

19 gennaio 2020



SERVIZIO | L'ANALISI

MENO TITOLI DI STATO NEL BILANCIO DELLE BANCHE: UNA PROSPETTIVA GLOBALE

di Marcello Minenna

La previsione di una ponderazione per il rischio sovrano (*risk-weighting*) nella contabilizzazione dei titoli di Stato nei bilanci delle banche e la ricerca di soluzioni per la creazione di un titolo privo di rischio (*safe-asset*) dimensionalmente adeguato alle esigenze dell'Eurozona continuano a tenere banco nel dibattito europeo. È evidente che i due temi siano strettamente collegati, visto che il *safe asset* nella sua versione più discussa degli [ESBies \(European Safe Bonds\)](#) sarebbe rappresentato da una cartolarizzazione di obbligazioni governative dei vari Paesi che andrebbe direttamente a sostituire una larga parte degli *stock* di titoli di Stato detenuti dalle banche attualmente in bilancio. Di questa idea alle istituzioni europee piace la completa assenza di una condivisione dei rischi, in quanto ogni Paese rimarrebbe responsabile del proprio debito. Rimane il problema importante di decidere e regolamentare il veicolo sovranazionale che dovrebbe cartolarizzare ed emettere i titoli. Secondo la proposta ESBies adottata dal Parlamento Europeo, alla *tranche senior* dell'obbligazione sintetica sarebbe garantito lo *status* privilegiato di titolo privo di rischio, che non necessita l'appostamento di riserve di capitale (il c.d. *zero risk weighting*) e di cui attualmente godono tutti i titoli governativi dell'Eurozona. Le *tranche junior* di queste emissioni – che ovviamente sarebbero più rischiose – dovrebbero essere piazzate sul mercato con uno *spread* di rendimento e assorbirebbero capitale. Il pericolo dietro l'angolo è però che si finirebbe per riprodurre in altra forma l'attuale

frammentazione finanziaria alla base dello *spread* BTP-Bund, dando forma ad un'Eurozona a più velocità.

Negli ultimi giorni ha avuto una certa risonanza sui *media* [la proposta di costituzione di un *safe portfolio*](#) che possa bypassare completamente il problema complesso della cartolarizzazione dei titoli. In sostanza, perché procedere alla creazione di un titolo sintetico privo di rischio (*risk-free*) e di uno o più titoli subordinati rischiosi quando si può ottenere lo stesso risultato attraverso una specifica modifica della modalità di contabilizzazione dei titoli governativi?

Nella proposta di *safe portfolio* si punta a rimodulare questo criterio di assegnazione in maniera tale da considerare *risk-free* soltanto uno specifico portafoglio di titoli che sia diversificato tra i vari Paesi in proporzione al PIL o alla partecipazione al capitale della Banca Centrale Europea (*capital key*). Ciò che residua prevede invece assorbimento di capitale nei bilanci delle banche in base al rischio. Non solo. I titoli di Stato destinati ai *safe portfolios* non sarebbero quelli attualmente in circolazione ma nuovi titoli senior emessi dai Governi dell'Eurozona in concambio di quelli esistenti. I titoli di Stato esistenti ma eccedenti le quote di pertinenza dei *safe portfolios* verrebbero invece concambiati con titoli *junior* rischiosi funzionali a proteggere le tranche *senior* dal *default* sovrano.

Anche in questo caso – come per gli ESBies – le *tranche junior* tuttavia andrebbero sul mercato con un maggiore *spread* di rendimento, in una nuova replica dell'Euro “a più velocità”.

Insomma, più che un incentivo si tratterebbe di un obbligo *ex lege* alla diversificazione di una significativa porzione dei titoli governativi nel bilancio delle banche. Il portafoglio così ottenuto avrebbe caratteristiche di rischio e rendimento omogenee per ogni banca, e le stesse istituzioni finanziarie potrebbero emettere obbligazioni garantite dal medesimo portafoglio diversificato.

Uno dei vantaggi di questa versione minimalista del *safe asset* è che l'obbligo di diversificazione per tutti i Paesi dovrebbe garantire il ribilanciamento dei portafogli delle banche senza troppi scossoni: una parte dei nuovi BTP *senior* in vendita insomma avrebbe dei sicuri acquirenti nelle banche tedesche o francesi obbligate a rispettare i criteri di composizione del *safe portfolio*. Per i *policy makers* si avrebbe l'indubbio *benefit* di scardinare l'attuale resistenza dei Paesi periferici (*in primis* Italia e Spagna) ad una modifica dei criteri di *risk-weighting* in cambio del varo di una prima, rudimentale versione di *safe asset*. Certo, non è da escludere che per Paesi ad alto debito come l'Italia la manovra di concambio

possa comportare un aumento dello *spread* sulla parte di debito *junior*. L'ingegneria finanziaria di questa proposta rischia di spostare pertanto il costo di ribilanciamento dei portafogli delle banche a carico dei Governi nazionali e quindi dei contribuenti.

Sintetizzando i *safe portfolios* sono ESBies travestiti nei quali le banche (più tutelate) prendono il posto del veicolo sovranazionale.

Un'ulteriore proposta è quella degli *E-bonds* proposti dagli economisti Leandro e Zettelmayer: un veicolo sovranazionale come il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM) raccoglie fondi sui mercati finanziari emettendo titoli di debito (*E-bonds*) garantiti da un portafoglio di prestiti bilaterali erogati ai paesi membri ad un tasso d'interesse uniforme e per un importo pari a una quota fissa del PIL (intorno al 25%) a complemento dell'attività di emissione dei titoli di Stato. I titoli emessi dal veicolo hanno tutti la stessa *seniority* (*no tranching*), ma il veicolo gode dello status di creditore privilegiato rispetto al debito nazionale emesso successivamente al lancio degli E-bonds (*grandfathering*). Anche in questo caso si realizza quindi uno *split* delle passività di ciascuno Stato membro con gli *E-bonds* che sarebbero più sicuri rispetto alle nuove emissioni di titoli governativi di ogni paese. La previsione di molteplici livelli di *seniority* limita ma non elimina completamente la condivisione dei rischi e incentiva i paesi a politiche fiscali prudenti dato che il debito non conferito al veicolo rimane soggetto alla disciplina dei mercati.

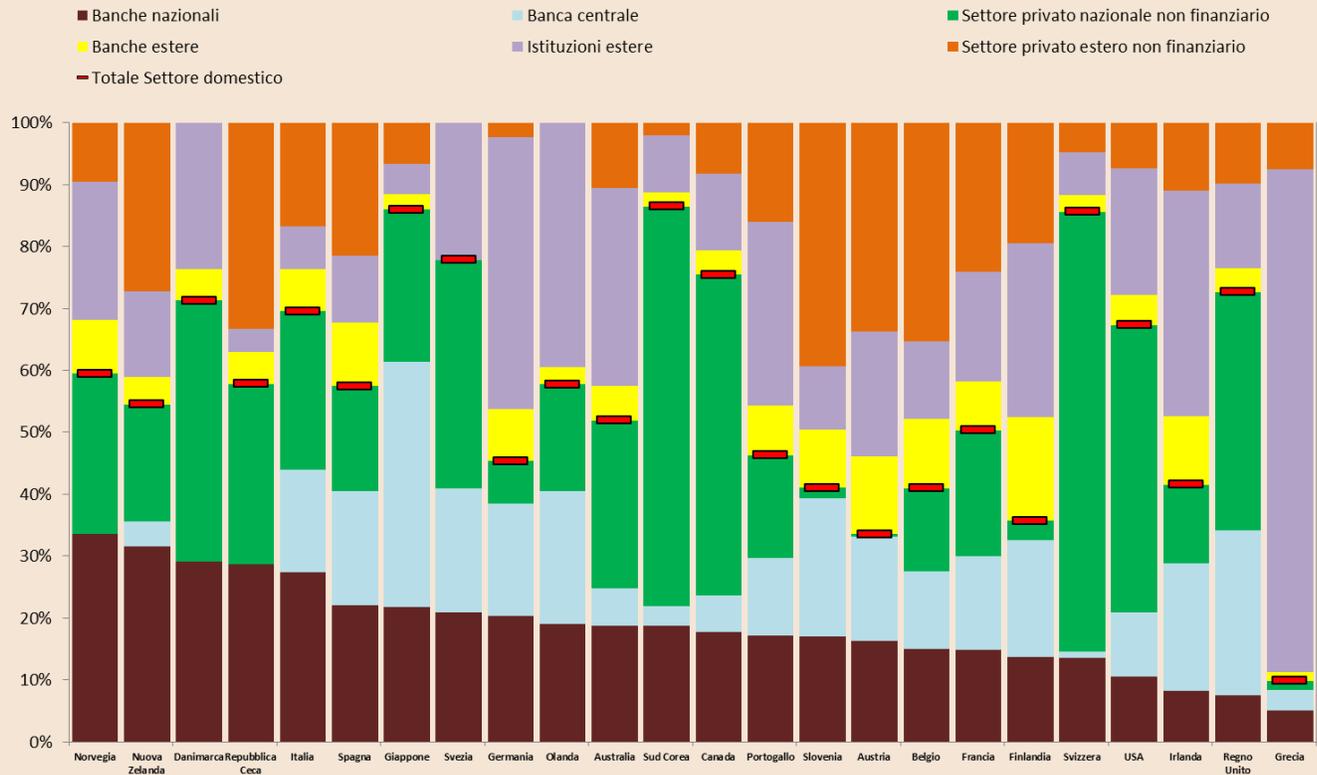
Ponderazione per il rischio dei titoli di Stato nei bilanci delle banche ed adeguata disponibilità di titoli privi di rischio sono aspetti evidentemente connessi alle conseguenze di un'eccessiva presenza di titoli di Stato nei sistemi bancari nazionali.

Attualmente circa il 27% del debito governativo italiano è detenuto dalle banche nazionali; la percentuale è al 22% in Spagna. Si tratta di valori più elevati rispetto alla media dell'Eurozona, dove il valore si assesta al 16% e di quella dei Paesi OCSE (19%). L'utilizzo di un database omogeneo del Fondo Monetario Internazionale ci permette di avere una prospettiva globale sul debito governativo detenuto dalle banche e da altri soggetti (cfr. Figura 1).

Figura 1

Economie avanzate - Soggetti detentori del debito pubblico

(Dati 2° trimestre 2019)

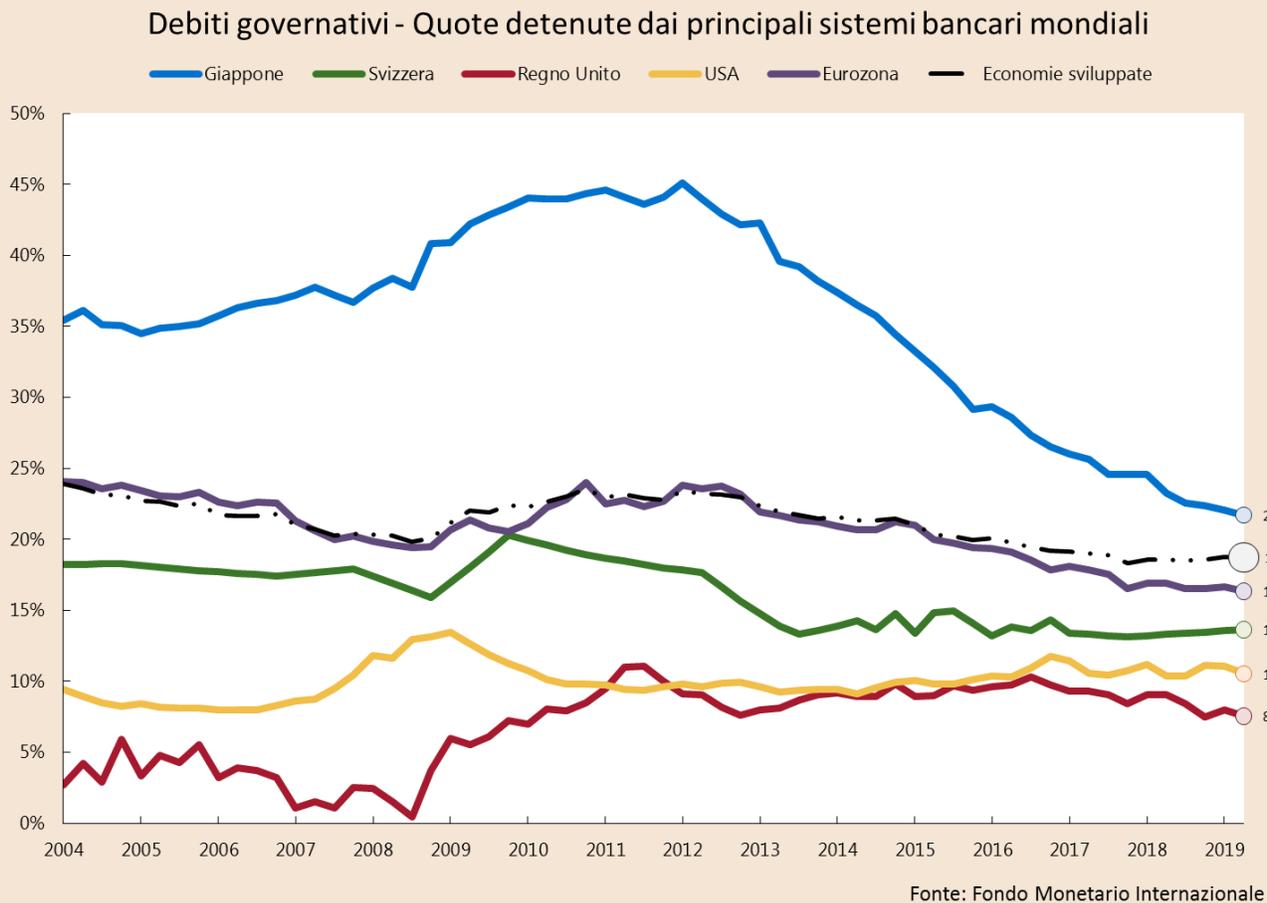


Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Nonostante il quadro sia eterogeneo, i dati mostrano come un elevato peso delle banche private nazionali nella detenzione di titoli governativi spesso coincida con un più alto grado di nazionalizzazione del debito. Nei Paesi dell'Eurozona ed in Giappone agli istituti di credito si affianca la banca centrale, che in media detiene per via del *Quantitative Easing* (QE) un 15-20% del debito nazionale mentre in altri Paesi europei e in Sud Corea è ancora forte l'incidenza degli investitori domestici non finanziari. Il peso delle banche nazionali è più basso nei Paesi anglosassoni, mentre gli investitori esteri sono preponderanti nel caso di economie piccole, stabili ed integrate nel sistema finanziario globale (Austria, Belgio, Slovenia). La Grecia fa ovviamente caso a parte per via dell'immobilizzazione di gran parte del suo debito nel bilancio del Meccanismo di Stabilità Europeo (MES) dopo la ristrutturazione del 2012.

Passando ad analizzare l'evoluzione nel tempo del ruolo delle banche nazionali nella gestione del debito pubblico è possibile apprezzare nell'ultimo decennio un *trend* di riduzione che riguarda i principali sistemi bancari mondiali (cfr. Figura 2).

Figura 2

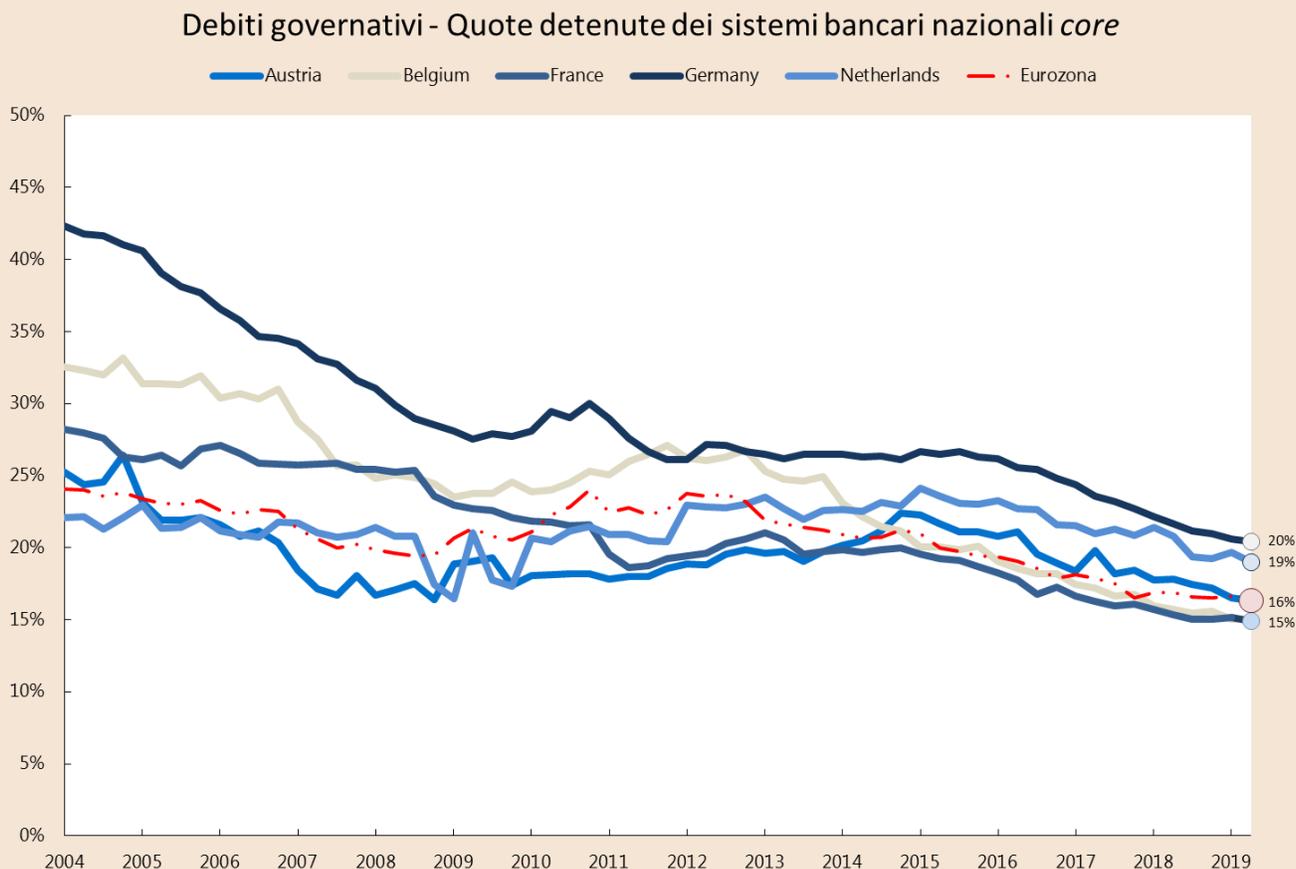


Dopo un aumento coordinato nel periodo più acuto della crisi finanziaria internazionale in cui le banche vennero chiamate a sottoscrivere emissioni massicce di nuovo debito per finalità espansive, la quota detenuta dai sistemi bancari nazionali tende a decrescere dappertutto, in maniera eclatante in Giappone dove il coinvolgimento era stato sempre più elevato ma anche negli USA e nel Regno Unito. L'andamento per l'Eurozona ricalca grosso modo quello della media OCSE (-5% in 15 anni), anche se negli ultimi anni le banche europee hanno proseguito in media il *deleveraging* delle proprie posizioni più rapidamente delle altre.

Oltre alle banche si osserva peraltro la simultanea riduzione del peso del settore privato non finanziario di 11 punti percentuali. Attenzione però: nel complesso il debito nelle mani di soggetti nazionali rimane poco variato. Ciò a causa dell'entrata in campo delle banche centrali diventate un po' ovunque un importante acquirente di titoli governativi: tra il 2004 e il 2019 il loro peso come detentori di debito pubblico è salito dal 4% al 13% per l'area OCSE e dal 2% al 16% per l'area Euro.

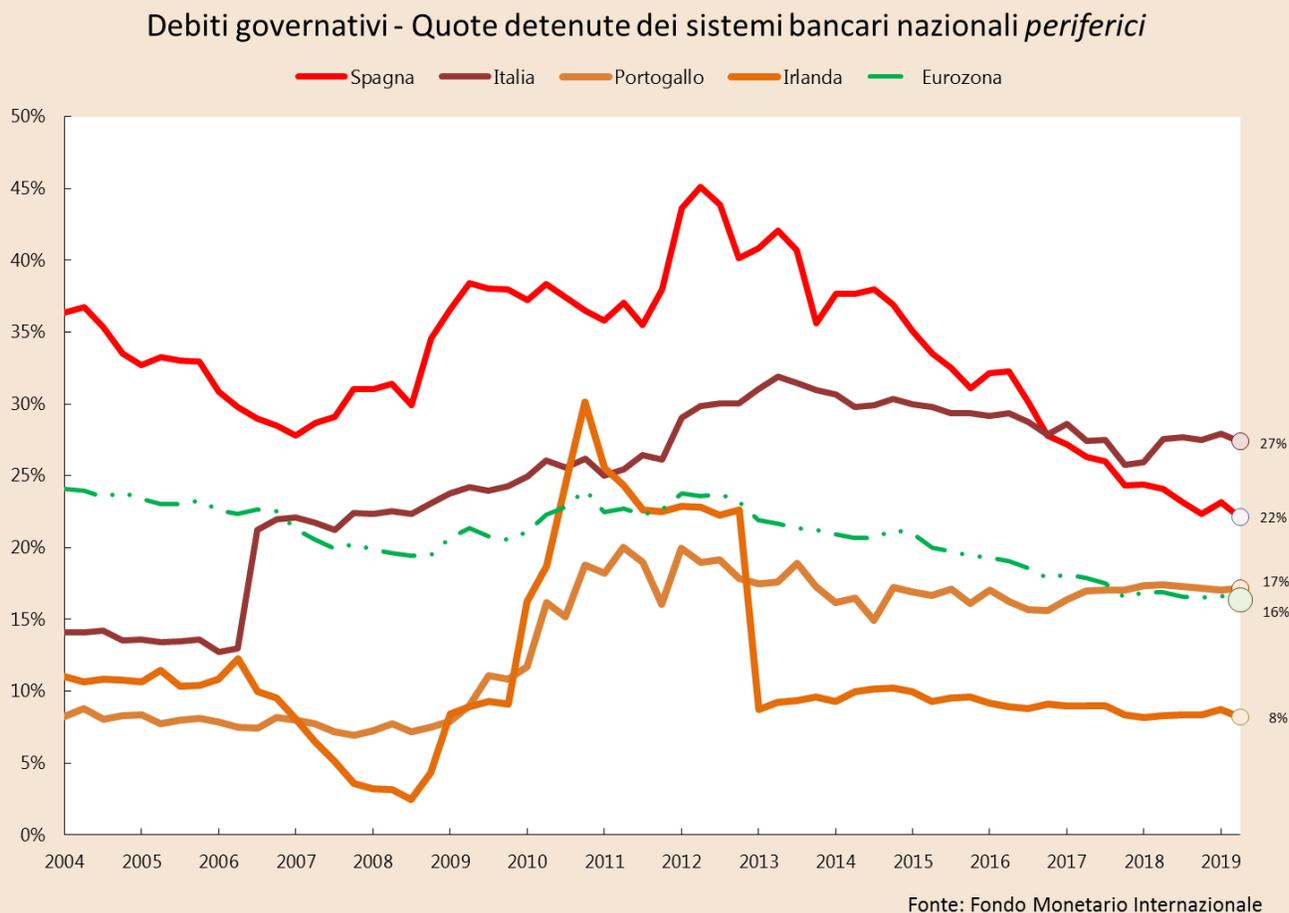
Raffinando ulteriormente l'analisi, è possibile esaminare l'andamento della quota di debito pubblico nazionale detenuta dalle banche *core* (cfr. Figura 3) e periferiche (cfr. Figura 4) dell'Eurozona.

Figura 3



Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Figura 4



La decomposizione consente di cogliere due fenomeni importanti: il *trend* di riduzione del ruolo delle banche nazionali è più evidente per i Paesi *core* ed era già in corso prima della crisi finanziaria del 2008-2009. La crisi stessa ha solo marginalmente influito sull'andamento di queste variabili che sembrano convergere verso un valore medio di circa il 16-18%. Per quanto riguarda i Paesi periferici, il grado di dispersione delle variabili era già alto nel 2004 (il peso delle banche nazionali in Spagna era già al 35%, solo all'8% in Portogallo) e soprattutto non si ravvisava nessuna tendenza alla riduzione; piuttosto, in Paesi come l'Italia il *trend* era dichiaratamente in aumento.

Il peso della crisi è stato poi sproporzionatamente maggiore nella Periferia, con le banche irlandesi e spagnole che hanno aumentato la quota di debito detenuto anche fino a 25 punti percentuali per poi subire l'intervento drastico dei programmi di aggiustamento del MES. Solo dopo il 2013 e l'avvio del QE che ha favorito la cessione dei titoli governativi alle Banche Centrali Nazionali (e marginalmente alla BCE) è possibile ravvisare l'avvio di

una lenta convergenza verso i valori medi dell'area Euro; tra l'altro tale convergenza pare essersi arrestata in Italia negli ultimi 18 mesi in concomitanza con la fiammata dello *spread*.

In definitiva, complici il crollo dei tassi di interesse a livello globale e le politiche espansive delle banche centrali, il peso delle banche private nazionali nella detenzione del debito governativo sembra essere calato ovunque con una convergenza verso un valore medio del 18-20%, che verosimilmente dovrebbe essere un *benchmark* di riferimento per qualsiasi norma varata dal comitato di Basilea sul tema del *risk-weighting* che voglia avere un impatto globale.

La riduzione della frammentazione del sistema finanziario europeo è un obiettivo da perseguire necessariamente, e la diversificazione è un utile strumento. Certo non privo di costi, anche rilevanti, per chi parte con un *gap* notevole come il sistema bancario italiano.

Non voglio scomodare gli eretici *Eurobonds*, che prevedono una mutualizzazione dei debiti a zero costi per i governi con un maggior rischio sovrano, o la condivisione dei rischi 'responsabilizzata' con precisi impegni e vincoli per gli Stati meno virtuosi come appare nella [proposta che ho sviluppato coi colleghi Giovanni Dosi, Andrea Roventini e Roberto Violi](#). Se proprio si deve accettare, però, la pillola amara di una qualche forma di Euro a più velocità il male minore appaiono gli *E-Bonds* che ammettono perlomeno un minimo di condivisione dei rischi.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna