

30 dicembre 2019

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

LE BANCHE ITALIANE ED IL «TIERING BCE»: COM'È ANDATA A FINIRE?

di Marcello Minenna

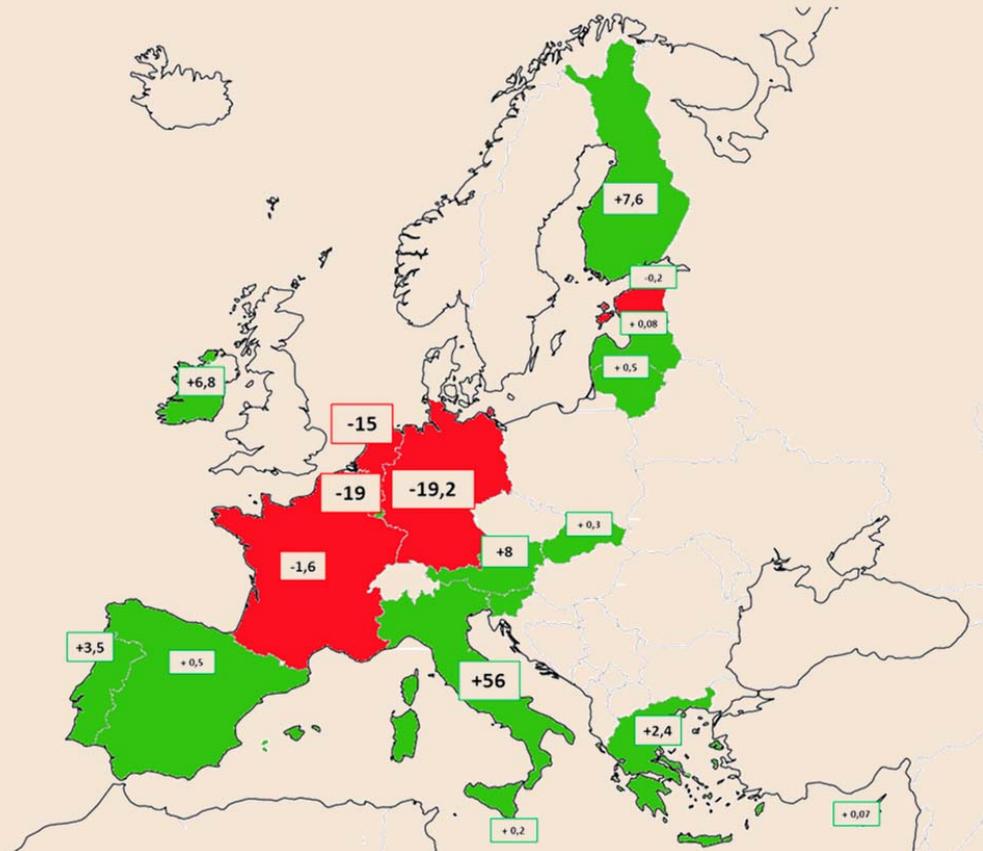
Circa 2 mesi dopo i grandi movimenti di liquidità tra banche europee a seguito del varo della normativa del *tiering* delle riserve il 1° novembre u.s., sono stati finalmente pubblicati tutti i dati che permettono una ricostruzione completa del fenomeno e delle sue conseguenze per l'Eurosistema. L'occasione è propizia per verificare se alcune [stime e previsioni fatte in questa sede](#) sulla base di dati incompleti sono state confermate dai fatti.

Come oramai confermato anche dal Presidente della Banca Centrale Europea (BCE) Lagarde, il *tiering* si è rivelato una misura messa in atto per supportare la profittabilità delle banche e mitigare – almeno parzialmente – gli effetti collaterali del regime di tassi di interesse profondamente negativi. Con il nuovo regime infatti un ammontare di riserve pari a 6 volte la riserva minima obbligatoria detenuto sui conti correnti presso le banche centrali nazionali (BCN) viene 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 presso la BCE. Dai dati è emerso che gran parte delle banche europee ha spostato oltre il 50% della liquidità sui conti correnti ancora capienti per sfruttare questa possibilità di arbitraggio e che, effettivamente, c'è stata una forte connotazione geografica del fenomeno. Per usare un eufemismo.

Oggi infatti possiamo confermare che il *tiering* è stato un fenomeno di trasferimento di liquidità tra i conti delle banche tedesche, olandesi e belghe verso l'Italia (cfr. Figura 1).

Figura 1

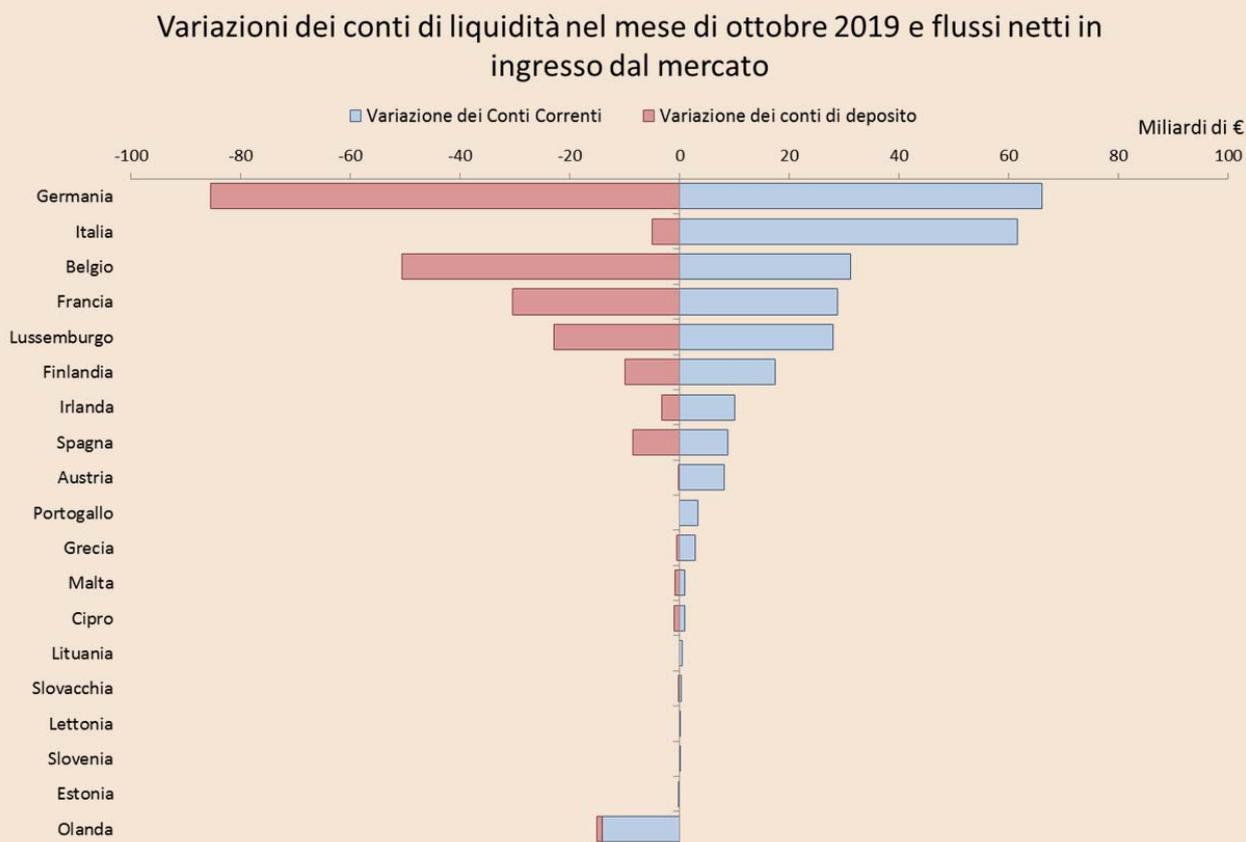
INGRESSI DI LIQUIDITÀ NETTI SUI CONTI CORRENTI/DEPOSITO IN BCE TRA OTTOBRE E NOVEMBRE 2019
EUROSISTEMA (MILIARDI DI €)



Come preventivato, le banche spagnole e gli altri sistemi bancari periferici hanno sperimentato afflussi netti di liquidità marginali, dato che i livelli dei conti correnti assai vicini ai livelli massimi esentabili non offrivano incentivo ad operazioni transfrontaliere di arbitraggio. Con una certa sorpresa invece si nota come il sistema bancario francese, di gran lunga il più importante dell'Eurosistema in termini di controvalore degli attivi, non abbia sperimentato nessun significativo deflusso di capitali. Si sono registrati invece afflussi notevoli rispetto alla dimensionalità delle banche verso Finlandia ed Irlanda, che non possono essere spiegati completamente nei termini aritmetici di convenienza delle operazioni di arbitraggio.

Il valore “netto” degli afflussi di liquidità è dato dalla differenza tra il generale incremento delle somme depositate nei conti correnti presso le BCN e la contestuale riduzione del controvalore dei conti di deposito (cfr. Figura 2). In diversi casi, come per Francia, Spagna o Lussemburgo, si è trattato di un semplice “giroconto” tra conti di deposito e conti correnti delle banche nazionali, che non ha generato nessun movimento importante di liquidità a livello transfrontaliero. Spiccano invece gli squilibri all’interno dei sistemi bancari tedesco, belga, italiano ed – in misura inferiore – olandese. Il *puzzle* del trasferimento di riserve bancarie all’interno dell’Eurosistema si può dire nel complesso svelato.

Figura 2

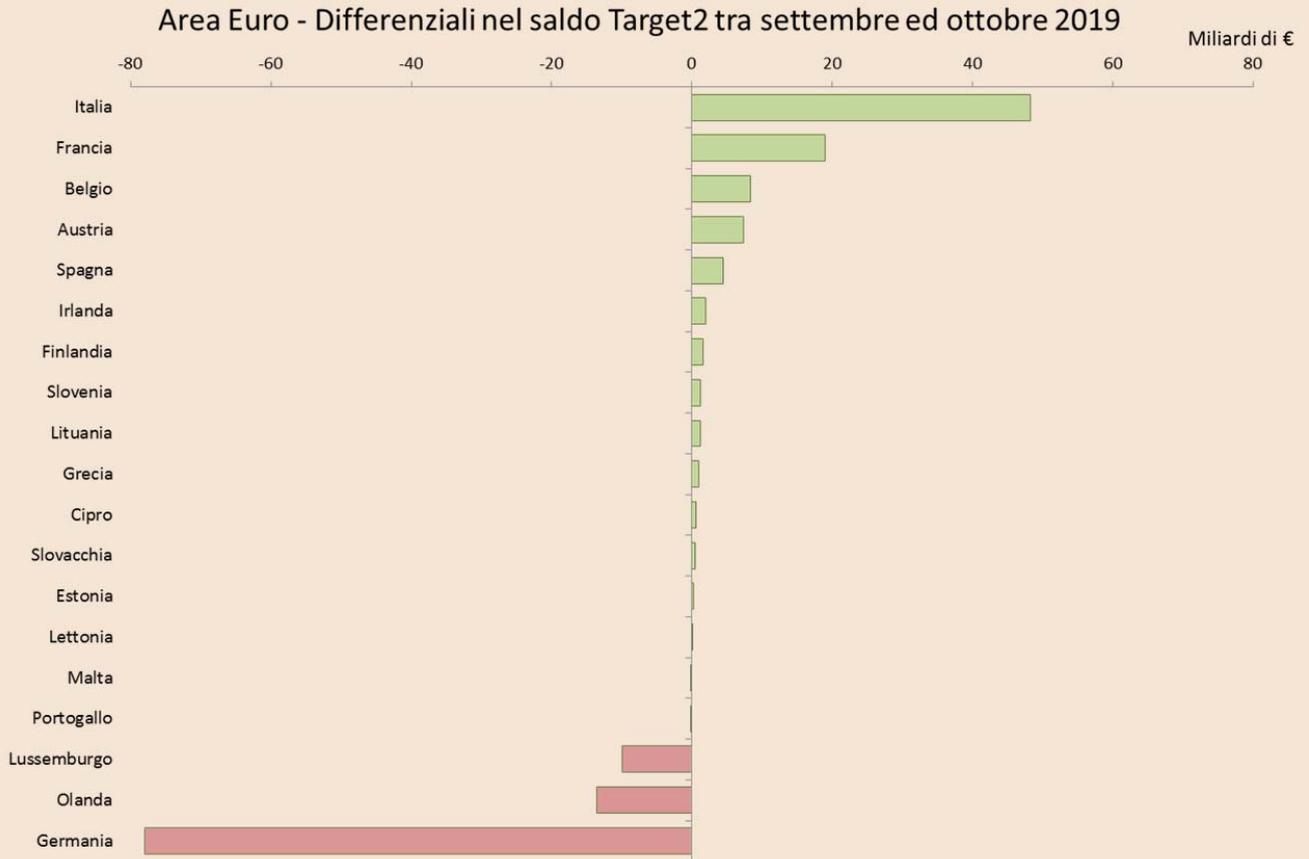


Fonte: Banca Centrale Europea

Le modalità del trasferimento fondi hanno visto l'impiego prevalente di operazioni *repo* (*repurchase agreement*) in cui la liquidità è stata prestata alle banche italiane a fronte di un collaterale rappresentato da titoli governativi di alta qualità, prevalentemente *Bund*. Non a caso, i tassi di interesse (negativi) su questa categoria di operazioni hanno sperimentato un generale rialzo di circa 10 punti base fino allo -0,4% a ridosso di fine ottobre/inizio novembre. Infatti, per ottenere un profitto dal parcheggio della liquidità allo 0% nei conti correnti presso le BCN le banche italiane devono avere ottenuto in prestito fondi a tassi negativi. D'altro canto le controparti tedesche, olandesi e belghe in eccesso di riserve possono avere avuto un interesse convergente solo 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, come i dati mostrano sia avvenuto. Terminato l'interesse ad effettuare le operazioni a ridosso del 1° novembre, i tassi di interesse sui *repo* sono rapidamente tornati ad oscillare intorno al tasso di riferimento dello -0,5%.

A conferma del quadro fornito dai movimenti di liquidità interbancaria, i saldi Target2 (T2) delle BCN dell'Eurosistema che segnalano l'afflusso/deflusso transfrontaliero dei capitali hanno mostrato nel complesso delle variazioni coerenti (cfr. Figura 3), con il maggiore movimento concentrato nei saldi di Banca d'Italia (+49 miliardi di €) e *Bundesbank* (-77 miliardi di €), Francia e Olanda. Ovviamente non c'è perfetta corrispondenza perché i saldi T2 rappresentano una sintesi dell'operatività non solo del settore bancario, ma anche di quello governativo e privato non finanziario. Tra ottobre e novembre 2019 ci sono stati anche riduzioni importanti delle passività delle BCN tedesca olandese e francese verso i governi dell'Eurozona (*de facto* assimilabili ad afflussi di liquidità) che hanno influenzato la dinamica dei saldi T2. Tuttavia si tratta di movimenti non anomali dovuti alla normale operatività del settore governativo, compensati nei mesi precedenti da oscillazioni di segno opposto e di entità paragonabile. Al contrario la variazione nei conti correnti e di deposito delle banche, tradizionalmente poco movimentati, si è dimostrata in assoluto il fattore esplicativo dominante.

Figura 3



Fonte: Banca Centrale Europea

La parziale riallocazione delle riserve bancarie tra Paesi *core* e Paesi periferici incentivata dal *pay-out* delle operazioni di arbitraggio ha indubbiamente ridotto temporaneamente gli squilibri dell'Eurosistema, caratterizzato tutt'ora da un'elevata frammentazione. Tuttavia si tratta di un incentivo monetario *one-off*, che non cambia la situazione strutturale e gli equilibri di forza tra i vari sistemi bancari. Il dato di dicembre del saldo T2 dell'Italia vede un'ulteriore riduzione di circa 9 miliardi; si tratta tuttavia di una variazione troppo modesta per poter inferire un ipotetico cambio di tendenza, oltretutto attribuibile proprio al settore finanziario. In generale c'è da attendersi che la nuova liquidità fornita dal *Quantitative Easing* alle banche periferiche torni a fluire verso i sistemi bancari *core* attraverso investimenti in fondi di investimento esteri, provocando un peggioramento delle asimmetrie nella distribuzione delle riserve bancarie.

A meno che non si supponga che la BCE possa intervenire periodicamente sui coefficienti di esenzione delle riserve, modulando il supporto alle banche attraverso quello che si configura *de facto* come un nuovo strumento di politica monetaria. Infatti un aumento dei livelli di esenzione, ad esempio da 6 volte la riserva obbligatoria a 7, costituirebbe un aumento “ombra” dei tassi di interesse all’interno di un sistema duale già vigente che differenzia tra tassi di deposito multipli e che prevede il *QE* come misura semi-permanente di *fine-tuning* della liquidità del sistema.

Non è una prospettiva irragionevole: d’altronde le iniezioni di liquidità della FED nel mercato *repo* attraverso acquisti di titoli di Stato a breve termine potrebbero trasformarsi presto in una *facility* permanente e nel suo primo Q&A con il mercato il Presidente Lagarde ha inquadrato il *tiering* all’interno di una “logica di pacchetto” con il QE, che prevede l’utilizzo di strumenti multipli per raggiungere gli obiettivi di inflazione. Che (dettaglio non marginale) potrebbero cambiare volto in meno di un anno, per via della revisione strategica ai nastri di partenza.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna