

18 novembre 2019

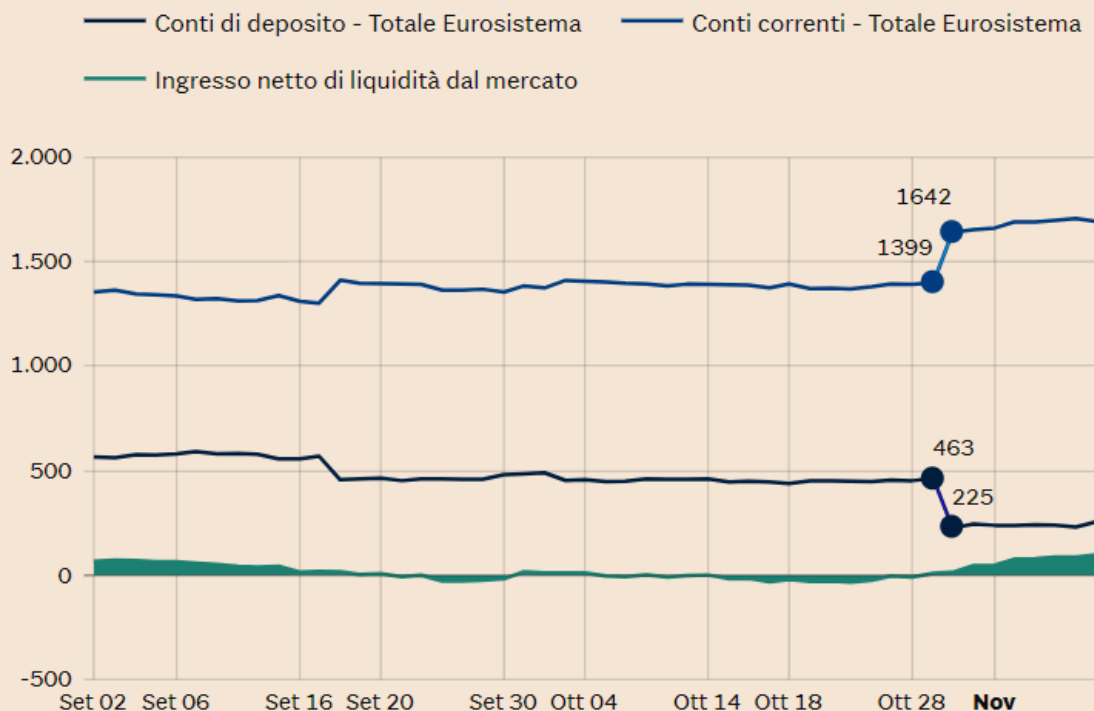
FORTI FLUSSI DI CAPITALI IN ARRIVO PER LE BANCHE ITALIANE: DA DOVE?

di Marcello Minenna

Tra la fine di ottobre e l'inizio di novembre, i conti di liquidità delle banche europee presso le rispettive banche centrali nazionali (BCN), generalmente poco movimentati, hanno subito un vero e proprio movimento tellurico. Infatti 300 miliardi di € sono affluiti nell'arco di poche ore nei conti di riserva delle banche, portando il totale depositato a circa 1.650 miliardi. L'80% di queste risorse (236 miliardi) proveniva dai conti di deposito degli stessi istituti presso la Banca Centrale Europea (BCE), mentre il 20% è stato reperito sul mercato interbancario, probabilmente attraverso prestiti transfrontalieri.

EUROSISTEMA - ANDAMENTO DEI CONTI DI LIQUIDITÀ

Dati in miliardi di euro. (Fonte: Bce)

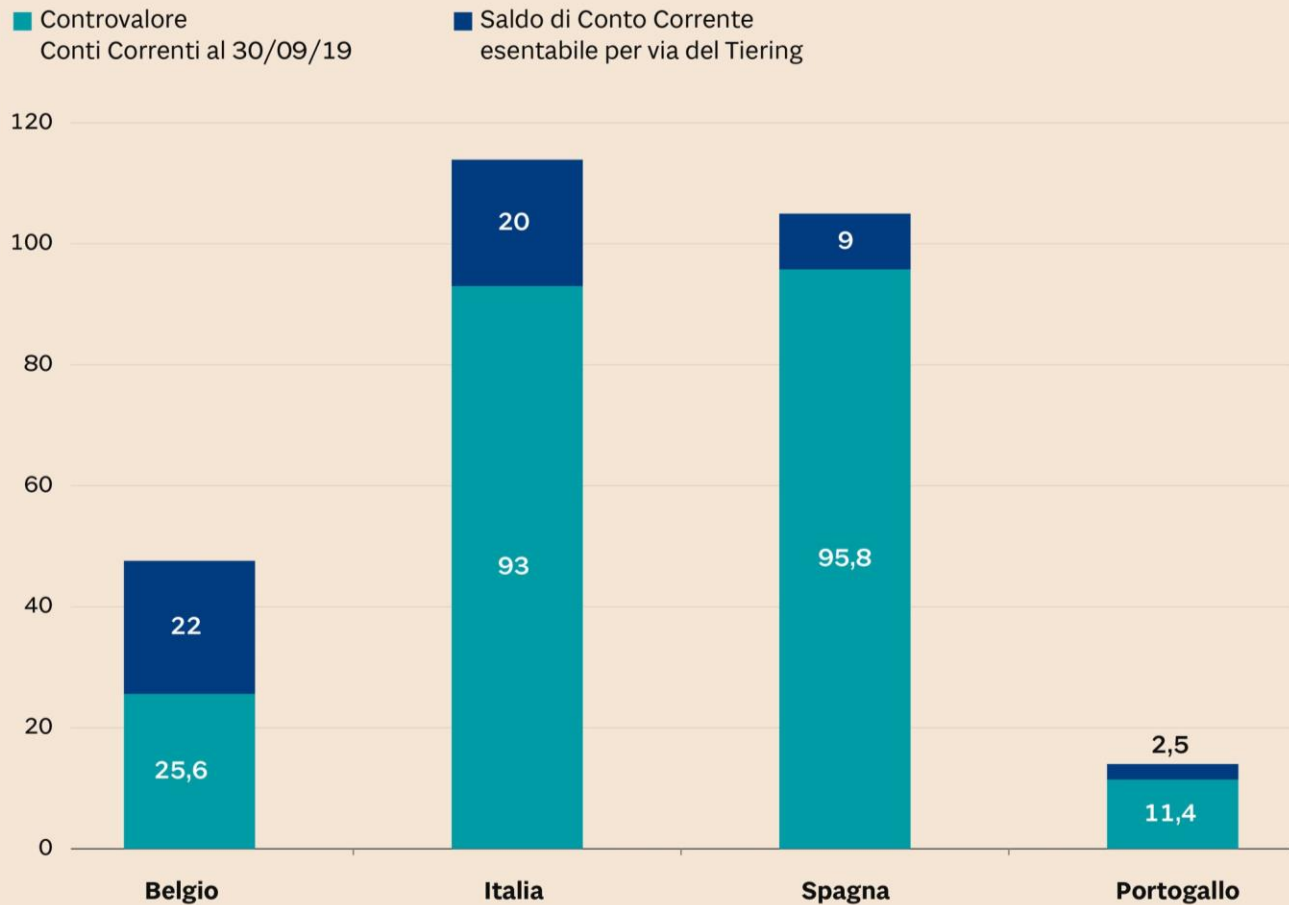


In altri termini, 4/5 della liquidità sono stati oggetto di una partita di giro tra i conti di banca centrale mentre 1/5 è stato generato da un interesse improvviso di alcune banche ad aumentare la propria esposizione debitoria. Le ragioni di un tale trasferimento overnight di liquidità vanno ricercate nell'avvio del regime di tiering delle riserve bancarie, annunciato dalla BCE lo scorso 12 settembre all'interno del più ampio pacchetto di misure espansive a supporto del sistema bancario dell'Eurozona. Infatti dal 1° novembre un ammontare di riserve pari a 6 volte la riserva minima obbligatoria detenuto sui conti correnti presso le BCN è esentato dal pagamento del tasso dello -0,5%, che rimane invece dovuto per le somme in eccesso e per quelle detenute sui conti di deposito. È dunque perfettamente logico che una parte delle banche europee abbia spostato oltre il 50% della liquidità sui conti correnti ancora capienti per sfruttare questa possibilità di arbitraggio.

Non si tratta tuttavia di una situazione così comune: gran parte degli istituti di credito dell'area Euro aveva già riserve in eccesso sui conti correnti ampiamente superiori all'ammontare esentabile, soprattutto nei Paesi core del Nord-Europa (Germania, Olanda, Lussemburgo) ma anche in Francia, dove le banche al 30 settembre detenevano riserve in eccesso per 342 miliardi a fronte di un ammontare esentabile di soli 156 miliardi. Dopo una ricognizione completa, a fine settembre soltanto le banche di 4 Paesi (Italia, Spagna, Belgio e Portogallo) potevano incrementare i propri conti correnti al fine di ottenere un beneficio monetario immediato

LIQUIDITÀ ESENTABILE DAL PAGAMENTO DI TASSI NEGATIVI PER ALCUNI SISTEMI BANCARI DELL'EUROZONA

Stime al 30/09/19. Dati in miliardi di euro. (Fonte: Banche Centrali Nazionali dell'Eurosistema)



Le banche belghe risultavano le meglio posizionate per sfruttare questa opportunità di arbitraggio (22 miliardi), seguite da quelle italiane (20 miliardi) ed in misura minore da quelle spagnole e portoghesi, per un totale di 53,5 miliardi. Su questo stock di riserve le banche di questi Paesi avevano l'opportunità di ottenere un profitto privo di rischio pari alla differenza tra il tasso standard dello -0,5% e quello “scontato” dello 0%, cioè circa 260 milioni. Non si tratta di cifre enormi, e questa indubbia finestra di opportunità non spiega il grosso dei movimenti di capitale cui abbiamo assistito a fine ottobre, che deve essere giustificato necessariamente da altre ragioni.

Per Italia e Belgio sono già disponibili i dati che permettono di verificare ex-post cosa sia successo (cfr. Figura 3); effettivamente sia le banche italiane che quelle belghe hanno sfruttato l'occasione per portare i propri conti di riserva oltre i livelli massimi esentabili secondo la nuova normativa sul tiering. Per quanto riguarda gli istituti belgi, si nota chiaramente come la riduzione contestuale dei conti di deposito per 48 miliardi è stata ampiamente sufficiente per spiegare la crescita del conto corrente di 38 miliardi. Dunque in Belgio non c'è stato nessun afflusso improvviso di capitali dall'estero, ma anzi le banche dopo la manovra di arbitraggio in “giroconto” hanno verosimilmente erogato credito verso l'estero per ulteriori 10 miliardi.

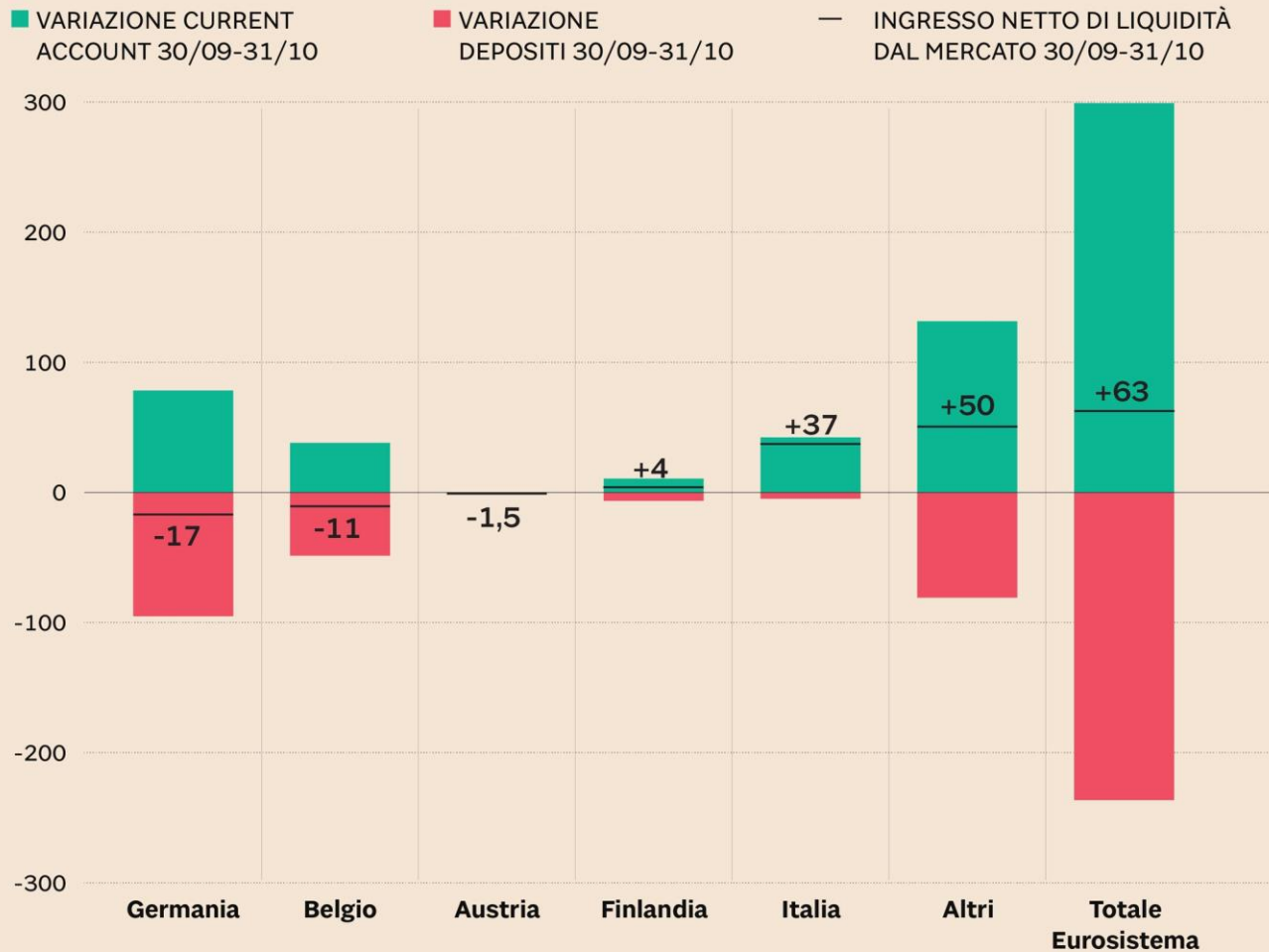
Per l'Italia la situazione è diversa: la somma dei conti correnti degli istituti italiani si assestava al 1° novembre ad oltre 135 miliardi, con un incremento su base mensile di 42 miliardi partendo dai 93 osservati a fine settembre; 22 miliardi oltre la soglia aggregata massima di esenzione posta intorno ai 113 miliardi.

Perché questo overshooting sopra la soglia massima? Per dare la giusta prospettiva al dato occorre sottolineare che la soglia di 113 miliardi è calcolata in forma aggregata: ogni banca avrà la propria soglia di riferimento in dipendenza dal proprio livello di riserve; quindi è perfettamente possibile che l'incremento netto di 42 miliardi sia dovuto soltanto all'attività di quegli istituti che erano al di sotto della propria soglia ed avevano dunque un incentivo economico a raggiungerla.

Solo una piccola parte (5 miliardi) è arrivata dal trasferimento di risorse in “giroconto”, dato che sui conti di deposito si osservava una disponibilità già molto ridotta. Il dato significativo è dunque che oltre 37 miliardi sono stati ottenuti sul circuito interbancario da altre banche europee disposte ad offrire fondi. A seguito di questa notevole erogazione di credito, il saldo Target2 (T2) di Banca d'Italia segnaletico dell'afflusso/deflusso transfrontaliero dei capitali si è ridotto infatti di 48 miliardi a -419 miliardi, il balzo più ampio dalla crisi del 2011.

I FLUSSI DI LIQUIDITÀ

Variazioni dei conti di liquidità nel mese di ottobre 2019 e flussi netti in ingresso dal mercato. Dati in miliardi di euro. (Fonte: Banche Centrali Nazionali dell'Eurosistema)



Il razionale economico delle operazioni può apparire in prima battuta poco intuitivo: infatti per ottenere un profitto dal parcheggio della liquidità allo 0% le banche italiane devono avere ottenuto in prestito fondi a tassi negativi. D'altro canto le controparti europee, in eccesso di riserve, possono avere avuto un interesse convergente se il tasso “pagato” nell'operazione di prestito è stato inferiore allo -0,5%, che avrebbero comunque dovuto sborsare per mantenere le riserve immobilizzate in BCE. Il trasferimento transfrontaliero di capitali insomma ha generato un mutuo beneficio per tutti gli attori in causa.

Come già sottolineavo in questa analisi di qualche mese fa, Il costo “nascosto” di questa operazione verrà sopportato dalla BCE tramite una riduzione degli utili che verranno appostati in bilancio nel prossimo esercizio ed, in ultima istanza, dai governi dell'Eurozona che beneficiano dei trasferimenti di utili dalla BCE.

La domanda successiva che sorge naturalmente è: da dove sono arrivati questi 37 miliardi freschi per le banche italiane? Le banche “indiziate” sono quelle dei Paesi caratterizzati da un maggior livello di riserve in eccesso, che potevano avere l'interesse al trasferimento transfrontaliero di risorse per sostenere un costo inferiore. I dati disponibili ad oggi non consentono ancora una risposta esauriente, ma una parte del puzzle è già chiara. Infatti è possibile affermare che il sistema bancario tedesco ha visto una crescita dei conti correnti di 78 miliardi a fronte di una riduzione dei conti di deposito per 95 miliardi (cfr. di nuovo Figura 3); di conseguenza 17 miliardi circa hanno lasciato la Germania, diretti plausibilmente verso l'Italia e forse, in misura molto minore, Spagna e Portogallo.

La mancanza almeno fino a fine novembre di dati aggiornati per Francia, Olanda e Spagna (Paesi con sistemi bancari ipertrofici) impediscono di avere un quadro completo dell'imponente riallocazione di riserve dovuta al varo del tiering, che indubbiamente necessita di essere giustificata da ulteriori fattori diversi dall'immediata opportunità di arbitraggio. Ad esempio, le banche finlandesi hanno sperimentato de facto un afflusso netto di capitali per 4 miliardi nonostante non ci fossero particolari finestre di opportunità da sfruttare viste le riserve in eccesso (56 miliardi), ampiamente superiori all'ammontare esentabile (18 miliardi). Allo stato, circa 50 miliardi di capitali in ingresso hanno bisogno di dati più precisi per trovare un'esatta “collocazione” geografica.

Di certo, il ribilanciamento di riserve è stato tale da provocare delle variazioni sensibili dei saldi T2 di tutte le BCN dell'Eurozona. In generale i saldi T2 (sia positivi che negativi) si sono ridotti in misura grosso modo proporzionale,

evidenziando un riequilibrio complessivo delle posizioni debitorie/creditorie; un effetto positivo non preventivabile del tiering. Tuttavia si tratta di un incentivo one-off al trasferimento di risorse verso la periferia che non avrà motivo di replica nell'immediato futuro, a meno di modifiche ulteriori al regime di tiering in favore delle banche.

In assenza di interventi, anche per via del riavvio del Quantitative Easing si tornerà ad osservare l'inevitabile attrazione gravitazionale della liquidità verso le banche dei Paesi core, sintomo di un sistema bancario europeo ancora molto frammentato ed in disequilibrio e tutt'ora privo di strumenti fondamentali quali un meccanismo di assicurazione dei depositi.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna