FCHub

**Le “sorprese” della Bce**

*Nella recente riunione del suo Consiglio direttivo, la Bce ha confermato il tratto decisamente accomodante della politica monetaria europea. Gli strumenti adottati per perseguire questo obiettivo hanno però parzialmente sorpreso. Si tratta delle modifiche apportate al profilo delle operazioni TLTRO III e le novità introdotte nel funzionamento della deposit facility*.

C’era molto interesse per la riunione del Consiglio direttivo della Bce del 12 settembre scorso, l’ultima dell’era Draghi. Era facile ipotizzare che gli interventi avrebbero confermato il tratto decisamente accomodante della politica monetaria europea. Anzi erano numerosi gli esperti pronti a scommettere che il carattere espansivo sarebbe stato in qualche misura accentuato.

In effetti, la congiuntura internazionale risente della difficoltà di sciogliere o almeno ridimensionare alcuni nodi economici cui si sommano le numerose inquietudini della politica mondiale: l’inasprirsi del confronto tra Stati Uniti e Cina, l’ancora imprevedibile sviluppo della Brexit, l’esito tutt’altro che risolutivo di molti confronti elettorali, il riacutizzarsi dell’instabilità nell’area medio-orientale, etc.

I riflessi sul Vecchio Continente di questo complesso scenario sono da tempo visibili. Nell’area euro i dati più recenti relativi al 2019 esprimono un evidente rallentamento. In termini di crescita economica, il consuntivo dell’anno in corso dovrebbe risultare pari a poco più della metà di quello del 2018 (poco sopra all’1% rispetto al +1,9%).

Attualmente (secondo trimestre 2019) in Italia e in Germania la cadenza annua è nulla o poco sopra lo zero; meglio la Francia (1,3%) e la Spagna (oltre il 2%). Un miglioramento è atteso per il 2020 ma la previsione è esposta ad un rischio di ridimensionamento (downside risk).

**Come funzionano le operazioni TLTRO**

Se prevedere la conferma del tono fortemente accomodante era relativamente facile, assai più difficile era immaginare con quali strumenti questo obiettivo sarebbe stato perseguito. E in effetti nel comunicato della Bce ci sono alcune novità inaspettate. La prima è quella indicata al punto 4 ove si delineano alcune modifiche nel funzionamento della terza serie dei finanziamenti TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations).

La prima serie di queste operazioni risale a giugno 2014, la seconda a marzo 2016. Sono definite operazioni “mirate”, in quanto l’ammontare dei finanziamenti che le banche possono ottenere e il tasso applicato, sono determinati in funzione del volume dei prestiti erogati a società non finanziarie e famiglie (esclusi i prestiti per l’acquisto di abitazioni).

Il loro aspetto qualificante è nel sistema d’incentivazione alla concessione del credito. Il tasso d’interesse applicato, infatti, viene fissato a posteriori con un meccanismo premiante: in linea generale è pari al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali vigente nel periodo di durata del finanziamento.

Se però il volume delle erogazioni nette della banca supera un certo benchmark, allora il tasso di interesse passivo si trasforma da onere in incentivo, perché può scendere fino a posizionarsi in corrispondenza del tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata dell’operazione. Il programma è previsto articolarsi in sette appuntamenti trimestrali, il primo dei quali fissato per il 18 settembre 2019.

**Le modifiche al TLTRO III**

Il 12 settembre il profilo delle operazioni TLTRO III è stato modificato in due punti. Il primo riguarda il costo: è stata eliminata la maggiorazione dello 0,10% sul tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali.

Nella situazione attuale il tasso d’interesse è quindi posizionato tra un massimo dello 0,00% (tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell’Eurosistema) e un minimo dello -0,50% (il tasso applicato alla cosiddetta *deposit facility*).

La seconda modifica riguarda invece la durata, stabilita inizialmente in due anni e ora invece fissata in tre anni. A partire dalla fine del secondo anno, comunque, le banche possono procedere al rimborso (anche parziale) del finanziamento ricevuto.

Ciò che sorprende di queste modifiche non è tanto il loro contenuto (entrambe favorevoli al prenditore di fondi), quanto piuttosto la tempistica: annunciate a marzo, le TLTRO III sono state definite nel dettaglio a giugno 2019, quindi solo tre mesi prima dell’ultima riunione del Consiglio direttivo della Bce.

Le TLTROs sono uno strumento particolarmente apprezzato dalle banche dei paesi mediterranei. Sul totale dei finanziamenti della TLTRO II (oltre € 700 mld) quasi tre quinti sono attribuibili alle banche italiane (33%) e spagnole (23%); gli istituti francesi e tedeschi congiuntamente si fermano al 28%.

Questo diverso apprezzamento dell’opportunità rappresentata dalle operazioni TLTROs è dovuta alle ampie differenze da tempo rilevabili nell’andamento del credito. Facendo riferimento alle variazioni annue registrate a luglio 2019, Germania e Francia si distinguono per una crescita del credito robusta dal lato delle famiglie (4,2% e 6%) e ancor più da quello delle imprese (6,6% e 7,8%).

Viceversa, per una pluralità di circostanze, contenuta appare la dinamica dei finanziamenti in Spagna e in Italia dove la crescita annua si ferma rispettivamente allo 0,3% e al 2,5% per le famiglie ed è negativa di circa un punto percentuale per le imprese in entrambi i paesi.

**Le novità nel funzionamento della *deposit facility***

La seconda, sicuramente più importante, “sorpresa” contenuta nel comunicato della Banca Centrale Europea riguarda il tasso applicato sul deposito della liquidità in eccesso.

La pressione da parte dei rappresentanti dei paesi dell’Europa centrale (Germania e Olanda soprattutto, ma anche Francia) rendeva prevedibile che ci sarebbe stato un intervento su questo terreno. D’altra parte, tra i membri del consiglio direttivo della Bce le opinioni sulle scelte di politica monetaria sono notoriamente divergenti.

Se la riunione del 12 settembre si è chiusa permettendo di arrivare ad una votazione è stato probabilmente dovuto in misura importante proprio alle modifiche introdotte nel funzionamento di questo conto della Bce, ove alla fine dello scorso agosto risultavano depositati complessivamente oltre €1.200 miliardi. Le banche titolari di questa liquidità, infatti, risultano essere soprattutto tedesche (33% del totale), francesi (24%) e olandesi (quasi 11%).

Da giugno 2014 il rendimento riconosciuto su questi depositi è negativo ed è quindi un onere. Questo tasso, da marzo 2016 fissato al -0,40%, è stato ora portato allo – 0,50%. Solo alcuni istituti di credito trasferiscono (almeno in parte) questo onere sulla clientela (*corporate* o istituzionale). Ne deriva in generale un ulteriore aggravio per i già fragili conti delle banche europee.

Polemicamente Draghi ha in passato sottolineato che il ripristino della redditività bancaria su livelli adeguati, più che alla modifica di questo tasso, è legato ad energici interventi sulla struttura dei costi operativi (interventi che in parte vengono in effetti realizzati).

L’importante novità introdotta il 12 settembre è che una parte delle riserve in eccesso è esentata da questo onere. Viene in questo modo adottato dall’Eurosistema un criterio già in uso in alcuni paesi (Giappone, Svezia, Svizzera, Danimarca).

La Bce ha per ora quantificato la parte esentata in sei volte (moltiplicatore) l’ammontare delle riserve regolamentari. Facendo riferimento ai dati di fine agosto, questo vuol dire che dalla fine di ottobre (prima applicazione della modifica) il 55% di questa liquidità in eccesso risulta esentata (tasso 0,00%). La Bce si riserva la facoltà di modificare in qualsiasi momento sia l’entità del moltiplicatore (quindi il *quantum*) sia il tasso applicato su questa parte della liquidità in eccesso (tasso non necessariamente uguale a quello delle *required reserve).*

**Il riflesso sulle banche italiane**

La decisione della Bce tocca in modo limitato le banche italiane che nell’insieme risultano titolari di circa il 5% della liquidità posizionata nella *deposit facility*, una percentuale pari a meno della metà del peso delle nostre banche nell’Eurosistema.

Secondo una prima stima, il minor onere annuo sarebbe pari a circa €160 milioni. Questo diverso orientamento delle banche italiane è in evidente relazione con la loro più ampia esposizione sui titoli di Stato, soprattutto domestici: a fine marzo il 9,9% del loro attivo totale risultava investito in titoli di domestici rispetto ad una media del 3,4% per l’eurozona (cfr.ultimo Rapporto di Stabilità della Banca d’Italia).

Queste due poste dell’attivo hanno un profilo diverso: la prima si caratterizza per una piena liquidità finanziaria, ma a prezzo di un onere non trascurabile, la seconda offre un rendimento positivo ma determina riflessi di segno mutevole su conto economico e stato patrimoniale.

Il confronto tra Intesa e Unicredit evidenzia la possibilità di scelte gestionali diverse. A metà 2019 Unicredit risultava avere solo un limitato ammontare di liquidità depositato presso la Bce (meno di €5 miliardi) ma al contempo un portafoglio di titoli di debito sovrano di €102 miliardi di cui €53 miliardi riferibili all’Italia (di questi ultimi il 65% risulta non “congelato” sotto il profilo contabile, cioè non valutato al costo ammortizzato).

Viceversa, Intesa SanPaolo è tra le banche italiane quella con il più ampio ammontare di liquidità depositata presso la Bce (quasi €36 miliardi) e quindi la più ampia beneficiaria della decisione adottata il 12 settembre; parallelamente la sua esposizione al rischio sovrano relativa a paesi Ue (sola parte bancaria) “si ferma” a €58,3 miliardi, dei quali €34,3 miliardi riferibili all’Italia (quelli al costo ammortizzato sono pari a €9 miliardi).

Se la decisione di riattivare il programma di acquisto di titoli rappresenta la novità più importante stabilita nella riunione del 12 settembre, la modifica del tasso d’interesse relativo ai fondi in eccesso depositati presso la Bce può indurre conseguenze non trascurabili nella gestione finanziaria delle banche europee.

Per le banche italiane potrebbe favorire una minore propensione a sottoscrivere titoli sovrani.