

<https://www.ilsole24ore.com/art/gli-aiuti-draghi-banche-europee-chi-paga-costi-AC99P8I>



23 settembre 2019

EUROPA

GLI AIUTI DI DRAGHI ALLE BANCHE EUROPEE: CHI PAGA I COSTI?

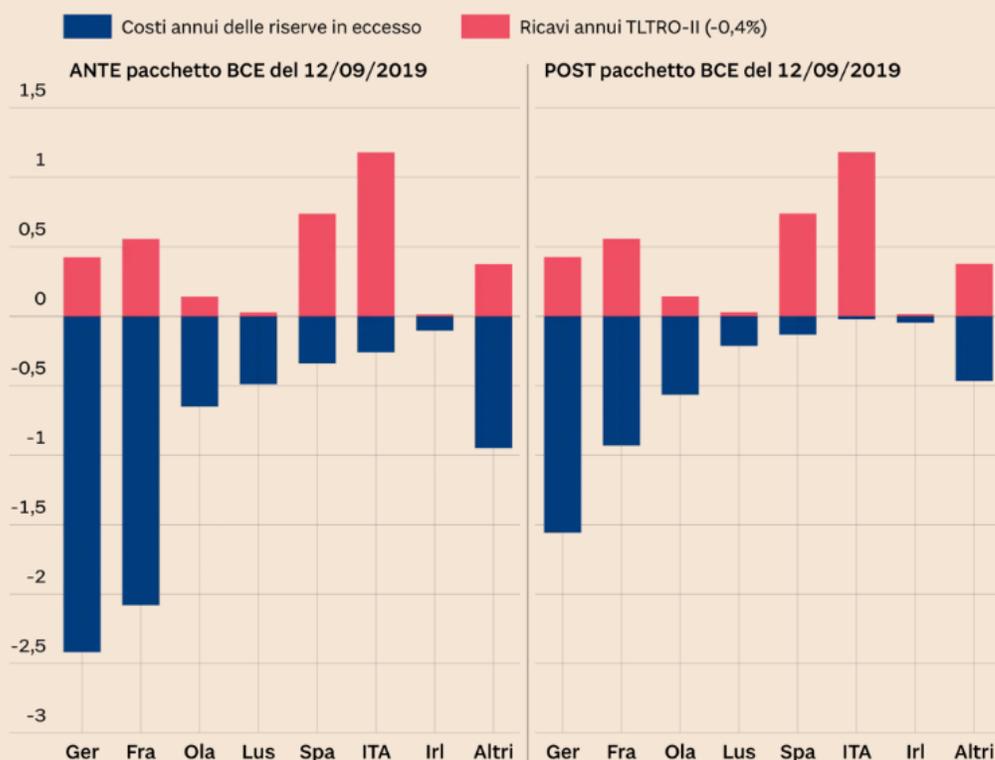
di Marcello Minenna

Circa 4 miliardi di € all'anno: ad una prima stima, a tanto ammontano gli aiuti alle banche dell'Eurozona che la Banca Centrale Europea (BCE) ha approvato con l'ultimo pacchetto di stimoli presentato al meeting del 12 settembre (cfr. Figura 1). Oltre 3,2 miliardi deriveranno dall'esenzione (tiering) di parte delle riserve bancarie in eccesso dal pagamento del tasso (negativo) di deposito dello -0,5%, mentre circa 800 milioni dal rolling dei 692 miliardi di prestiti a lungo termine T-LTRO II - su cui attualmente le banche “pagano” un tasso dello -0,4% - al tasso più favorevole dello -0,5%.

Si tratta di una spinta non indifferente ai profitti delle banche dell'Eurozona, che nel 2018 ammontavano all'incirca a 100 miliardi. Il beneficio non sarebbe uniformemente distribuito tra i Paesi membri: le banche francesi e tedesche dovrebbero garantirsi oltre il 50% degli aiuti aggiuntivi, il 12% andrebbe alle banche italiane, poco più del 9% a quelle spagnole. D'altro canto, il livello di supporto per i sistemi bancari periferici era già alto prima del recente pacchetto espansivo, dato che le banche italiane e spagnole pagavano relativamente poco per le riserve in eccesso (500 milioni l'anno) mentre avevano avuto accesso a 386 miliardi di T-LTRO II, ottenendo un profitto privo di rischio di 1,5 miliardi l'anno. A titolo di confronto, nel vecchio regime invece le banche tedesche pagavano 2,4 miliardi annui, ottenendo un beneficio dalla T-LTRO II di soli 340 milioni.

RAPPORTO COSTI/BENEFICI

Figura 2. Stima dei costi/benefici per il sistema bancario dell'Eurozona delle misure di politica monetaria, dati in miliardi di euro - Fonte: stime dell'Autore su dati BCE



In sostanza si può dire che le nuove misure riequilibrano la situazione avvantaggiando comparativamente le banche dei Paesi core; questo aspetto potrebbe essere stato cruciale per garantire al Presidente Draghi il supporto del board dei governatori nord-europei, già contrari esplicitamente al riavvio del Quantitative Easing (QE) per un ammontare di 20 miliardi al mese, a durata indefinita fino al raggiungimento stabile dell'obiettivo di inflazione.

Il nuovo flusso di risorse verso il sistema bancario ha delle conseguenze sul bilancio dell'Eurosistema delle banche centrali nazionali (BCN) meritevole di approfondimento. Infatti il tasso di interesse pagato dalle banche commerciali sulle riserve in eccesso rappresenta di gran lunga la maggiore fonte di ricavi per le BCN; in secondo ordine le BCN incassano le cedole sui titoli di stato acquistati con il QE. Per le banche tedesche e francesi che hanno significative riserve in eccesso ed una larga quota di titoli governativi in portafoglio a tasso negativo la prima voce rappresenta oltre l'80% dei ricavi.

C'è peraltro un'importante differenza tra questi due flussi di ricavi: il primo viene consolidato dall'Eurosistema e poi ripartito secondo le quote di sottoscrizione del capitale della BCE (capital key). Il secondo invece viene trattenuto direttamente dalle BCN in proporzione alle quantità acquistate, per via dell'anomala impostazione del QE che non consente una piena condivisione dei rischi.

Allo stesso tempo lo -0,4% pagato alle banche europee sui prestiti T-LTRO rappresenta una voce di costo per le BCN. Questo costo è anch'esso contabilizzato in solido nel bilancio dell'Eurosistema.

Il criterio del consolidamento di costi e ricavi ha permesso in passato alle BCN periferiche di Italia e Spagna di ottenere sempre dei profitti nonostante de facto abbiano erogato alle proprie banche in termini di interessi sui T-LTRO più di quanto abbiano incassato dalla tassazione delle riserve in eccesso (cfr.

Figura 2). Ad esempio, la Banca d'Italia avrebbe uno sbilancio teorico di -700 milioni l'anno da questa operatività, ma grazie al consolidamento ed alla successiva ripartizione dei profitti ottiene un profitto di 750 milioni con un trasferimento implicito di risorse dal resto dell'Eurosistema pari a 1,45 miliardi (barre blu in Figura 2).

I PROFITTI

Figura 1. Stima dei profitti monetari delle banche centrali nazionali dell'Eurosistema con esclusione degli interessi sui titoli detenuti per fini di politica monetaria, in miliardi di euro - Fonte: stime dell'Autore su dati BCE



Cosa succede dopo il nuovo pacchetto di misure su TLTRO-III e tiering delle riserve? Poiché circa il 40% delle riserve in eccesso viene esentato dal pagamento del tasso dello -0,5%, nonostante i 10 bps di aumento dal precedente valore di -0,4% il flusso di ricavi intermediati dalle BCN scende drasticamente. Ad una prima stima, i ricavi per l'Eurosistema dovrebbero calare di circa 3,2 miliardi l'anno. Inoltre i costi sono previsti in aumento per via del rolling dei prestiti T-LTRO al nuovo tasso più favorevole del -0,5%, per circa 700 milioni. Complessivamente dunque i profitti dell'Eurosistema dovrebbero (pre-consolidamento) contrarsi di 3,95 miliardi; il consolidamento e la successiva ripartizione provocherebbero la riduzione dei profitti di tutte le BCN per una misura vicina al 90%.

In dipendenza dalla legislazione vigente in ogni Paese, i profitti delle BCN vengono in larga parte (o in misura integrale, come nel caso della Germania) trasferiti ai governi nazionali. Quindi la manovra espansiva della BCE comporterà minori introiti per i governi dell'Eurozona, implicando de facto un trasferimento di risorse “quasi-fiscale” al sistema bancario. In altri termini, verrebbe da dire che in assenza di una politica fiscale espansiva in grado di sostenere attivamente produzione, occupazione ed inflazione, la politica monetaria inizia a provocare degli effetti secondari che impattano comunque sugli equilibri fiscali dei governi dell'Eurozona.

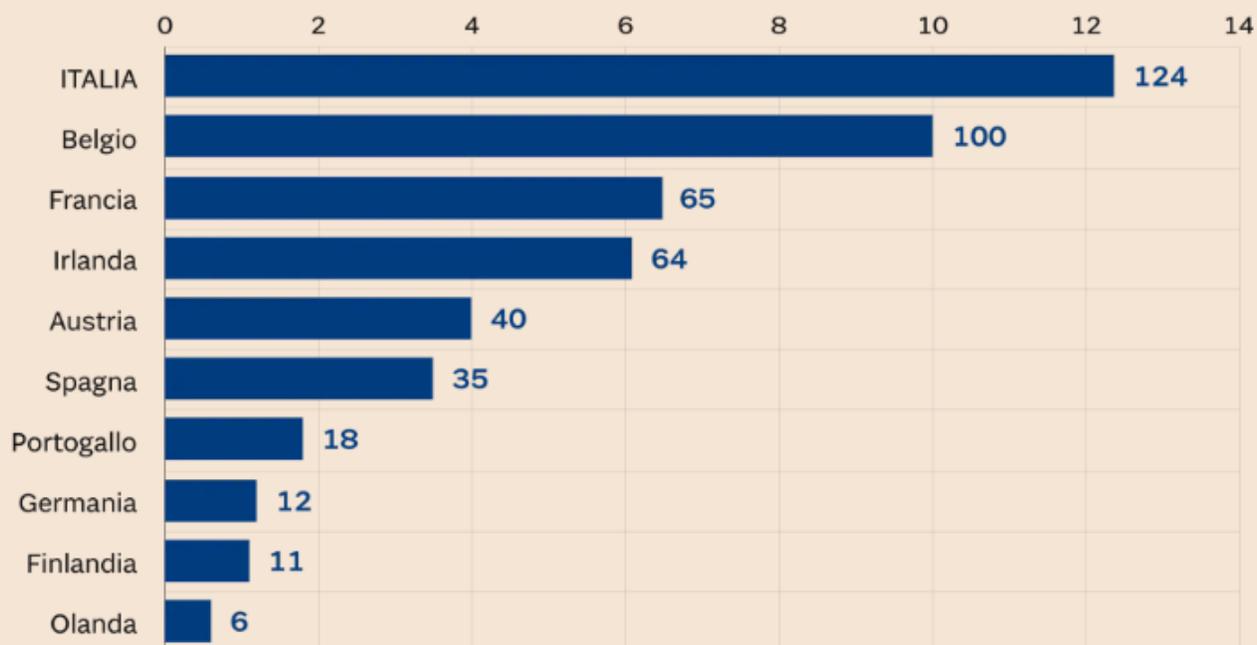
In questa prospettiva assume un diverso rilievo l'invito del Presidente Draghi ad un maggiore attivismo fiscale da parte di quei governi (come quello tedesco od olandese) che possono permettersi di spendere maggiormente, in ogni caso all'interno dei limiti dettati dal Patto di Stabilità e Crescita: o intervenite, oppure pagherete comunque dei costi derivanti dagli effetti indesiderati di una politica monetaria ultra-espansiva.

In attesa dell'arrivo del nuovo Presidente Christine Lagarde, il livello di conflitto all'interno del board BCE resta comunque non trascurabile a seguito

delle esternazioni pubbliche dei Presidenti delle BCN di Germania, Austria ed Olanda. Il QE, la cui durata è teoricamente legata ad un obiettivo specifico di inflazione, stante le regole attuali troverà un primo obiettivo limite nel raggiungimento di titoli governativi acquistabili. Una stima conservativa, effettuata considerando un ritmo costante di 20 miliardi di acquisti al mese, vede il pool di titoli eligibile esaurirsi entro 12 mesi per la Germania e addirittura solo 6 mesi per l'Olanda (cfr. Figura 3). Naturalmente la BCE potrebbe allontanarsi temporaneamente dal criterio della capital key (come già fatto in passato) o aumentare gli acquisti di titoli corporate, regionali e sovranazionali, spostando il limite in avanti di alcuni mesi. Ma il tema della scarsità di titoli acquistabili rimarrebbe sul piatto.

I TEMPI

Figura 3. Numero di mesi di acquisto titoli prima del raggiungimento del limite di concentrazione del 33% - Fonte: stime dell'Autore su dati Bloomberg



La soluzione più ovvia sarebbe quella di aumentare dal 33% al 50% la quota di ogni specifica emissione di titoli di Stato acquistabile dalle BCN; ma la decisione su questo tema è stata rimandata dal board BCE, per un evidente disaccordo sul tema. È plausibile che il tema tornerà ad essere d'attualità tra circa 9-12 mesi, quando la scarsità dei titoli governativi core sul mercato secondario comincerà a farsi seria.

Come ho già proposto su queste pagine alcune settimane fa, una rimodulazione alternativa del QE centrata sul criterio della condivisione dei rischi avrebbe consentito di acquistare più titoli dei Paesi periferici fornendo una soluzione al problema della scarsità di titoli core; allo stesso tempo avrebbe consentito di normalizzare le anomalie che caratterizzano attualmente l'area valutaria dell'Euro (i tassi negativi, lo spread tra titoli di nazionalità diversa e la mancanza di un safe-asset europeo).

Nella stessa maniera in cui vengono condivisi i profitti, l'Eurosistema dovrebbe consentire una piena condivisione dei rischi. Si spera che il Presidente Lagarde sia sensibile su un tema così importante.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna