finanziario del Lavoro, continuando ad operare nel medesimo settore.

Nel 1964 la famiglia d'Amelio entra nel capitale della Società, nello stesso anno l'avvocato Antonio d'Amelio acquista dalla società Megar S.p.A una partecipazione del 30% del capitale sociale della Società. Tale quota azionaria aumenterà sino al 50% nel corso del 1968 e sarà, successivamente, oggetto di ulteriori incrementi.

Nel 1983 il Dottor Mario Giordano entra nel capitale sociale dell'azienda con una partecipazione di minoranza per poi rilevare, nel 1986, una parte delle azioni possedute dalla famiglia d'Amelio ed attestarsi, così, al 50% del capitale sociale. Quindi dalla seconda metà degli anni ottanta, il capitale sociale dell'azienda era detenuto pariteticamente dalle famiglie Giordano e d'Amelio.

La Società nel 1991 è stata inserita nell'elenco degli Intermediari Finanziari secondo le disposizioni della legge 197/1991³⁶ ai tempi vigenti, svolgendo principalmente attività di erogazione di finanziamenti mediante Cessione del Quinto e Delegazione di pagamento a lavoratori subordinati.

Nel 2002, la Società ha presentato alla Banca d'Italia la richiesta per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività bancaria. A seguito del Provvedimento del Governatore, Antonio Fazio, del 18 luglio 2003, l'azienda è stato autorizzato all'esercizio dell'attività bancaria con la denominazione legale IBL ISTITUTO BANCARIO DEL LAVORO S.p.A., in breve IBL Banca S.p.A.

Dal 1 gennaio 2004 la Società si è proposta al mercato come banca dedicata ai lavoratori dipendenti e pensionati specializzata nei prestiti di Cessione del Quinto e Delegazione di Pagamento. In quegli anni la Società aveva un canale distributivo di proprietà costituito da sette filiali.

In seguito all'ottenimento dell'apposita autorizzazione da parte della Banca d'Italia, la Società ha iniziato a svolgere attività bancaria: la scelta di trasformarsi da Intermediario Finanziario in Banca ha rappresentato un importante elemento di discontinuità strategica in quanto ha consentito allo stesso di poter modulare, nel tempo, le proprie politiche industriali in relazione all'evoluzione del mercato ed iniziare con la raccolta del risparmio.

³⁵ Cfr. IBL Banca, Profilo del Gruppo

³⁶ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Legge del 5 Luglio del 1991, n. 197

La possibilità di effettuare la raccolta presso il pubblico risparmio ha permesso infatti, alla banca di ottenere, da un lato, un'adeguata autonomia finanziaria necessaria a supportare l'attività di erogazione dei finanziamenti contro Cessione del Quinto e Delegazione e di gestire, dall'altro, più agevolmente i processi di adeguamento ai sempre più stringenti requisiti richiesti dalle normative di vigilanza prudenziale.

Un ulteriore passaggio importante per lo sviluppo della Banca è stata la costituzione nel 2008 del Gruppo Bancario IBL Banca avvenuta a seguito dell'acquisizione della società IFL Finanziaria S.p.A.

In data 29 aprile 2008, il Gruppo Bancario IBL ottiene l'iscrizione all'albo dei gruppi bancari autorizzata con apposito Provvedimento di Banca d'Italia.

La definizione di IFL Finanziaria S.p.A. è stata modificata contestualmente all'acquisizione in IBL Family S.p.A.

Sempre nel 2008 la Rete Diretta era costituita da tredici punti vendita.

Nell'aprile del 2009 l'istituto di credito ha avviato la propria attività di raccolta sul mercato *retail* nell'ambito del segmento dei prodotti di risparmio lanciando sul mercato un prodotto di raccolta rappresentato dal Conto Deposito Libero. Sempre nello stesso anno la banca effettua un'altra importante scelta di business, ossia il processo di modifica del proprio modello creditizio da *originate to distribute* a *originate to hold*, processo che arriverà gradualmente a compimento nel 2013.

Nel corso del 2011 la Società ha ottenuto dalla Banca d'Italia l'autorizzazione alla prestazione di determinati servizi e attività di investimento, come definiti ai sensi dell'articolo 1, comma 5 del Testo Unico della Finanza, ampliando così i servizi offerti³⁷.

In particolare, la Società è stata autorizzata a prestare i servizi e le attività di investimento di seguito elencati: negoziazione in conto proprio, esecuzione di ordini per conto dei clienti, collocamento senza assunzione a fermo, assunzione di garanzia nei confronti della banca e consulenza in materia di investimenti. La Banca è stata inoltre autorizzata a prestare il servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari.

Nel marzo 2015 la Società ha avviato una nuova operatività nell'ambito della attività di raccolta diretta e in particolare l'attività di apertura del Conto Deposito secondo l'operatività *full on line* caratterizzata da un'attività di adeguata verifica della clientela con modalità a distanza e tramite bonifico.

In data 30 settembre 2015, Banca d'Italia ha autorizzato l'azienda all'esercizio professionale nei confronti del pubblico di servizi di ricezione e trasmissione.

Attualmente IBL Banca è presente su tutto il territorio nazionale con cinquantaquattro filiali.

Gli azionisti siedono nel Consiglio di Amministrazione della banca, tale circostanza è di rilevante importanza in quanto si ha all'interno dell'organo amministrativo la presenza di tre membri su sei.

Infatti, il Dottor Mario Giordano riveste la carica di Amministratore Delegato, mentre l'avvocato Antonio d'Amelio è il Vice Presidente della banca e il Dottor Carlo d'Amelio è Consigliere non esecutivo.

³⁷ CONSOB. Testo unico della Finanza. Decreto Legislativo 24 Febbraio del 1998, n. 58

Ciò vale ad assicurare, infatti, la piena e consapevole partecipazione della totalità degli azionisti alle decisioni dell'Organo Amministrativo e la conoscenza, da parte di questi ultimi, di tutti gli eventi che riguardano la banca, ordinari e straordinari che siano.

Completano l'attuale Consiglio di Amministrazione della Banca il Prof. Franco Masera, Presidente, il Prof. Oscar Cosentini, Consigliere con ruoli esecutivi in altre Società del Gruppo, ed il Dott. Alessandro Bondi, Consigliere Indipendente.

4.2 Tipologia di prodotto/servizio e strategia annessa ³⁸

I prodotti offerti da IBL Banca possono essere racchiusi nelle seguenti sei categorie, tra cui la più importante è la prima:

1. Finanziamenti con cessione del quinto dello stipendio o della pensione: è una forma di prestito non finalizzato, ovvero ottenibile senza specifici motivi, per poterne usufruire bisogna solo rispettare i requisiti che consentono di accedere a questo finanziamento.

Il Decreto del Presidente della Repubblica n.180 del 1950³⁹ disciplina il finanziamento contro la Cessione del Quinto dello stipendio. La denominazione di tale prestito non finalizzato richiama il modo in cui questo viene concesso, ovvero, mediante la cessione diretta all'istituto erogante, della ventesima parte del proprio stipendio o della propria pensione. In origine la Cessione del Quinto è stato pensato esclusivamente per i lavoratori dipendenti pubblici o per gli enti parastatali ma, con le riforme del 2005, è stato allargato anche ai lavoratori dipendenti di aziende e società private e ai pensionati

E' possibile scegliere l'entità della rata e la durata del finanziamento dilazionando il rimborso fino a centoventi mesi.

La concessione del prestito è soggetta ad alcuni vincoli, come l'importo massimo stabilito dall'ente erogante, l'entità dello stipendio mensile o della pensione del richiedente, il tempo stabilito per la restituzione del prestito ed ulteriori fattori soggettivi (durata dell'impiego e età del pensionato).

Nel momento in cui il lavoratore dipendente avrà dato la propria autorizzazione alla cessione non potrà annullarla fino all'estinzione del debito. L'unico rischio che corre l'intermediario che concede il prestito è quello della perdita improvvisa del lavoro del lavoratore dipendente. Tale eventualità è obbligatoriamente coperta da una polizza assicurativa che è contenuta nel prodotto finanziario. Inoltre, l'ammontare erogato al lavoratore dipendente è garantito da diversi vincoli concessi all'istituto su altre somme maturate dal lavoratore presso il proprio datore di lavoro (trattamento di fine rapporto).

³⁸ Cfr. IBL Banca, Prodotti

³⁹ Decreto del Presidente della Repubblica del 5 Gennaio 1950, n. 180, Approvazione del testo unico delle leggi concernenti il sequestro, il pignoramento e la cessione degli stipendi, salari e pensioni dei dipendenti dalle Pubbliche Amministrazioni.

Il medesimo modello si attua anche per i pensionati gestiti da istituti pubblici come l'Istituto Nazionale di Previdenza Sociale (INPS) o gestione ex Istituto Nazionale di Previdenza e Assistenza per i Dipendenti dell'Amministrazione Pubblica (INPDAP).

Grazie a delle convenzioni concluse tra l'ente che eroga la pensione e le società di credito, i pensionati possono ottenere dei benefici dalla Cessione del Quinto tramite un prestito che viene restituito con trattenute eseguite dall'ente previdenziale direttamente sulla pensione netta mensile.

In questo caso i limiti temporali sono due: la durata massima decennale che è stabilita per legge e il limite di età dei pensionati che è di 90 anni.

Riguardo questo ultimo limite, è vero che la legge fissa, come età massima del pensionato, i 90 anni di età ma gli istituti di credito possono prudentemente abbassare la soglia di età massima

Nel prodotto è prevista una polizza che tutela la banca erogante in caso di morte del finanziato.

Coloro che, invece, percepiscono indennità e rendita INAIL (Istituto nazionale Assicurazione Infortuni sul Lavoro) non possono ottenere un prestito con Cessione del Quinto poiché si tratta di somme ricevute a titolo di risarcimento.

Nel caso in cui il pensionato sia gestito da enti autonomi di previdenza o casse professionali, la circostanza è disciplinata da convenzioni stipulate da questi stessi in favore dei propri iscritti.

E' necessaria una valutazione di ogni caso specifico per verificare eventuali accordi stipulati con banche o società finanziarie per l'erogazione di questa tipologia di credito.

Infatti, un esempio di tale caso specifico è la convenzione tra la Cassa Forense, che gestisce le pensioni degli avvocati, e IBL Banca, in modo tale da consentire ai professionisti in pensione di godere dei benefici del servizio.

Con il prestito con delega, invece, sarà possibile richiedere una somma in più anche se si ha già un mutuo in corso.

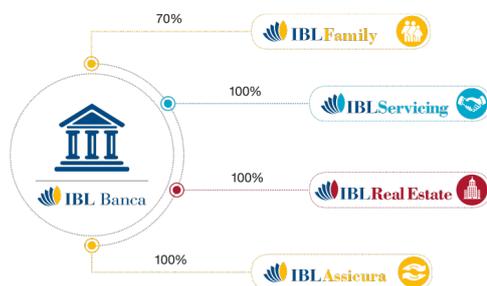
Il cliente potrà affiancare questo prestito alla Cessione del Quinto, concordando di estinguerlo con quote mensili di importo fisso: la somma delle rate mensili dei due accrediti può arrivare al massimo fino a due quinti dello stipendio.

2. Assicurazioni: IBL Banca, attraverso una propria società controllata (IBL Assicura), offre una notevole vasta gamma di prodotti dedicati ai titolari di immobili o di un mezzo di trasporto, avvalendosi della convenzione con le migliori compagnie assicurative.
3. Conto IBL Libero: il servizio in questione si caratterizza per la libertà di gestire delle somme depositate, permettendo di ottenere tassi di rendimento competitivi. Questa particolare tipologia di conto deposito è indicata per chi ha la necessità di mantenere le liquidità libere con interessi elevati e zero spese di gestione.

4. ContosulIBL Vincolato: IBL Banca permette di ottenere con il seguente servizio un alto rendimento sulle somme depositate, il conto vincolato può essere aperto online senza spese scegliendo di vincolare le somme depositate con scadenze diverse.
5. Conto Corrente: Il conto in questione di IBL Banca è un servizio per operazioni quali l'accredito dello stipendio e il pagamento delle utenze. E' soggetto al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi che garantisce una copertura massima fino a 100.000.00 Euro per ogni correntista e istituto di credito. La principale differenza tra la tipologia dei conti correnti e quella dei conti deposito è che i primi possono presentare anche saldo negativo per effetto della concessione di affidamenti, cosa non realizzabile per i conti deposito.
6. CartaconTe: è una carta prepagata ricaricabile di IBL Banca dotata di codice IBAN, particolarmente adatta per chi sente il bisogno di un maggiore controllo delle proprie spese che possono essere monitorate attraverso un servizio di sms alert gratuito sulle transazioni e attraverso il servizio di Internet Banking.

Il Gruppo Bancario nel suo insieme si ispira ad una cultura aziendale che pone in primo piano trasparenza e responsabilità sia al suo interno, nei confronti dei dipendenti e dei collaboratori, che all'esterno, nei rapporti con i clienti, i partner ed i fornitori.

4.3 La struttura organizzativa ⁴⁰



41

IBL, è la capogruppo dell'omonimo Gruppo Bancario, iscritto all'albo dei gruppi bancari con il n.3263.1, nell'ambito del quale essa esercita, sulle società controllate, attività di direzione e coordinamento ai sensi degli art. 2497 e seguenti del Codice Civile.

La Società svolge funzioni di indirizzo strategico, di governo e di coordinamento del Gruppo. Lo svolgimento di tale compito avviene:

⁴⁰ Cfr. IBL Banca, Composizione Gruppo

⁴¹ Grafico: IBL Banca, Composizione Gruppo

- Attraverso l'attribuzione alle proprie strutture di poteri di direzione, coordinamento e controllo delle società del Gruppo, nell'ambito degli indirizzi generali definiti dal Consiglio di Amministrazione e della capogruppo stessa.
- In forza di appositi contratti di *servicing*, sottoscritti con le altre società del Gruppo, per mezzo dei quali sono disciplinate e regolamentate le attività il cui svolgimento risulta accertato presso la capogruppo.

Le strutture della società svolgono attività di gestione, governo, indirizzo, coordinamento e controllo nei confronti delle aziende per gli ambiti di rispettiva competenza.

L'Istituto Bancario svolge direttamente le attività di controllo sui processi delle società appartenenti al Gruppo stesso.

Infatti, le attività di revisione interna sono accentrate presso la Funzione Internal Audit dell'azienda e le modalità di esercizio delle attività di auditing presso le società del Gruppo sono regolate da appositi contratti di *servicing*.

Tale ruolo implica, da parte della Società, la necessità di presidiare adeguatamente le esigenze di controllo interno riferibili alla capogruppo medesima, alle società controllate ed al Gruppo nel suo insieme.

La gestione e definizione dei rischi operativi è di competenza della Funzione Risk Management della capogruppo, che predispone le linee guida sui processi di gestione dei rischi insiti nell'operatività del Gruppo e la relativa identificazione dei principi e delle regole che ne assicurano il controllo e l'attuazione.

La gestione del rischio di non conformità alle norme è assicurata dall'Emittente in qualità di capogruppo, che persegue il rispetto delle norme e della correttezza degli affari con adeguata attenzione alla clientela ed agli azionisti con cui intrattiene relazioni, comportamenti organizzativi coerenti con i principi di spirito delle norme in materia di conformità e la diffusione di una cultura aziendale improntata ai principi di onestà, correttezza e rispetto delle norme.

Le decisioni strategiche a livello di Gruppo, in materia di gestione del rischio di non conformità, sono rimesse al Consiglio di Amministrazione della Società, tenendo conto della specifica operatività e dei connessi profili di rischio di non conformità di ciascuna delle società controllate. Il modello organizzativo adottato per la gestione del rischio di non conformità è centralizzato sulla Funzione Compliance della Banca che, attraverso un contratto di *servicing*, svolge, per conto delle diverse società, l'attività di *compliance*.

La Funzione Compliance gestisce e cura la corretta esecuzione degli adempimenti societari in capo alle società del Gruppo, le tematiche di tipo legale ed il presidio delle procedure di Antiriciclaggio e dei processi autorizzativi in tema di adeguata verifica della clientela e di segnalazione di operazioni sospette nel rispetto della normativa primaria e regolamentare in vigore.

Conformemente a quanto previsto dalle disposizioni di vigilanza in materia di Antiriciclaggio, le società del Gruppo hanno provveduto ad esternalizzare la propria funzione Antiriciclaggio alla competente unità organizzativa costituita presso la Banca che, pertanto, svolge la propria attività a livello dell'intero Gruppo. La Banca accentra lo svolgimento della attività di *servicing* amministrativo finalizzate alla gestione e alla definizione delle informazioni esterne del Gruppo quali, in particolare modo, la formulazione delle politiche contabili di gruppo, la redazione dei bilanci, la produzione e l'invio delle segnalazioni agli organismi di vigilanza. La capogruppo, per l'assolvimento delle responsabilità sopra indicate, si avvale dell'Unità Organizzativa dei Servizi Amministrativi, che opera per il tramite delle funzioni di Contabilità, di Bilancio e di Segnalazioni di Vigilanza.

Analogamente, le attività di coordinamento operativo della società del Gruppo sono svolte direttamente dalle funzioni della Banca per il tramite della Direzione Operativa.

Le attività relative alla definizione e disciplina dei processi operativi e delle regole organizzative e di sicurezza fisica ed informatica, l'aggiornamento della Struttura Organizzativa Aziendale e le modalità di condivisione delle risorse comuni all'interno del Gruppo sono coordinate dalla Funzione Organizzazione e Progetti.

Le attività relative alla gestione degli approvvigionamenti e dei contatti con i fornitori, sono coordinate dalla Funzione Acquisti e Servizi Generali, che dispone inoltre le modalità di condivisione delle risorse comuni all'interno del Gruppo.

La gestione e manutenzione tecnica degli hardware, software e di tutti gli apparati tecnologici delle società è coordinata e svolta dalla Funzione Information Technology della capogruppo.

Considerazioni analoghe sono da effettuarsi per quanto attiene la responsabilità diretta della Capogruppo esercitata per il tramite delle seguenti funzioni sui rispettivi ambiti di operatività:

- Pianificazione strategica e controllo di gestione: la Società definisce e delibera gli indirizzi strategici di Gruppo di medio e lungo periodo. In tale contesto tiene conto delle proposte e delle valutazioni formulate dalle Società del Gruppo in merito agli ambiti di rispettiva competenza. La definizione degli obiettivi strategici di Gruppo è formalizzata nel piano industriale pluriennale, la loro attuazione è coordinata dalla Direzione Generale della Società.
- Politiche del personale: la definizione delle politiche inerenti le risorse umane, ivi compresa la gestione amministrativa, è accentrata presso la Capogruppo.
- Gestione della Finanza e Tesoreria: la gestione delle posizioni di rischio/investimento del Gruppo è accentrata presso la Società in qualità di capogruppo, la quale è responsabile del rispetto dei limiti sia individuali che a livello consolidato.

La Società in qualità di capogruppo formalizza e rende noti a tutte le società del gruppo Bancario i criteri di misurazione, gestione e controllo di tutti i rischi e convalida i sistemi e le procedure di controllo dei rischi all'interno del Gruppo Bancario. Determina, inoltre, gli indirizzi della politica creditizia della Società e del

Gruppo, anche al fine di garantire che l'erogazione del credito risponda a criteri di prudente gestione ed alle disposizioni dell'Organo di Vigilanza.

L'Istituto Bancario svolge attività di supervisione attiva dei piani di marketing ed il coordinamento efficace del sistema d'offerta per i diversi segmenti di mercato, nonché un governo complessivo delle azioni commerciali del Gruppo.

La performance economica di IBL Banca si è attestata, negli ultimi tre esercizi, su un utile netto di circa 50 milioni di Euro con una redditività per gli azionisti di circa il 37% (ROE)⁴².

4.4 Il finanziamento contro la cessione del quinto dello stipendio ⁴³

4.4.1 Cenni storici

Nata nel 1914 per i soli dipendenti delle allora Ferrovie dello Stato, estesa ai dipendenti statali nel 1941, la Cessione del Quinto è disciplinata da una normativa che, seppur datata al 1950, risulta ancora oggi essere un importante strumento normativo capace di coniugare obiettivi di inclusione finanziaria e di sostenibilità del debito.

Le ragioni storiche che hanno spinto il legislatore a introdurre, più di un secolo fa, nel nostro ordinamento una forma di tecnica del credito ad "hoc" sono state, infatti, essenzialmente quelle di prevedere, *ex lege*, mirati presidi a salvaguardia degli interessi dei lavoratori dipendenti.

La legge prevede, infatti, specifici meccanismi normativi capaci di assicurare a tali soggetti, oggi anche ai pensionati, una maggior facilità di accesso al credito e, elemento più importante, la piena e preventiva sostenibilità dei debiti contratti anche in presenza, nel corso della durata del prestito, di eventuali peggioramenti delle condizioni economico-sociali personali e familiari tali da pregiudicare le capacità di rimborso.

La Cessione del Quinto come disciplinata nel testo unico del 1950 rientra in realtà in una più ampia e complessa normativa che, al momento della sua emanazione, aveva come obiettivo prioritario quello di rafforzare nel nostro ordinamento il principio in base al quale i salari e gli stipendi dei lavoratori dipendenti non potevano essere più oggetto indiscriminato di sequestro, pignoramento o di cessione.

Il nuovo dettato normativo veniva, pertanto, a sottrarre, in linea con le precedenti disposizioni, la regolamentazione delle suddette fattispecie alle norme del codice civile e del codice di procedura civile anche con riferimento agli stipendi e i salari dei dipendenti statali e pubblici, stabilendo inoltre il divieto esplicito di pignorabilità e/o sequestro degli stessi da parte di soggetti diversi dallo Stato.

⁴² Return On Equity è un indice economico sulla redditività del capitale proprio.

⁴³ Cfr. IBL Banca, Cessione del quinto dello stipendio

Le motivazioni di tale scelta nascevano principalmente dall'esigenza di salvaguardare e regolamentare l'integrità del salario e dello stipendio dei dipendenti statali e pubblici che rappresentano tuttora la principale fonte di reddito.

Un ricorso al credito indiscriminato e superiore alle effettive capacità di reddito da parte di tali soggetti avrebbe, infatti, potuto determinare, in caso di eventuale insolvenza, un eccesso non sostenibile di debito e quindi di pignoramenti con conseguenti effetti pregiudizievoli materiali e reputazionali per gli stessi dipendenti.

In questo senso devono pertanto leggersi e interpretarsi le norme che disciplinano la Cessione del Quinto che, seppur inserite all'interno della più ampia normativa che tratta la pignorabilità e il sequestro delle retribuzioni, erano tese a garantire ai lavoratori dipendenti, anche in relazione alla loro limitata capacità di reddito, un più agile e sostenibile accesso al credito.

Nel corso degli anni la normativa sulla Cessione del Quinto ha, come noto, subito importanti modifiche tra cui l'estensione della legge anche ad altri soggetti.

La Cessione del Quinto è un prestito personale che è erogato a un lavoratore dipendente o pensionato senza una motivazione specifica e senza la presentazione di garanzie di beni o firma di altre persone.

Questo perché la garanzia è presente già nella forma di restituzione del finanziamento stesso.

Infatti, la rata mensile di rimborso del prestito è trattenuta direttamente dal salario o dalla pensione.

Trattenere e, successivamente, versare le rate a favore dell'istituto di credito è un dovere a cui deve sottostare il datore di lavoro nel momento in cui egli accetta la Cessione del Quinto chiesta dal lavoratore dipendente.

La restituzione del prestito è eseguita dal datore di lavoro o dall'ente di previdenza, quindi, la Cessione del Quinto è un finanziamento a cui possono accedere anche cattivi pagatori e chi ha ulteriori prestiti in corso.

E' previsto un ulteriore obbligo del datore di lavoro: nel caso in cui il lavoratore dipendente fosse licenziato o si dimettesse, il datore ha il dovere di trattenere presso la società le somme maturate a favore del lavoratore sino a quel tempo e deve versarle alla banca o alla società finanziaria che ha elargito il prestito, in modo tale da poterlo estinguere.

E' presente, come tutela nel caso in cui venisse meno il rapporto di lavoro, una polizza assicurativa obbligatoria, che copre i potenziali rischi causati dalla perdita del lavoro o da morte. Il tasso di interesse di tale prestito è determinato dal legislatore come fisso per l'intera durata del finanziamento.

Pertanto, essendo nota la bassa rischiosità del credito, il tasso di interesse applicato è notevolmente inferiore a quello praticato per analoghi finanziamenti rendendo tale strumento più competitivo presso l'utenza dei consumatori ai quali si rivolge.

4.4.2 Normativa in materia di Cessione del Quinto e Delegazione di Pagamento

I principali riferimenti di normativa primaria e secondaria rilevante in materia di prestiti da rimborsarsi mediante Cessione del Quinto e Delegazione di Pagamento sono i seguenti:

- Decreto del Presidente della Repubblica del 5 Gennaio del 1950, n. 180: “Testo unico delle leggi concernenti il sequestro, il pignoramento e la cessione degli stipendi, salari e pensioni dei dipendenti delle pubbliche amministrazioni”.⁴⁴
- Decreto del Presidente della Repubblica del 28 Luglio del 1950, n. 895: “Regolamento per l’esecuzione del testo unico delle leggi concernenti il sequestro, il pignoramento, la cessione degli stipendi, salari e pensionati dei dipendenti delle pubbliche amministrazioni”.⁴⁵
- Comunicazione della Banca d’Italia del 10 Novembre 2009: “Cessione del quinto dello stipendio e operazioni assimilate: cautele e indirizzi per gli operatori”.⁴⁶
- Comunicazione della Banca d’Italia del 7 Aprile 2011 in materia di Cessione del Quinto dello stipendio e operazioni assimilate: “Richiamo al rigoroso rispetto della normativa di settore”.⁴⁷
- Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 27 Dicembre 2006, n. 313, attuativo dell’art 13 bis del Decreto Legge 14 Marzo 2005, n. 35, in materia di Cessione del Quinto della pensione (D.M. 313/2006).⁴⁸
- Artt. 1269 e seguenti del Codice Civile in materia di delegazione, applicabili alla Delegazione di Pagamento.
- Circolari del Ministero dell’Economia e delle Finanze, fra cui, da ultimo la n. 1 e la n. 30 del 2011 in materia di trattenute mensili sugli stipendi dei Dipendenti Pubblici operate mediante l’istituto della Delegazione di Pagamento.⁴⁹
- La Legge del 7 Marzo 1996, n. 108 (Legge Usura), le Istruzioni della Banca d’Italia per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull’usura – Agosto 2009 (Istruzioni Usura), nonché i

⁴⁴ Gazzetta Ufficiale. Decreto del Presidente della Repubblica del 5 Gennaio del 1950, n.180

⁴⁵ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Decreto del Presidente della Repubblica 28 Luglio 1950, n.895. Regolamento per l’esecuzione del testo unico delle leggi concernenti il sequestro, il pignoramento, la cessione degli stipendi, salari e pensionati dei dipendenti delle pubbliche amministrazioni

⁴⁶ Banca d’Italia. Comunicazione del 10 Novembre 2009. Cessione del quinto dello stipendio e operazioni assimilate: cautele e indirizzi per gli operatori

⁴⁷ Banca d’Italia. Comunicazione del 7 Aprile 2011. Richiamo al rigoroso rispetto della normativa di settore

⁴⁸ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze 27 Dicembre 2006, n.313

⁴⁹ Ragioneria Generale dello Stato. Circolare del 17 Gennaio 2011, n.1 Trattenute mensili sugli stipendi dei dipendenti pubblici mediante l’istituto della delegazione – Oneri a carico degli istituti delegatari – Istruzioni operative.

Circolare del 20 Ottobre 2011, n.30 Trattenute mensili sugli stipendi dei dipendenti pubblici operate mediante l’istituto della delegazione e gestite attraverso il sistema Service Personale Tesoro – Oneri a carico degli istituti delegatari – Chiarimenti – Indicazioni relativamente agli stipendi gestiti con sistemi diversi dal sistema Service Personale Tesoro

“Chiarimenti in materia di applicazione della legge anti usura” emessi dalla banca d’Italia stessa il 3 Luglio 2013.⁵⁰

Il Decreto del Presidente della Repubblica del 1950, n. 180 configura la Cessione del Quinto come un prestito personale, non finalizzato, rivolto a lavoratori dipendenti e pensionati rimborsabile mediante cessione pro solvendo di quote costanti della retribuzione/pensione mensile, cui il finanziamento/dipendente/pensionato ha diritto in virtù di un rapporto lavorativo subordinato/prestazione previdenziale.

In conformità a quanto previsto dal Decreto del Presidente della Repubblica del 1950 n. 180 stesso, caratteristica fondamentale di questo tipo di finanziamento, che può avere durata massima fino a centoventi mesi, è la sua modalità di rimborso, che avviene mediante trattenuta diretta sulla retribuzione/pensione del finanziato (cedente) ad opera del datore di lavoro/ente pensionistico (l’Amministrazione Terza Ceduta o ATC), al quale è preventivamente notificata la cessione del credito a favore del soggetto (cessionario) erogante. Tale trattenuta non può superare la quinta parte della retribuzione/pensione del finanziato, considerata al netto delle ritenute di legge.

Le ATC possono iniziare ad effettuare le ritenute entro il terzo mese successivo alla notifica. Le eventuali rate già scadute vengono recuperate mediante l’applicazione di una ritenuta aggiuntiva mensile, per il tempo necessario al recupero dei mesi arretrati (art. 4 D.M. 313/2006).

Più in particolare, il D.P.R. 180/1950, come modificato ed ampliato, prevede la possibilità di accedere a tale tipo di finanziamento, per:

- I dipendenti di amministrazioni statali e di enti pubblici e parastatali, nonché imprese concessionarie di un servizio pubblico di trasporto o di comunicazioni con stabilità nel rapporto di lavoro, stipendio fisso e continuativo e diritto a conseguire un qualsiasi trattamento di quiescenza.
- I dipendenti di aziende private a tempo indeterminato.
- I titolari di trattamento pensionistico pubblico o privato, con riferimento alle pensioni o indennità che tengono conto di pensione corrisposte dallo Stato o dai singoli enti, agli assegni equivalenti a carico di speciali casse di previdenza, alle pensioni e agli assegni di invalidità e vecchiaia corrisposti dall’INPS, agli assegni vitalizi ed ai capitoli a carico di istituti e fondi in dipendenza del rapporto di lavoro.
- I lavoratori a tempo determinato che abbiano un contratto di durata non inferiore a tre anni che assicuri ad essi il diritto ad un trattamento di quiescenza o altro equivalente e che la durata della Cessione non ecceda il tempo che, al momento dell’operazione, deve ancora trascorrere per la scadenza del contratto che abbiano svolto un minimo di quattro anni di effettivo servizio valido ai fini del trattamento di

⁵⁰ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Legge del 7 Marzo 1996, n.108 Disposizioni in materia di usura

Banca d’Italia. Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della Legge sull’usura, Agosto 2009

Banca d’Italia. Chiarimenti in materia di applicazione della Legge antiusura, 3 Luglio 2013

quiescenza (salvo eccezioni, ad esempio per soggetti invalidi, per cui sono sufficienti due anni di servizio).

Ai sensi dell'art. 52, comma 3, del D.P.R. 180/50, possono inoltre accedere ai prestiti verso Cessione del Quinto dello stipendio i titolari di rapporti di agenzia, di rappresentanza commerciale ed altri rapporti di collaborazione che si concretino in una prestazione di opera continuativa e coordinata, prevalentemente personale, anche se non a carattere subordinato di durata non inferiore a dodici mesi. Tali soggetti possono cedere un quinto del loro stipendio, determinato al netto delle ritenute fiscali, affinché questo possa avere carattere certo e continuativo con il limite che la Cessione non superi il lasso di tempo che, al momento della operazione, deve ancora passare per il termine del contratto in essere.

Nella categoria dei soggetti autorizzati a elargire prestiti verso Cessione di quote di stipendio o salario, l'articolo 15 del Decreto del Presidente della Repubblica n. 180 del 1950 comprende anche gli istituti di credito e di previdenza composti da impiegati delle pubbliche amministrazioni, le società di assicurazioni legalmente esercenti, istituti e società eroganti il credito, con l'esclusione di quelle istituite in nome collettivo e in accomandita semplice e le casse di risparmio⁵¹.

Per quanto riguarda la Cessione del Quinto della pensione (art. 8 D.M. 313/2006).

Gli enti previdenziali stipulano apposite convenzioni con gli istituti finanziatori, con l'obiettivo di assicurare ai pensionati condizioni contrattuali più favorevoli, rispetto a quelle medie di mercato.

Ai sensi dell'art 1, sesto comma, del D.P.R. 180/50, le cessioni degli stipendi, salari, pensioni ed altri emolumenti hanno generalmente effetto dal momento della loro notifica nei confronti dei debitori ceduti, salvo per quelle relative a pensioni erogate dalle amministrazioni di cui all'articolo 1, comma 2, del Decreto Legislativo del 30 marzo 2001, n. 165⁵², per le quali l'effetto decorre dal primo giorno del mese successivo a quello in cui ha avuto luogo la notifica (art. 4 D.M. 313/2006).

Tale comunicazione può essere effettuata attraverso qualsiasi forma, purché recante data certa e, per quanto riguarda la Cessione del Quinto della pensione, modalità che consentano all'amministrazione che deve operare la ritenuta di identificare la provenienza della notifica stessa (art. 3 del D.M. 313/2006).

Il D.P.R. 180/50 prevede inoltre che, nel caso di cessazione dal servizio prima che sia estinta la cessione, l'efficacia di questa si estende di diritto sulla pensione, altro assegno continuativo equivalente, indennità, trattamento pensionistico integrativo che siano liquidati al cedente in conseguenza della cessazione stessa⁵³.

⁵¹ Centro Studi e Ricerche dell'Ordine Provinciale dei Consulenti del Lavoro di Milano. *La Cessione del Quinto ed il Pignoramento dello Stipendio*. Giugno, 2019

⁵² Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Decreto Legislativo del 30 Marzo del 2001, n. 165

⁵³ Decreto del Presidente della Repubblica del 5 Gennaio 1950, n. 180, Approvazione del testo unico delle leggi concernenti il sequestro, il pignoramento e la cessione degli stipendi, salari e pensioni dei dipendenti dalle Pubbliche Amministrazioni.

L'art 54 del D.P.R. 180/50 impone un'ulteriore garanzia costituita dall'accensione di una polizza rischio vita e (fatta eccezione per i pensionati) per il rischio impiego, che assicura il recupero del credito residuo da parte del finanziatore nelle ipotesi in cui a causa della cessazione o riduzione dello stipendio o della liquidazione di un trattamento di quiescenza insufficiente non sia possibile la continuazione dell'ammortamento o il recupero del residuo credito.

4.5 Il Codice Etico del Gruppo IBL Banca⁵⁴

In Italia il Gruppo IBL Banca è il leader nel comparto dei finanziamenti contro Cessione del Quinto, prestiti con delega e prestiti personali. Come già detto, nasce nel 2004 dalla trasformazione in banca dell'Istituto Finanziario del Lavoro S.p.A., già attiva da oltre 90 anni nel segmento della Cessione del Quinto dello Stipendio (CQS).

Da quasi un secolo a contatto con i bisogni delle persone, ha sviluppato un forte senso di un forte senso di responsabilità a prendere parte all'evoluzione della società che lo circonda. Si tratta di un impegno che si realizza mediante le decisioni aziendali, i comportamenti individuali e un continuo dialogo con i diversi portatori di interesse, gli stakeholder, per poter dare risposta alle loro attese e guadagnarsi la loro fiducia. Tutto ciò nella certezza che il successo della Società derivi non solo dalla qualità dei prodotti e servizi offerti ma soprattutto dal modo in cui sono realizzati e, successivamente distribuiti.

Per questo è necessario che amministratori, sindaci, dirigenti e tutti i dipendenti, così come i fornitori, i consulenti e in generale tutti i soggetti che collaborano al raggiungimento degli obiettivi aziendali, agiscano in conformità con i più alti standard etici e professionali. A tal fine, nel contesto di crescente attenzione alla *corporate governance*, si è ritenuto opportuno raccogliere e formalizzare in un documento, denominato Codice Etico, i principi comportamentali cui il Gruppo, da sempre, si ispira. Esso è frutto di una riflessione interna sulla missione e sui suoi valori comuni a tutte le società del Gruppo, nella consapevolezza che una buona condotta fa bene alle aziende, ne incrementa l'abilità di creare valore in generale difendendo, nel contempo la reputazione, la capacità di ottenere consenso e la propria credibilità nel mercato.

Gli *stakeholders* sono tutti coloro i quali hanno interesse, anche i più diversi, nei confronti dell'azienda e sono influenzati dalle decisioni aziendali. Essi sono, pertanto, i soci, i dipendenti, i clienti, i fornitori e i diversi partner commerciali e le istituzioni, come la Pubblica Amministrazione e le comunità locali.

Il Codice Etico, approvato dal Consiglio di Amministrazione del Gruppo IBL, è volto a ispirare, regolare e controllare preventivamente i comportamenti che i Soggetti Destinatari del Codice sono tenuti a rispettare. I fruitori in questione sono individuati dalla Legge nei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, nei Dirigenti o in coloro che di fatto gestiscono o dirigono la Società, ovvero in color che sono a capo di unità o strutture organizzative autonome, nonché in tutti coloro che sono sottoposti alla

⁵⁴ Cfr. IBL Banca, Codice Etico

direzione o controllo dei soggetti menzionati, nei collaboratori e nei consulenti che agiscono in nome e per conto della Società.

4.6 La concreta applicazione di uno strumento di politica monetaria non convenzionale: TLTRO.

Intervista al Dott. Guido De Battista, Direttore Finanza del Gruppo Bancario IBL Banca

In data Martedì 10 Settembre 2019, ho incontrato presso la Direzione Generale di IBL Banca, via 20 Settembre n. 30, il Dott. Guido De Battista, Direttore Finanza del Gruppo Bancario.

Il Dott. De Battista mi ha ricevuto insieme al Dott. Marcello Satulli, Responsabile Servizio ALM e Reporting Finanza presso IBL Banca, acconsentendo a rispondere ad alcune domande in tema di utilizzo concreto del TLTRO da parte di una azienda di credito.

Qui di seguito si riporta l'intervista che è stata per me illuminante nel farmi comprendere quali siano realmente gli effetti di questo eccezionale strumento di politica monetaria nell'operatività bancaria.

D: Pensa che sia utile lo strumento del TLTRO per sollecitare la ripresa dell'economia reale?

R: *Senz'altro sì. La nostra esperienza ci porta al tempo del TLTRO-I, IBL Banca partecipò con un ammontare molto importante, ottenne più di un miliardo e cento milioni di Euro.*

Il punto che è stato dibattuto negli anni, sia con TLTRO-I e sia con TLTRO-II, è il seguente: siamo certi che tutta la liquidità che la Banca Centrale Europea ha distribuito al sistema bancario, effettivamente, sia stata impiegata verso l'economia reale? E' una domanda complicata a cui rispondere perché, la BCE, con il TLTRO-I da un lato e con il Quantitative Easing dall'altro, è riuscita a mitigare la forte volatilità che minava il rischio del debito sovrano in Europa. La speculazione aveva portato una forte volatilità sui mercati dell'Europa periferica: Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna e Italia. L'Italia, anche se è stata contagiata per ultima dalla crisi del debito sovrano, alla fine, è il paese che è stato colpito più pesantemente delle altre nazioni. Infatti, i nostri titoli di stato erano arrivati a trattare prezzi molto depressi e le condizioni di ampia liquidità permisero alle banche italiane di acquistarli in grandi quantitativi.

Pertanto, una domanda che in molti si sono posti è: con il TLTRO-I la BCE ha finanziato le banche per acquistare titoli di stato? La verità è che il denaro è fungibile, è complicato affermare se con il denaro rinveniente dal TLTRO-I le banche abbiano finanziato esclusivamente le famiglie e le imprese. Da notare è che la BCE, quando ha erogato la seconda serie di TLTRO-II è stata molto attenta a restringere il perimetro dell'operatività e del conseguente utilizzo dei finanziamenti agevolati.

D: Quali sono stati gli utilizzi delle prime due serie di TLTRO da parte di IBL Banca?

R: *Come detto in precedenza, è difficile individuare esattamente il percorso che fa il denaro una volta che entra in Banca e ti confermo che, nella realtà, le banche hanno sia finanziato l'economia reale, sia acquistato titoli di stato. Con la prossima emissione TLTRO-III si cercherà di orientare sempre di più l'utilizzo verso l'economia reale. Per quel che riguarda IBL Banca è facile riscontrare come i programmi di TLTRO sono stati, effettivamente, indirizzati verso l'economia reale.*

Infatti, basta confrontare i volumi del portafoglio crediti prima e dopo i finanziamenti di TLTRO. Lo stesso vale per il portafoglio dei titoli di investimento.

Aggiungo che il nostro portafoglio titoli viene continuamente rifinanziato con operazioni Repurchase Agreement Operations (REPO) o Pronti Contro Termine (PCT) sui mercati regolamentati (MTS REPO) o in via alternativa con i mercati Over The Counter (mercati OTC). La durata del finanziamento varia, da un giorno (overnight), a una settimana, a due settimane, a un mese, a tre mesi.

Il MTS REPO (Mercato Telematico Titoli di Stato) è un mercato costituito da una piattaforma elettronica che consente di rifinanziare i titoli con operazioni di pronti contro termine. E' un mercato cieco, ovvero, si opera direttamente con una controparte centrale, che nel nostro caso è la Cassa di Compensazione e Garanzia. In realtà, la controparte sarà sempre una altra banca ma la Cassa di Compensazione e Garanzia funge da intermediario per evitare che vi possa essere il rischio di default con un effetto contagio.

Infatti, se un operatore dovesse andare in default, il rischio di effetto domino è neutralizzato dalla Cassa di Compensazione e Garanzia che assorbe il default senza farlo propagare. Peraltro, i titoli sono finanziabili anche bilateralmente, ovvero, con degli accordi tra le banche. Si tratta sempre di una operazione di REPO, cioè pronti contro termine, ma è trattata in modo bilaterale.

Le banche, quindi, utilizzano canali specifici per il rifinanziamento del proprio portafoglio di titoli, di solito con operazioni di breve durata (entro l'anno), proprio perché il posizionamento in titoli normalmente prevede il disinvestimento prima della scadenza maturata dei titoli stessi. Viceversa, le facilitazioni TLTRO sono del finanziamento a tasso agevolato a lungo termine (tre anni) mirati (targeted) al finanziamento dell'economia.

Tutto questo per rispondere alla tua domanda iniziale: inseguire i soldi in una banca è complesso ma per la mia esperienza ti dico che IBL Banca, avendo un importante portafoglio titoli, non ha una stringente necessità di finanziarsi tramite il TLTRO. Il portafoglio lo finanziamo nel modo che ti ho appena descritto, ovvero rifinanziandoci tramite i nostri titoli, in operazioni bilaterali o presso i mercati regolamentati.

Tornando, quindi, alla tua domanda: il TLTRO-I, in IBL Banca, è stato utilizzato per finanziare i nostri prestiti con la cessione del quinto dello stipendio o della pensione. Abbiamo ottenuto un miliardo e cento e lo abbiamo impiegato completamente. L'utilizzo del TLTRO-II è stato leggermente diverso, in quanto,

gli importi disponibili erano parametrati al portafoglio crediti a cui venivano dedotti i crediti cartolarizzati. Questa è stata in parte una contraddizione perché la Banca Centrale Europea per finanziare le banche con il TLTRO chiede come collaterale dei titoli eleggibili. Pertanto la nostra Banca per poter presentare in Banca Centrale Europea un collaterale eleggibile ha eseguito operazioni di auto-cartolarizzazione in modo da trasformare i crediti in titoli senza cedere a terzi il portafoglio.

Pertanto con questa esclusione dal TLTRO-II abbiamo ottenuto soltanto sessanta milioni contro un miliardo e cento milioni avuti durante il primo programma di TLTRO.

Ti posso anticipare che, sulla prossima tranche di TLTRO, questa limitazione non ci sarà più.

D: Ho letto sui giornali che IBL Banca ha concluso diverse operazioni di auto-cartolarizzazione: qual è stata la portata di queste operazioni nella gestione del fabbisogno di liquidità della banca?

R: *Sì, abbiamo recentemente comunicato alla stampa la conclusione di una operazione di ristrutturazione di una precedente cartolarizzazione, IBL Finance. Il veicolo Marzio Finance ha, infatti, acquistato il residuo portafoglio crediti di IBL Finance emettendo nuove ABS⁵⁵, nell'ambito di un programma di cartolarizzazione, in sostituzione delle precedenti di IBL Finance, ormai notevolmente ammortizzate. IBL Banca ricorre con regolarità all'attività di cartolarizzazione, come precedentemente detto, per predisporre di collaterali sufficienti a supportare le operazioni di funding. Oggi tutte le operazioni in essere sono effettuate nell'ambito del Programma di Marzio Finance, suddivise in sei serie, per un controvalore complessivo di circa due miliardi di Euro.*

D: Quale sarà l'impiego del programma TLTRO-III da parte di IBL Banca?

R: *La Banca continuerà a finanziare con sempre maggior vigore l'economia tramite la Cessione del Quinto dello Stipendio/Pensione, come da piano industriale, e il finanziamento straordinario del programma TLTRO-III permetterà di offrire tassi e condizioni estremamente convenienti.*

D: Oltre al TLTRO ci sono altri strumenti di politica monetaria convenzionali e non convenzionali che possono essere utilizzati?

R: *Il 12 settembre⁵⁶ è prevista la riunione board della Banca Centrale Europea. Questa volta l'attesa è spasmodica per gli eventuali annunci del Presidente Draghi. Il mercato è molto sensibile alle notizie che provengono dalla Banca Centrale Europea perché, a seconda degli interventi annunciati, i tassi si muovono alla ricerca di un nuovo equilibrio, mentre gli operatori finanziari tentano di riposizionarsi il*

⁵⁵ Asset Backed Securities (ABS) sono strumenti finanziari, emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

⁵⁶ Si ricorda che l'intervista si è tenuta sotto la data del 10 settembre 2019

più velocemente possibile. Un nuovo Quantitative Easing è tra le notizie attese, manovra di politica monetaria non convenzionale. Questa operazione è mirata ad appiattire le curve dei tassi dei Titoli di Stato Europei e permettere così l'erogazione, da parte del sistema bancario, di credito alle famiglie e imprese a condizioni 'agevolate', sostenendo così i consumi e gli investimenti.

D: Ritiene che le attività condotte sin ora dalle BCE siano state efficaci per il mercato? La Sua esperienza Le suggerisce l'utilizzo di altri strumenti di politica monetaria convenzionali e non convenzionali, oppure ritiene che gli strumenti già in atto siano esaustivi?

R: *Effettivamente il Presidente Mario Draghi, sin dal 2012, ha utilizzato una vasta gamma di strumenti convenzionali e non di politica monetaria, sconfiggendo la speculazione che mirava a destabilizzare l'Euro.*

Peraltro, il nostro sistema capitalistico sta affrontando una crisi di ampia dimensione dalla quale emergono fattori di criticità, quali la produttività dei fattori, la bassa pressione salariale, i forti divari reddituali e, al contempo, le democrazie sono destabilizzate da spinte sovraniste.

In tale contesto la Politica Monetaria della Banca Centrale Europea deve trovare sostegno nell'ambito di più ampie riforme di politica economica dei governi nazionali.

Il colloquio avuto con il Dott. De Battista mi è stato estremamente utile, in quanto mi ha chiarito molti punti che mi erano un po' fumosi ed è stato spunto di interessanti riflessioni su argomenti anche a seguito delle novità preannunciate dal Presidente della BCE Mario Draghi il 12 Settembre con l'annuncio delle nuove operazioni di politica monetaria.

Infatti, i tassi di interesse a breve termine saranno ulteriormente ridotti sino ad arrivare al -0,50%, di conseguenza anche i tassi di medio-lungo periodo saranno ridotti in occasione del lancio del nuovo programma di Quantitative Easing. Contemporaneamente, l'Istituto Centrale ha deciso di emettere il terzo programma di TLTRO, con la durata compresa tra i due e i tre anni, in modo tale per facilitare il sostentamento dell'economia reale attraverso immissione di credito da parte delle banche.

La grande novità del nuovo pacchetto comunicato dal presidente Draghi consiste nel sistema a doppio livello di remunerazione delle riserve.

Infatti, una parte dei flussi monetari che gli istituti di credito depositeranno presso la Banca Centrale Europea non scontrerà il tasso negativo come accaduto in passato, in tal modo le banche non dovranno ribaltare questo costo sui prestiti concessi a imprese e famiglie.

Tutte queste operazioni sono finalizzate al conseguimento del target di inflazione vicino al 2%.

Il programma di Quantitative Easing che inizierà il 1 novembre, avrà come obiettivo l'acquisto di venti miliardi di obbligazioni al mese. Tale obbligazioni potranno essere emesse non soltanto dagli stati ma anche

da imprese private e enti locali. Tutto ciò produrrà una riduzione dei rendimenti su questi titoli, quindi minori costi per gli emittenti che avranno più risorse da utilizzare nella loro attività, ovvero nello sviluppo dell'economia reale.⁵⁷

⁵⁷ Il Sole 24 Ore. <<Pacchetto Draghi>>: gli effetti su famiglie, investitori e imprese. 14 Settembre 2019

Conclusione: intervista al Prof. Marcello Messori, Direttore della School of European Political Economy LUISS

Le conclusioni della Tesi sono state fortemente influenzate dall'incontro avuto con il Prof. Marcello Messori, di cui si dirà in appresso.

Con questo lavoro mi sono proposta di analizzare le modalità con le quali la politica monetaria europea ha subito diversi cambiamenti nel corso degli anni a seguito di importanti avvenimenti storici che hanno richiesto l'implementazione di politiche monetarie non convenzionali accanto a quelle di tipo convenzionale.

Proprio nei giorni in cui scrivevo l'ultimo capitolo della Tesi ho avuto modo di ascoltare il comunicato del Presidente della Banca Centrale Europea con il quale è stata annunciata la prossima emissione della terza serie di TLTRO unitamente al nuovo programma di Quantitative Easing e alle ulteriori misure di politica monetaria, quali l'ulteriore riduzione del tasso di interesse e le condizioni da applicare alle riserve monetarie bancarie.

Per avere un quadro complessivo sul nuovo panorama che si andava delineando, ho chiesto al Prof. Marcello Messori, Direttore della School of European Political Economy LUISS, la possibilità di incontrarlo e di poter inserire nel mio elaborato le Sue riflessioni in proposito. Il Prof. Messori, con grande disponibilità e cortesia, ha accettato la mia richiesta e il 18 Settembre ho avuto la possibilità di incontrarlo per approfondire gli argomenti di interesse.

Il colloquio avuto viene qui riportato, con il consenso del Prof. Messori, sotto forma di intervista.

D: Secondo Lei, a seguito dell'emissione della terza serie di TLTRO, quali potrebbero essere le strategie future della Banca Centrale Europea? La BCE potrà mai ritornare ad adottare esclusivamente politiche monetarie convenzionali?

R: *Convenzionalmente si distinguono tre fasi del TLTRO. La prima è il lancio della prosecuzione con modifica del LTRO, varato dalla Banca Centrale Europea, tra la fine del 2011 e il febbraio del 2012, che in questo caso non è semplicemente una immissione di liquidità a favore del settore bancario a tassi di interesse bassi (nel caso del LTRO i tassi di interesse sono fissi) con garanzie collaterali molto indebolite.*

C'è una novità che deriva dal termine targeted, cioè il tentativo della Banca Centrale Europea non soltanto di accrescere la liquidità, ovvero di ridurre i vincoli di liquidità del settore bancario ma anche spingerlo a finanziare l'economia reale. Quindi, tra l'estate e l'autunno del 2014 c'è stato il varo del primo TLTRO.

Il TLTRO-I non ha avuto un grande successo, secondo i calcoli la prima tranche ottenne una richiesta di liquidità piuttosto modesta, ad eccezione delle banche italiane.

Infatti, non si è verificato un vero aumento di liquidità offerto dal settore bancario se si tiene conto delle restituzioni al LTRO.

Il TLTRO ha avuto un grande impatto quando viene varato una seconda tranche di strumento di politica monetaria non convenzionale in connessione con il Quantitative Easing. La vera operazione efficace del TLTRO è quella che si incentra non solo sulla riproduzione di tassi di interesse negativi sui depositi allocati dalle banche presso la Banca Centrale Europea ma sul fatto che le Banche, che hanno soddisfatto e continuano a soddisfare alcuni requisiti di finanziamento adiacenti all'economia reale, potranno accedere ad ulteriori finanziamenti da parte della Banca Centrale Europea a condizioni che sterilizzino il tasso di interesse negativo sui loro depositi presso la Banca Centrale Europea.

La BCE fissa il tasso di interesse negativo (-0,40) sui depositi delle banche presso di se, cioè sulle cosiddette riserve non obbligatorie e dice alle banche, che soddisfano determinati requisiti di finanziamento riguardo l'economia reale, che se continueranno a soddisfare questi requisiti la stessa BCE sarà disposta a concedere ulteriori finanziamenti al tasso di riferimento pari a -0,40. Quindi, per la prima volta una Banca Centrale di una area economicamente avanzata ha finanziato il proprio settore bancario a tassi di interesse negativi.

Questa forma di Targeted Longer-Term Refinancing Operation ha molto successo.

La terza fase del TLTRO è stata solo annunciata ma non ancora realizzata, cioè il Presidente della BCE Mario Draghi, fin dalle sessioni del Governing Council precedenti l'estate e poi con le decisioni formali assunte con la riunione di Settembre dello stesso Governing Council, ha preso una serie di decisioni.

Infatti, la Banca Centrale Europea abbasserà ulteriormente di 10 punti base i tassi di interesse negativi sulle riserve delle banche, varerà un TLTRO che nella media, per alcune banche virtuose, potrà sterilizzare il -0,5. Inoltre, verrà avviato un programma di Quantitative Easing, quindi di acquisto dei titoli di debito pubblico da parte della BCE. Tale programma di Quantitative Easing si realizzerà su scala ridotta rispetto al precedente. Infatti, sarà solo un terzo rispetto ai 60 miliardi mensili del primo Quantitative Easing del 2015.

Inoltre si realizzerà una sorta di attenuazione del tasso di interesse negativo sulle riserve. Questo perché si esenterà dal tasso di riferimento negativo quella parte delle riserve che non è aggiuntiva ma è l'esito della rotazione contabile delle riserve presso la Banca Centrale Europea.

Il TLTRO III tornerà a svolgere una funzione importante paragonabile al TLTRO II. Quindi, il TLTRO III è diverso nella attuazione tecnica rispetto al TLTRO II ma, secondo me, la finalità economica è simile: spingere il settore bancario e finanziare l'economia reale attenuando l'impatto dei tassi di interesse negativi sul bilancio delle banche.

Quindi l'incentivo è quello di sterilizzare in tutto, come fece il TLTRO II, o in parte, come adesso, l'impatto dei tassi di interesse negativi solo e soltanto se l'istituto di credito è virtuoso nel finanziare l'economia reale e lo è stato anche nei mesi precedenti.

Tutto ciò determina il fatto che la Banca Centrale Europea sta praticando una politica monetaria molto espansiva che costituisce una anomalia rispetto al funzionamento normale dei mercati e dei settori finanziari.

Non so se questo sia reversibile o no.

E' una domanda difficile. Vi sono naturalmente dei pro e dei contro. Infatti, la politica monetaria ha svolto un formidabile ruolo di supplenza rispetto alle mancanze della politica fiscale. Oggi mi sembra che la politica monetaria sia arrivata ad un estremo limite. Ovviamente, la speranza di tutti noi è che ci sia un maggiore coordinamento e attivismo in termini di politica fiscale.

Quindi, ritornando alla sua domanda: io credo che la Banca Centrale Europea potrà rientrare gradualmente da politiche non convenzionali se e soltanto se vi saranno radicali cambiamenti nelle politiche fiscali nazionali, nello stesso coordinamento tra tali politiche fiscali e, infine, un graduale accentramento di politiche fiscali a livello nazionale.

D: A differenza della Federal Reserve e della Bank of England, che hanno risposto prontamente alla crisi con programmi di Quantitative Easing, secondo Lei per quali ragioni la BCE ha impiegato più tempo ad implementare il Quantitative Easing dopo lo scoppio della crisi finanziaria?

R: *Con questa domanda lei ha colto un punto importante e corretto, che è reso ancora più vero dal fatto che prima della crisi la Banca Centrale Europea era un modello imitato dalla Federal Reserve. Innanzitutto, una Banca Centrale può immettere liquidità nel settore bancario in due forme. La prima forma è quella delle Operazioni di Mercato Aperto che consiste nel comprare obbligazioni detenute dal settore bancario, quindi si tratta di transazioni temporanee in cui queste obbligazioni fungono da collaterale. La seconda forma è la possibilità di aprire la cosiddetta discount window della stessa Banca Centrale Europea. In questo caso si tratta di un rapporto bilaterale tra le singole banche e la BCE, nel quale vengono contrattati i finanziamenti.*

In una situazione di crisi e, di conseguente scarsa fiducia, può essere visto in modo negativo il ricorso alla seconda forma. Questo perché gli altri istituti di credito considerano tale operazione come un ultimo tentativo a fronte di un possibile fallimento della banca ricorrente.

Nel 2007 e 2008 emerge che la modalità di finanziamento privilegiata dalla Banca Centrale Europea, quindi le Operazioni di Mercato Aperto, era più efficace rispetto a quella della Federal Reserve che ricorreva, principalmente, all'operazione di discount window. La conseguenza fu che la FED iniziò ad imitare la Banca Centrale Europea.

Quindi, non è vero che la BCE entrò nella crisi con dei ritardi, anzi ha avuto un vantaggio comparato.

Solo che, diversamente dalla Banca Centrale Europea, la Federal Reserve è stata più rapida ad abbassare i tassi di interesse dopo il fallimento della Lehman Brothers e, soprattutto, nel 2009 ha incominciato un massiccio programma di Quantitative Easing.

La FED è stata imitata poco dopo, in questa operazione, dalla Bank of England e, a traino, dalla Bank of Japan.

E' importante ricordare che la Banca Centrale Europea nel 2008, pochi mesi prima del fallimento della Lehman Brothers, ha alzato i tassi di interesse e fece lo stesso nel 2011, pochi mesi prima del culmine della crisi. Certamente c'è stato un ritardo di risposta ma è stato colmato in parte dal Presidente della Banca Centrale Mario Draghi quando ha assunto la presidenza con l'emissione del primo LTRO.

Perché si è verificato tale ritardo?

La Banca Centrale Europea ha prima emesso il Long Term Refinancing Operation (LTRO), poi l'Outright Monetary Transactions (OMT) nel 2012 per arrivare, solo alla fine del 2014, alla prima emissione del programma di Quantitative Easing.

La risposta mi pare ovvia: diversamente dalla FED, la Banca Centrale Europea è un organismo indipendente ma deve trovare un punto di equilibrio nella sua politica monetaria che si adatti ad un numero di paesi molto elevato con andamenti economici diversi.

Infatti, l'Eurozona non è composta da un unico sistema economico ma da diversi sistemi economici dei paesi che aderiscono alla moneta unica.

Nel corso del tempo la Banca Centrale Europea ha dovuto trovare un punto di equilibrio nella sua politica monetaria rispetto a paesi che erano anche in congiunture economiche diverse. Quindi, trovare un accordo su una politica non convenzionale che coinvolgesse l'acquisto di titoli di debito pubblico su mercati secondari era molto difficile. Questo perché richiedeva un accordo politico delicato dal momento che un intervento non sorvegliato da parte della Banca Centrale Europea avrebbe potuto alterare anche i rapporti tra paesi.

Infatti, il presidente della BCE Mario Draghi ha dato come regola quella di acquisti proporzionali dei titoli di debito pubblico e, inoltre, di affidare parte di questi acquisti alle banche nazionali dei paesi che fanno parte del Sistema Europeo delle Banche Centrali. Il Quantitative Easing, tecnicamente, non è eseguito soltanto dalla Banca Centrale Europea ma dall'intero Eurosystema. Questo perché, da Marzo 2015, il maggior peso dell'acquisto di titoli di debito pubblico nazionali spetta proprio alle banche nazionali.

D: Come analizzato le politiche non convenzionali possono supportare l'inflazione e l'economia in generale, Lei pensa che tali strumenti potranno essere impiegati, insieme a quelli convenzionali, anche in tempi non recessivi per aiutare le banche centrali a conseguire i propri obiettivi?

R: *La Banca Centrale Europea e, in particolare modo, il Presidente Draghi hanno sempre insistito sul fatto che il varo di tutte le iniziative della BCE hanno sempre avuto due fini. Il primo è quello di realizzare l'obiettivo della Banca Centrale Europea, cioè un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2%. La seconda finalità è quella di garantire l'efficacia dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria.*

Infatti, ad esempio l'emissione di LTRO è stata giustificata con il fatto che la doppia crisi, quella del debito sovrano e quella del settore bancario, il cosiddetto doom loop (circolo vizioso), aveva alterato il funzionamento dei meccanismi di trasmissione e quindi LTRO serve a riattivarli. Lo stesso discorso vale anche per l'Outright monetary transactions (OMT), che serviva a garantire una corretta trasmissione della politica monetaria, e anche per il Quantitative Easing. Quindi, da un certo punto di vista, la Banca Centrale Europea ha avuto cura a sottolineare che i suoi interventi, più o meno convenzionali, rientravano sempre negli obiettivi della BCE usando strumenti propri della politica monetaria senza travalicare le competenze della stessa Banca Centrale Europea.

Se questo, in un futuro, possa essere portato avanti e magari accentuato e combinato con politiche tradizionali è una domanda difficile. Questo perché il nostro sistema economico si è abituato a questo tipo di interventi e non so se potrà sopravvivere senza.

Io sono abbastanza fiducioso sul fatto che nel momento in cui la politica fiscale riprenderà i suoi spazi sarà possibile tornare, gradualmente, a politiche monetarie più tradizionali. Non credo che sia una buona idea mantenere politiche non convenzionali in tempi di crescita perché ciò potrebbe determinare delle conseguenze sul controllo dei prezzi che non possiamo prevedere. Oggi, ci sembra paradossale preoccuparci di un eccesso del tasso di inflazione. Nel sistema economico c'è moltissima liquidità che non ha impatti inflazionistici perché non si trasmette adeguatamente all'economia reale.

Io ho cautela rispetto a coloro che pensano che il tasso di inflazione non rappresenti più un problema trovandoci in un regime di tassi di inflazione bassi.

Infine, concludo dicendo che confido in una ripresa economia e solo nel momento in cui l'economia riprenderà allora sarà necessario riesaminare il problema.

Le risposte avute dal Prof. Messori mi hanno profondamente affascinato per la chiarezza e la profondità del pensiero. Mi hanno richiamato alla mente la teoria elaborata dal sociologo e filosofo Zygmunt Bauman a proposito della "società liquida".

Infatti, è difficile e complicato prevedere quello che la politica monetaria potrà riservarci in futuro.

In quanto, non è possibile definire quali saranno gli scenari nei quali ci troveremo a confrontarci e né quali saranno le variabili che produrranno le prossime mosse della politica monetaria.

L'aforisma del $\pi\acute{\alpha}\nu\tau\alpha \rho\acute{\epsilon}\tilde{\iota}$ di Eraclito sintetizza, a questo proposito, il mio pensiero.

La politica monetaria non è statica e immutabile ma essa, proprio come un fiume, apparentemente rimane unica ed identica ma, in realtà, si rinnova e si trasforma in modo continuativo.

Si può solo ipotizzare il contesto nel quale la politica monetaria si troverà ad operare ma non è possibile prevedere gli effetti e l'incisività delle sue azioni.

“Tutto scorre” e noi siamo parte di questo.

Bibliografia e Sitografia

Bibliografia

- Di Gaspare, Giuseppe. *Teoria e Critica della Globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*. Milano: Cedam, 2011
- Micossi, S. *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*. Bruxelles: Centre for European Policy Studies, 2015
- Scheller, Hanspeter K. *La Banca Centrale. Storia, Ruolo e Funzioni*. Germania: Banca Centrale Europea, 2006
- Banca Centrale Europea. *La Politica Monetaria della BCE*. Germania: Banca Centrale Europea, 2004
- Panno, Pietro Biagio. *Politica Monetaria e Politica Fiscale nell'Unione Europea. Il SEBC, l'Eurosistema e la BCE. La Fiscalista nell'Unione. La governance economico-finanziaria*. Potenza: Le Penseur, 2017
- Janus, J. *The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy*. Toruń, Poland: Institute of Economic Research and Polish Economic Society Branch, 2015
- Papadia, Francesco e Santini, Carlo. *La Banca centrale europea. Le nove sfide dopo la Grande Recessione*. Bologna: il Mulino, 2019
- Trichet, J.C. *La Banca Centrale Europea, L'Eurosistema, Il Sistema Europeo di Banche Centrali*. Lussemburgo: Imprimerie Centrale s.a., 2009
- Fioretti, Daniele. *La politica monetaria: il ruolo della BCE, prima e dopo la crisi. Passato, presente e futuro della Banca Centrale Europea, cause ed effetti sulla nostra vita quotidiana*. Edizioni Accademiche Italiane, 2017
- Pizzutto, Giorgio. *Banche, sistema finanziario e politica monetaria*. Pearson, 2017
- Viviani, Federico Luigi. *Strumenti di politica monetaria della BCE – Le TLTRO. Analisi e approfondimento delle TLTRO come strumento per la trasmissione della politica monetaria della BCE*. Edizioni Accademiche Italiane, 2017
- Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Milano: il Mulino, 2014
- Centro Studi e Ricerche dell'Ordine Provinciale dei Consulenti del Lavoro di Milano. *La Cessione del Quinto ed il Pignoramento dello Stipendio*. Giugno, 2019

Sitografia

- Banca d'Italia, Programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema
<<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html>>
- Banca d'Italia, Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine
<<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/>>

- European Central Bank, ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)
<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190606~d1b6e3247d.en.html>>
- AdviseOnly. ABCFinanza, Cosa sono le aste TLTRO e che effetti hanno sull'economia reale?
<<https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/abc-finanza/abcfianza-cosa-sono-le-aste-tltro-e-che-effetti-hanno-sulleconomia-reale/>>
- Borsa Italiana, Longer Term Refinancing Operation - LTRO
<<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>>
- La Repubblica.it, 25 Luglio 2019. La BCE di Mario Draghi si veste da colomba: non tocca i tassi ma apre a nuovi interventi ed evoca il QE
<https://www.repubblica.it/economia/2019/07/25/news/bce_tassi_mario_draghi-231984038/>
- Tv Svizzera.it, Powell: nessuna fretta sui tassi
<<https://www.tvsvizzera.it/tvs/powell--nessun-fretta-su-tassi--trump-non-può-cacciarmi/44814384>>
- Italia Oggi, 25 Luglio 2019. Bce, Draghi lascia i tassi invariati e lancia una nuova serie di Tltro
<<https://www.italiaoggi.it/news/bce-draghi-lascia-i-tassi-invariati-e-lancia-una-nuova-serie-di-tltro-201903071700401100>>
- European Central Bank, 2017
<<https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/date/2017/html/index.it.html>>
- Oesterreichische Nationalbank Eurosystem, 2019
<<https://www.oenb.at/en/Statistics/Standardized-Tables.html>>
- Trading Economics, Tasso di Disoccupazione
<<https://it.tradingeconomics.com/euro-area/unemployment-rate>>
- Banca Centrale Europea, Bilancio 2018
<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.annualaccounts2018~cd3eabaa40.it.pdf?8fa92a125426e77785ebb781c7376a81>>
- IBL Banca, Profilo del Gruppo
<<https://www.iblbanca.it/profilo.html>>
- IBL Banca, Prodotti
<<https://www.iblbanca.it/>>
- IBL Banca, Composizione Gruppo
<<https://www.iblbanca.it/profilo.html#ComposizioneGruppo>>
- IBL Banca, Cessione del quinto dello stipendio
<https://www.iblbanca.it/cessione_quinto.html>
- Decreto del Presidente della Repubblica del 5 Gennaio 1950, n. 180, Approvazione del testo unico delle leggi concernenti il sequestro, il pignoramento e la cessione degli stipendi, salari e pensioni dei dipendenti dalle Pubbliche Amministrazioni.

<http://www.rgs.mef.gov.it/_Documenti/VERSIONE-I/Selezione_normativa/D-P-R-/DPR05-01-1950_180.pdf>

- Gazzetta Ufficiale Decreto del Presidente della Repubblica 28 Luglio 1950, n. 895. *Regolamento per l'esecuzione del testo unico delle leggi concernenti il sequestro, il pignoramento, la cessione degli stipendi, salari e pensionati dei dipendenti delle pubbliche amministrazioni*
<https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1950-11-22&atto.codiceRedazionale=050U0895&elenco30giorni=false>
- Banca d'Italia. *Comunicazione del 10 Novembre 2009. Cessione del quinto dello stipendio e operazioni assimilate: cautele e indirizzi per gli operatori*
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-cess-quinto/com_cess_quinto.pdf>
- Banca d'Italia. *Comunicazione del 7 Aprile 2011. Richiamo al rigoroso rispetto della normativa di settore*
<<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/com-cess-quinto/2011-com-cess-quinto.pdf>>
- Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. *Legge del 5 Luglio del 1991, n. 197*
<https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1991-07-06&atto.codiceRedazionale=091G0246&elenco30giorni=false>
- CONSOB. Testo unico della Finanza. *Decreto Legislativo 24 Febbraio del 1998, n. 58*
<http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88>
- Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. *Decreto Legislativo del 30 Marzo del 2001, n. 165*
<<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2001/05/09/001G0219/sg>>
- Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. *Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 27 Dicembre 2006, n.313*
<<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2007/02/08/007G0017/sg>>
- Ragioneria Generale dello Stato. *Circolare del 17 Gennaio 2011, n.1 Trattenute mensili sugli stipendi dei dipendenti pubblici mediante l'istituto della delegazione – Oneri a carico degli istituti delegatari – Istruzioni operative.*
<http://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/circolari/2011/circolare_n_01_2011/>
- *Circolare del 20 Ottobre 2011, n.30 Trattenute mensili sugli stipendi dei dipendenti pubblici operate mediante l'istituto della delegazione e gestite attraverso il sistema Service Personale Tesoro – Oneri a carico degli istituti delegatari – Chiarimenti – Indicazioni relativamente agli stipendi gestiti con sistemi diversi dal sistema Service Personale Tesoro*
<http://www.rgs.mef.gov.it/VERSIONE-I/circolari/2011/circolare_n_30_2011/>
- Treccani. *Politica monetaria non convenzionale*

http://www.treccani.it/enciclopedia/politica-monetaria-non-convenzionale_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/>

- Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Legge del 7 Marzo 1996, n.108 Disposizioni in materia di usura
<<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1996/03/09/096G0121/sg>>
- Banca d'Italia. Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della Legge sull'usura, Agosto 2009
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/contrasto-usura/cusu-istr-tassi/Istr_usura_ago_09-istruzioni.pdf>
- Banca d'Italia. Chiarimenti in materia di applicazione della Legge antiusura, 3 Luglio 2013
<https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2013/legge-antiusura/030713_antiusura.pdf>
- IBL Banca, Codice Etico
<https://www.iblbanca.it/codice_etico.html>
- Il Sole 24 Ore. <<Pacchetto Draghi>>: gli effetti su famiglie, investitori e imprese. 14 Settembre 2019
<<https://www.ilsole24ore.com/art/il-pacchetto-draghi-e-l-impatto-famiglie-investitori-imprese-ACC7UNK>>
- Il Sole 24 Ore. IBL Banca: perfezionata operazione di cartolarizzazione diretta e gestita interamente "in house" dal proprio team legale. 4 Settembre 2019
<<https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/newsStudiLegaliEOrdini/2019-09-04/ibl-banca-perfezionata-operazione-cartolarizzazione-diretta-e-gestita-interamente-in-house-proprio-team-legale-162630.php>>
- Treccani. Panta Rei
http://www.treccani.it/enciclopedia/panta-rei_%28Dizionario-di-filosofia%29/

TLTRO: unconventional monetary policy instruments and their application in the Italian money market

The purpose of this report is to represent, in a coherent and consequential manner, the main conventional and non-conventional monetary policy instruments used by the European Central Bank in recent years to stimulate growth in the countries of the euro area on the occasion of the announcement, in March 2019, of the third programme of the Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO-III).

It is evident that, dealing with monetary policy instruments, a central role is assumed by the banking system, direct interlocutor of the European Central Bank for its interventions in the real economy of the single countries.

The first chapter analyses the various monetary policy instruments, starting with the conventional ones.

The National Central Banks operate with the national banking system through three categories of instruments: open market operations, operations that can be activated at the initiative of the counter-parties and the compulsory reserve. These activities are aimed at managing the desired effects on the monetary base, the level of interest rates and the operating conditions of the money market.

Firstly, open market operations are executed through bilateral tenders or procedures and consist of: refinancing operations, longer-term refinancing operations, fine-tuning operations and structural operations.

The second category is that of operations that can be activated at the initiative of the counter-parties, the purpose of which is to regulate liquidity in the market and monitor the level of interest rates. These are operations carried out by individual central banks on the initiative of eligible counter-parties. They are divided into: marginal lending facility and deposit facility.

The last category is compulsory reserves, which became a monetary policy instrument in the euro area on 1 January 1999.

Indeed, all banks operating in this area are obliged to hold a reserve with the national central banks. This reserve is determined on the basis of a coefficient applied to the liabilities shown on the balance sheet of each individual credit institution. The condition for compliance with this requirement is that the bank is able to maintain an average daily reserve, determined on a monthly basis, of at least the amount of the reserve requirement.

When it was experienced that the use of conventional instruments, such as interest rates and open market operations, did not produce satisfactory results, the Central Bank had to change its strategy and resort to additional monetary policy instruments. More vigorous measures are therefore needed to facilitate the recovery of aggregate demand and raise inflation expectations around the 2% target.

The use of unconventional measures is a consequence of the economic and monetary crises generated by the default of subprime mortgages in the United States real estate market, which led to the bankruptcy of Lehman Brothers, the fourth "too big to fail" investment bank operating in the world market.

In observing the different behavior of the Federal Reserve and the European Central Bank during the crisis, it is clear that the European Central Bank did not act promptly and with little impact. After reducing interest rates by just one percentage point, it only started more substantial transactions on the market at a later date.

In fact, there were three main operations activated by the European Central Bank.

The Securities Market Programme (SMP) is one that the European Central Bank has used to buy securities for over 200 billion euros in order to counter the increase in the spread of countries affected by the economic crisis.

Long Term Refinancing Operations (LTRO) is a refinancing operation with a maturity of between three and six months. The European Central Bank has launched two LTRO programs: the first on 21 December 2011 with an auction of 481.19 billion euros expiring on 29 January 2015 and the second on 29 February 2012 with an auction of 529.53 billion euros expiring on 26 February 2015.

Outright Monetary Transactions (OMT) consist of the purchase by the European Central Bank of short-term government bonds, between 1 and 3 years, from countries in serious economic difficulty on condition that they accept an aid programme conditional on the achievement of economic and monetary recovery objectives. In addition to these operations, in 2014, OMLRT operations were launched, i.e. targeted long-term refinancing operations aimed at improving bank lending to the non-financial private sector in the euro area, excluding mortgage loans for households.

Only in January 2015 did the European Central Bank launch its Quantitative Easing programme, finalising it in a massive purchase of government securities, European bonds, securitised securities and covered bonds. The aim of the program was to provide liquidity to the system by reducing long-term interest rates in order to facilitate the granting of credit to the real economy (households and enterprises).

A central focus was dedicated to the description of the different programmes of TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations). The TLTRO are longer-term refinancing operations, which have taken place over time since 2014, up to the next one, as announced in recent days by the President of the ECB, Mario Draghi.

The Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO) programmes have provided European banks with long-term facilities to improve the mechanism for disseminating European monetary policy and to strengthen the granting of bank credit to households and enterprises.

The operation therefore provides a strong incentive for banks to lend to the real economy also in order to bring the expected inflation rate closer to 2%.

The first two programmes of TLTRO went forward and were subject to analysis.

The first series of TLTRO was made up of eight operations with quarterly durations starting from September 2014 and ending, exactly, in September 2018. Banks were able to apply for financing of up to 7% of their eligible loans. The amount of loans granted under the TLTRO-I was 82,6 billion euros.

The second series of TLTRO is dated March 10, 2016 and was composed of four quarterly transactions with a four-year maturity, starting from June 2016. In this second tranche, the banks were able to apply for facilities of up to 30% of their eligible loans. The volume of bank loans in the second series of the TLTRO amounted to 739 billion euros.

The TLTROs have basically achieved their objectives, stimulating the real economy and improving the financing conditions granted to families and businesses.

A paragraph of this thesis was dedicated exclusively to the third programme of TLTRO that began in September of this year.

The European Central Bank, building on the success of previous issues of TLTRO in March 2019, announced a new series of longer-term refinancing operations: TLTRO III, details of which were set out in a press release following the conference call of 6 June of the same year.

The objectives of the new programme are broadly in line with those of the previous series.

The activities started in September 2019 and will end in March 2021, with a two-year maturity for each operation. The interest rate for each tranche will be determined with a threshold of ten basis points above the average rate adopted in the EU main refinancing operations (MROs) for the duration of the respective TLTRO.

Thus far, this paper has made an analysis of the essential role played by the banking system, being the vehicle through which the Central Bank permanently introduces liquidity into the real economy.

In fact, TLTRO II has a four-year maturity allowing banks to take advantage of stable financing by winning the volatility of the market. Moreover, the cost of the financing received by the individual bank operating on the market is partly conditioned by the amount of financing that the same bank provides to the real economy. In addition, if a bank improves its lending performance to the real economy, it can even apply a negative rate of up to -0.5% to the funding it has received.

The European Central Bank, in announcing the new series of TLTRO (TLTRO-III), also wanted to mitigate the risk of asphyxiation of the financial system, which would have been markedly affected by the repayment of loans received until then under previous programs.

The second chapter of the thesis traces the evolution of monetary policy instruments over time, until September 2019. The report therefore highlights the origins of the financial and then economic crisis. The

central authorities have made use of the well-known monetary policy instruments in order to contain and combat this crisis.

The European and US supervisory authorities have implemented the policy of rescuing banks in liquidity crisis in different ways.

The European Central Bank, for example, has implemented this policy without institutional discontinuity but by strengthening Open Market Operations (OMA) by increasing the amount of financing in individual operations, extending the duration of financing and reducing the quality of collateral required.

Instead, the Federal Reserve has introduced discontinuities in financing operations, since it has extended open market operations to a large number of banks and has accepted as collateral also securities that cannot be immediately liquidated.

Since autumn 2009, the monetary policies of the Federal Reserve and the European Central Bank have been different, a phenomenon also known as decoupling.

In fact, from that date until spring 2011, the European Central Bank is holding back the expansion of liquidity in the financial market. While the Federal Reserve, led by President Ben Bernanke, begins its long process of Quantitative Easing, a term explained later in the same chapter.

In 2010, some European countries showed clear signs of a crisis in their ability to repay their debts in various ways in the financial markets.

The serious situation that has arisen in this way has required decisive action to prevent the possible failure of certain European sovereign states, which would certainly have caused instability throughout Europe and not just economic and financial instability. As a result, the European Central Bank decided to launch a plan aimed at providing strong liquidity to the financial system and supporting the debt of countries in difficulty with massive programmes for the purchase of such securities.

In the latter half of the second chapter, the three main unconventional monetary policy instruments adopted by the European Central Bank are analyzed: Longer Term Refinancing Operations, Targeted Longer-Term Refinancing Operations and Quantitative Easing.

Longer Term Refinancing Operations (LTROs), are open market operations carried out by the European Central Bank to control interest rates and the monetary reserve in Europe.

In order to contain the liquidity crisis, the Central Bank of Europe, thanks to two series of LTROs, between the last months of 2011 and the beginning of 2012, offered European credit institutions loans amounting to over one trillion euros at an interest rate of 1%. The stated aim was to calm down credit standards in Europe and avoid a credit crunch.

Banks were essentially encouraged to buy back part of the European sovereign debt that in those months showed high interest rates, especially among the peripheral member states.

The second monetary policy instrument, the TLTRO, which is the main subject of this thesis, is analyzed. On 5 June 2014, the Governing Council of the European Central Bank launched new measures aimed at making the monetary policy transmission mechanism more functional by encouraging and supporting the granting of bank credit to the real economy. For this reason, it was decided to implement a Longer-Term Refinancing Operations Programme (TLTRO), which is characterized by a fixed interest rate over the entire duration of the loan given, and generated by the interest rate on the main refinancing operations, plus a spread.

In fact, the T of TLTRO stands for targeted, as in, loans reach households and businesses more directly, avoiding liquidity being drained and hoarded by the banking system.

Over time TLTRO has been implemented three times: the first in 2014, the second in 2016 and the announcement of the third by the European Central Bank in 2019.

Following the meeting of the board on 25 July 2019 in Frankfurt, the President of the European Central Bank, Mario Draghi, said that the operations of TLTRO-III will facilitate the maintenance of advantageous financial conditions and the transmission of monetary policy.

Finally, the Quantitative Easing programme, an unconventional instrument of expansive monetary policy used by central banks to stimulate economic growth, was launched in January 2015 with the aim of steering financial markets and the supply of credit in a less volatile direction.

In essence, the European Central Bank started to inject liquidity through open market operations, buying government securities and other financial instruments. The stated aim is to stimulate the real economy through the granting of credit by banks and to bring the expected inflation rate around 2%. Since its inception, the European Central Bank has provided two rules for Quantitative Easing, namely risk sharing and limits on securities purchase transactions.

Subsequently, the announcement of the second Quantitative Easing programme by the President of the European Central Bank, Mario Draghi, on 12 September 2019 has also been reported.

More specifically, the ECB has set itself the target of purchasing bonds issued by private companies, local and supranational authorities at a rate of 20 billion euros per month, starting on 1 November, and will purchase government bonds issued by euro area countries and securitisation, causing significant effects on the real economy of member countries.

In the third chapter, the effects on the Gross Domestic Product, as well as on the unemployment rate in European countries, of the various facilitation programmes are analyzed, stressing the lack of immediate correspondence between the implementation of the various programs and the response of the real economy, at least from the point of view of the two main indicators mentioned above, GDP and unemployment.

Looking at the trend of Gross Domestic Product in the euro zone, between 2008 and 2018, it was immediately possible to see that the level of GDP had settled back to the levels reached in the years before the crisis, that is, close to 2%.

The unemployment rate in the Eurozone also returned to pre-crisis levels. In fact, the trend of this indicator is closely linked to the economic recovery and the consequent increase in production.

The effect of the Quantitative Easing programme on the ECB's balance sheet by dilating its assets and liabilities was also examined.

Indeed, since 2014 the balance sheet of the European Central Bank has seen a marked increase following the purchase of securities under the third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3) and the Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP). This increase was consolidated in the following years and resulted from the implementation of the Public Sector Purchase Programme (PSPP).

A comparison of the sum of the main components of the assets of the European Central Bank shows that the aggregate in question rose from 185,3 billion euros in 2014 to 447, 1 billion euros in 2018. The increase was almost entirely due to the stock of securities held for monetary policy purposes.

Ultimately, even through the examination of the main macroeconomic indicators, the correlation between the improvement of the indicators and the use of unconventional monetary policies was quite evident. The only sore point seems to be the effect that these policies have produced on the balance sheet of the European Central Bank. The massive acquisition of government securities, whose price may be subject to fluctuations, can produce negative effects on its valuation on the balance sheet.

A specific chapter of this paper, the fourth one, was dedicated to a concrete business case. The aim was to analyze the real use of the TLTRO by an Italian bank.

The case of IBL Banca S.P.A., a bank specializing in financing against the assignment of one-fifth of salary or pension, was then examined. In this regard, I would like to thank Dr. Guido De Battista, Finance Director of the Banking Group, who with great willingness accepted to meet me and dedicate an entire afternoon to explaining the origin and effects of the TLTRO loan signed by IBL Banca.

During the interview, Dr. De Battista explained to me how the TLTRO was used entirely in the real economy by significantly increasing the Bank's loan portfolio. He then pointed out to me some differences between the first and second tranches of the TLTRO.

Since the first program of TLTRO, IBL Bank has obtained as funding more than one point one billion euros. On the other hand, TLTRO received only 60 million euros from the second transaction because the amounts available were linked to the loan portfolio from which the securitised loans were deducted. This was a great contradiction since the European Central Bank required eligible securities as collateral to finance the banks with the TLTRO.

Therefore, IBL Banca, in order to present an eligible collateral to the European Central Bank, carried out self-securitisation transactions so as to transform the loans into securities without transferring the loan portfolio to third parties (generated to hold).

This problem will not be encountered for the third operation of TLTRO.

In this regard, Dr. De Battista has informed me that IBL Banca, with its third TLTRO programme, will continue to finance the economy with increasing vigor and will be able to offer its customers the best possible conditions on the market.

The interview ended with the enlightened explanations of the new instruments that IBL Banca has been working on for some time, with the aim of ensuring the liquidity necessary for operations through self-securitisation transactions aimed at generating ABS securities eligible as collateral in transactions both with the European Central Bank and on regulated markets with banking counter-parties.

The fourth chapter closes with the news of European monetary policy announced by the President of the European Central Bank, Mario Draghi, following the board meeting of 12 September 2019. It has been announced that the interest rate will be further lowered by 10 basis points, from -0.40% to -0.50%. The central banker also notified the introduction by the Central Bank of two levels of reserve remuneration and the new TLTRO programmes.

Finally, the President of the European Central Bank announced a new Quantitative Easing operation with the aim of providing liquidity to finance the real economy.

For the conclusion I had the pleasure of obtaining the valuable contributions of Prof. Marcello Messori, Director of the LUISS School of European Political Economy.

Prof. Messori told me about his reflections on the process of a future normalization of European Union monetary policies in the aftermath of the Targeted Longer-Term Refinancing Operations and Quantitative Easing interventions.

The reasons why the European Central Bank, unlike the Federal Reserve and the Bank of England, which responded promptly to the financial crisis, took longer to implement the Quantitative Easing programmes, which only took place in 2015, were described.

Prof. Marcello Messori presented his reflections on a hypothetical future use of unconventional monetary policy instruments, together with conventional ones, even in non-recessionary times to help central banks achieve their objectives.

In my opinion the monetary policy is not static and immutable but it, just like a river, apparently remains unique and identical but, in reality, it is constantly renewed and transformed.

We can only assume the context in which monetary policy will operate, but it is not possible to predict the effects and impact of its actions.