

L'altra faccia dei bilanci delle banche europee: uno sguardo agli attivi

di Carlo Milani

07/07/2014 15:28

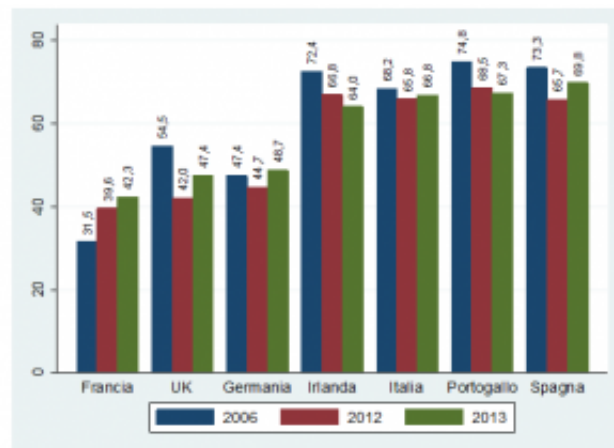
Le principali banche europee operanti nei paesi periferici stanno riducendo il peso dei finanziamenti nei propri bilanci, anche per effetto dell'alta incidenza delle sofferenze bancarie. A fronte dei minori impieghi bancari, gli istituti di credito spagnoli e italiani hanno però aumentato più che proporzionalmente l'investimento in titoli di Stato, determinando quindi un significativo aumento dei loro bilanci e una maggiore esposizione al rischio debito sovrano.

La struttura del attivo

Dopo aver analizzato le caratteristiche del passivo dei principali gruppi bancari europei (si veda Milani, 2014), in questo approfondimento vengono prese in considerazione le primarie voci dell'attivo. L'analisi è stata effettuata utilizzando il database Thomson-Reuters Datastream. Per ogni paese sono state considerati i primi 3/5 gruppi di cui si disponeva di informazioni per il periodo compreso tra il 2006, anno che ha preceduto la crisi finanziaria, e il 2013.

La voce dell'attivo più rilevante per i bilanci bancari è senz'altro quella relativa ai finanziamenti alla clientela ordinaria. Nel grafico 1, in cui sono riportati gli impieghi al netto dei fondi di svalutazione crediti, si riscontra come l'incidenza più alta nel 2013 si osservi in Spagna (70% circa del totale attivo), seguita da Portogallo (67,3%), Italia (66,8%) e Irlanda (64%). In questi quattro paesi, cosiddetti periferici, si rileva in ogni caso una riduzione dell'incidenza dei finanziamenti rispetto al periodo pre-crisi, mentre nei due paesi *core* dell'Area euro presi in esame, ovvero Germania e Francia, si è osservata una crescita del peso degli impieghi bancari. Anche nel Regno Unito, dato l'alto livello di indebitamento di famiglie e imprese, si è osservata una minor incidenza dei finanziamenti rispetto al periodo pre-crisi. Dalla dinamica rispetto al 2012 si rileva però una netta inversione di tendenza in UK, in larga parte attribuibile ai buoni risultati ottenuti dal *funding for lending*, condotto dalla Bank of England, soprattutto con riguardo al comparto dei mutui immobiliari (Barucci, Corsaro, Milani, 2014a).

Grafico 1. Impieghi al netto dei fondi svalutazione crediti in



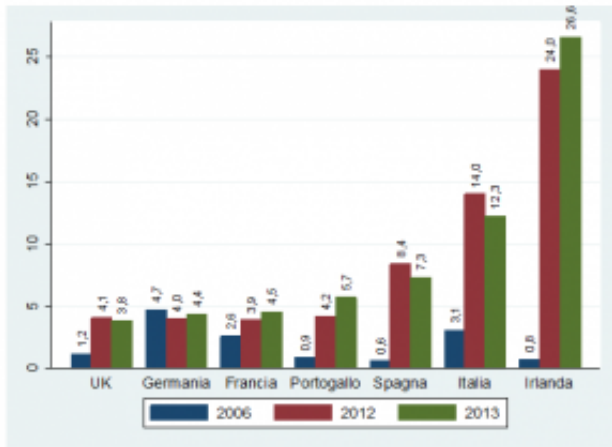
Note: medie semplici delle banche incluse nel campione.
 Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Reuters Datastream.

Le sofferenze bancarie

Analizzando la dinamica delle sofferenze, ovvero di quei finanziamenti bancari su cui si sono registrati dei gravi ritardi nei pagamenti da parte di imprese e famiglie, si rileva dal grafico 2 che Irlanda, Italia, Spagna e Portogallo hanno osservato un netto incremento dei crediti di peggiore qualità. In percentuale del totale dei finanziamenti erogati, l'Irlanda è passata dallo 0,8% pre-crisi a quasi il 27% del 2013. Rilevante è anche il peso delle sofferenze in Italia (12,3%) e in Spagna (7,3%). In entrambi i paesi, comunque, nel 2013 si è registrato un miglioramento rispetto all'anno precedente grazie soprattutto alla ripresa delle cessioni dei crediti di peggiore qualità e sotto la spinta del *comprehensive assessment* della BCE (Barucci, Corsaro, Milani, 2014b). Con riferimento specifico alla Spagna, va sottolineato come l'incidenza delle sofferenze nel totale del settore bancario sia molto più elevata a causa dell'operatività che le medio-piccole banche locali (Cajas) hanno avuto nel comparto dei mutui per acquisto di abitazioni, quello evidentemente più colpito dallo scoppio della bolla immobiliare iberica.

Occorre evidenziare, infine, come un impulso fondamentale all'emersione di sofferenze nei paesi che mostravano livelli bassi di sofferenze nel periodo pre-crisi, ovvero Spagna e Irlanda, sia dovuto all'introduzione di *bad banks*, veicoli specializzati proprio nella pulizia dei bilanci bancari (Barucci e Milani, 2014). Dal periodo pre al post-crisi il peso delle sofferenze è aumentato di 33 volte in Irlanda e di 12 volte in Spagna, contro le 6 volte circa del Portogallo e le 4 dell'Italia.

Grafico 2. Sofferenze bancarie in % del totale dei finanziamenti

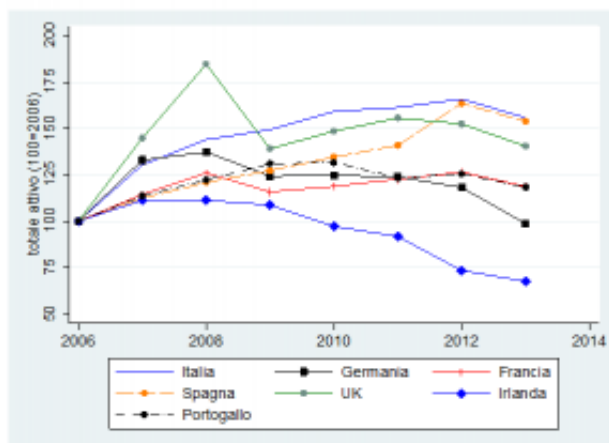


Note: medie semplici delle banche incluse nel campione.
Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Reuters Datastream.

Il totale dell'attivo e la dinamica dei titoli in portafoglio

Nonostante il difficile contesto macroeconomico e il debole andamento del mercato del credito, il totale dell'attivo delle principali banche dei paesi periferici ha generalmente continuato a registrare una tendenza ad aumentare. L'unica eccezione è costituita dall'Irlanda, che ha invece attuato un'intensa politica di *deleveraging*: secondo gli ultimi dati, il totale dell'attivo è ora pari a meno di tre quarti del livello osservato nel periodo pre-crisi. Da sottolineare, comunque, che le dimensioni del sistema bancario irlandese sono ancora molto rilevanti se rapportate alla piccola economia nazionale (il totale dell'attivo è pari, a fine 2013, a oltre 6 volte il Pil domestico). La Germania è invece l'unico paese ad aver riportato il totale dell'attivo al livello osservato 2006, dopo gli incrementi registrati nel precedente quinquennio. Francia e Portogallo si attestano su incrementi nell'ordine del 25% rispetto al periodo pre-crisi, mentre il Regno Unito osserva una crescita di circa il 40%. Infine, Spagna e Italia sono i paesi che hanno visto crescere di più il loro totale attivo, con un valore nel 2013 di circa il 50% più elevato rispetto al dato del 2006 e solo in leggera riduzione rispetto all'anno precedente.

Grafico 3. Dinamica del totale dell'attivo (base 100=2006)



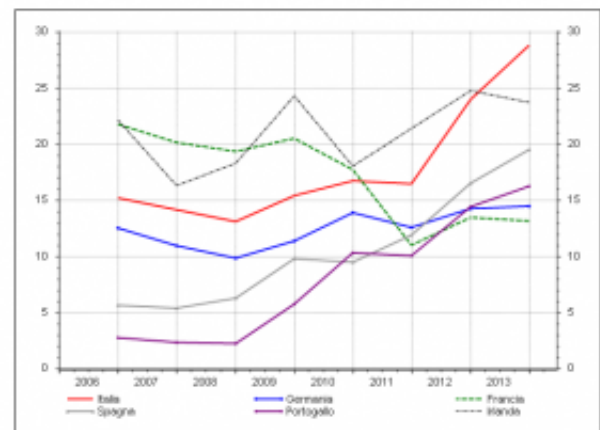
Note: medie semplici delle banche incluse nel campione.
Fonte: elaborazioni su dati Thomson-Reuters Datastream.

Un contributo fondamentale alla crescita degli attivi delle principali banche spagnole e italiane è dovuto agli acquisti di titoli di Stato, soprattutto domestici, cresciuti di oltre 2 volte

rispetto al 2006 in Italia e Spagna per il complesso delle IFM (Istituzioni Finanziarie e Monetarie) e di ben 6 volte in Portogallo.

Reportando il valore dei titoli di Stato in portafoglio delle IFM allo stock di crediti erogati a imprese e famiglie, valore che fa quindi riferimento all'intera industria bancaria e non solo ai principali gruppi, si osserva nel grafico 4 come Italia, Spagna e Portogallo registrino un trend fortemente crescente dal 2006, chiara evidenza della presenza di un fenomeno di riallocazione dell'attivo verso titoli a minor assorbimento di capitale e ad alto rendimento, visti gli spread osservati tra i titoli governativi dei paesi periferici e quelli dei *bund* tedeschi.

Grafico 4. Titoli di Stato emessi da paesi dell'Area euro e di proprietà delle IFM (in % degli impieghi a imprese e famiglie)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.

Conclusioni

Dall'analisi delle principali poste dell'attivo dei maggiori gruppi bancari europei, emerge una minore focalizzazione del business bancario dei paesi periferici nella tradizionale attività di erogazione dei prestiti. Un fattore fondamentale che ha inciso in questa scelta è stata la crescita dei crediti di peggiore qualità, che ha determinato una netta riduzione dei margini di manovra, a parità di capitale disponibile, necessari per poter continuare a sostenere l'economia reale.

La reazione delle principali banche dei paesi periferici di fronte a questo shock è stata sufficientemente differenziata. L'Irlanda ha attuato un'intensa politica di *deleveraging*, con conseguente netta riduzione del complesso delle attività bancarie. In Spagna e Italia, grazie anche alla possibilità di ottenere liquidità dalla BCE a tassi particolarmente vantaggiosi, si è osservato una forte riallocazione delle attività bancarie a favore dei titoli di Stato, con contestuale penalizzazione del credito all'economia reale. In altri termini, banche spagnole e italiane hanno attuato una politica di *derisking*, particolarmente favorita dalle regole di Basilea sul trattamento dei bond governativi in termini di assorbimento di capitale. Le banche portoghesi, infine, si situano a metà tra questi due gruppi di paesi, avendo da un lato investito in abbondanza in titoli di Stato, ma avendo allo stesso tempo contenuto la crescita degli attivi.

Resolution Plans:

a resolution tool?

di Sergio Lugaresi

07/07/2014 15:04

The Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD, published on June 12) and the Single Resolution Mechanism Regulation (SRMR, to be published by July end) are aimed at harmonising bank crisis management and resolution in the European Union, introducing innovative tools, in particular Resolution Plans and the bail-in (the power to impose losses on creditors even if the bank is not liquidated), and setting up resolution authorities, a single one for significant banks in the Banking Union (Euro Area plus voluntaries).

BRRD and SRMR place Resolution Planning in a key position. When taking resolution actions, resolution authorities, including the Single Resolution Board in the Banking Union, shall take into account and follow the Resolution Plans. Starting from January 2015, these Resolution Plans, which will be confidential, should be drawn up by resolution authorities on the basis of, inter alia, the information provided by the banks concerned.

Resolution Plans can be very useful as a theoretical exercise and complementary (or substitute) to the banking structural reform, but will be not be very useful during resolution (De Serière 2014).

Resolution Planning may be a useful ex-ante theoretical exercise. The European Single Resolution Board shall have the power to require changes to the structure and organization of banks or banking groups in order to remove practical impediments to the application of resolution tools and ensure the resolvability of the entities concerned. The measures that can be required include: limit to the bank maximum individual and aggregate exposures; to divest specific assets; to limit or cease specific existing or proposed activities; to restrict or prevent the development of new or existing business lines or sale of new or existing products; to require changes to legal or operational structures of the entity or any group entity, either directly or indirectly under its control, so as to reduce complexity in order to ensure that critical functions may be legally and operationally separated from other functions; to require an entity to set up a Unionparent financial holding company; to issue eligible liabilities. These measures will supplement (or substitute) measures that may be introduced by the so called "Structural Reform" (separation of traditional banking from speculative activities), on which the Commission has issued a draft proposal, and EU competition policies (particularly in the case of state aid). Resolution Plans (and in case the Structural Reform), if decidedly implemented, will enforce the authorities' vision of "narrow banking".

However, as resolution tool the Resolution Plan is likely to be not very useful. As any planning exercise it will facilitate decision taking. However, the actual resolution will likely face a difficult valuation exercise (size of losses, valuation of assets, etc.): although updated at least annually, the Resolution Plan will not contain all the information needed, including the most updated ones. To deal with interdependencies may prove to be more difficult that envisaged in the Plan. The non-viability of the bank may reveal the un-sustainability of the core business model, which the Resolution Plan cannot assess ex-ante. More generally,

the default of the bank may reveal "unknown unknowns" (De Serière 2014). As a result, resolution objectives will be achieved more effectively by taking actions which are not foreseen in the resolution plans.

The idea that a pre-packaged document (the Resolution Plan), as well as a simple resolution tool like the bail-in (hair-cuts imposed on bank liabilities by the resolution authority) will be sufficient to technically resolve the bank over the resolution week-end is misconceived. In the thirty years before the recent financial crisis, in Europe the authorities had to deal with very few large bank resolutions: one of them was the Banco Ambrosiano in 1982. On the basis of this, for long time almost unique experience, one of the most experienced supervisor of the Bank of Italy provides the following definition of the management and resolution of a banking crisis:

"a long and complicated process that requires the ability to orchestrate rapid responses as well as to take care of the various interests at stake" (Boccuzzi 2011, the underlines are mine).

The notion of "resolution week-end" is in itself misleading (De Serière 2014). Responses have to be "rapid", but a "long and complicated process" cannot be collapsed into a week-end span. What is necessary over the resolution weekend is "swift action" (De Serière 2014), "improvisation" (Schoenmaker 2013), the "ability to orchestrate" such that the responses are credible to the market on next Monday. The idea that pre-packaged measures and a percentage of losses imposed on a list of creditors will replace these abilities and bring to new life a defaulted bank the next Monday is dangerous and misleading. To imagine that if resolution plans and bail-in were there, Lehman could have gone back to business as usual on September 15 2008, is diabolic and particularly unpleasant to Lehman competitors. A dead bank is a dead bank and cannot be transformed in Frankenstein's monster, at least without terrifying the alive.

In the best cases, resolution plans will support the decision making process (a "swift action"), which will "improvise" *ad hoc* solutions in the management of an idiosyncratic bank crisis. In this, the treat of bail-in will facilitate the use of effective resolution tools, such as asset separation and bridge bank, aimed at a private market solution.

In case of a systemic crisis, both resolution plans and the bail-in will be totally useless. However, the introduction of Resolution Plans, together with the set-up of a Resolution Authority and the introduction of bail-in, will have re-legitimised the sole effective resolution tool in systemic crises: the bail-out. Rephrasing Levitin (2011): *"When systemic risk materialises the alternative between [resolution] and bail-out is illusory and bail-outs cannot be banned. The real issue is how to re-legitimise bail-out"*.

References

Boccuzzi, Giuseppe, "Towards a new Framework for Banking Crisis Management. The International Debate and the Italian Model", Banca d'Italia, **Quaderni di Ricerca Giuridica**, ottobre 2011.

Levitin, Adam J., "In Defence of Bailouts", **Georgetown Law Journal**, 2011.

Schoenmaker, Dirk, **Governance of International Banking:**

De Serière, Victor, "Recovery and Resolution Plans of Banks in the Context of the BRRD and the SRM: Some Fundamental Issues", forthcoming.

CoCos II: ma quanto costano?

Francesca Arosio, Emilio Barucci, Luca Del Viva

02/07/2014 10:40

La seconda puntata sui CoCos si occupa del loro prezzo/rendimento e della struttura ottima del capitale di una società che emette questi titoli. Le principali determinanti del rendimento/prezzo dei CoCos sono rappresentate da tre fattori: grado di priorità rispetto agli altri stakeholders, meccanismo di loss absorption, trigger di conversione.

1. Pricing dei CoCos nel mercato primario e secondario

Lo yield rate dei CoCos è strettamente collegato al grado di priorità che essi hanno rispetto agli strumenti finanziari presenti nella struttura del capitale di una società: in particolare essi sono subordinati ad altri titoli di debito, poiché sono chiamati per primi ad assorbire le eventuali perdite. Per questo motivo, lo yield to maturity (YTM) di un CoCo tende a essere più elevato rispetto a quello di altri strumenti di debito (obbligazioni subordinate e debito senior unsecured).

Il costo netto sopportato dai possessori di CoCos è connesso al meccanismo di assorbimento delle perdite ("loss absorption mechanism"). I meccanismi sono di due tipi: write down (parziale) del valore nominale (PWD), conversione in azioni (CE). L'effetto di un meccanismo di "loss absorption" basato sul write down del valore facciale del debito dipende dal livello del trigger di conversione. Il trigger di conversione rappresenta la barriera su una grandezza della società superato il quale scatta la conversione del debito in azioni o il write down del valore nominale. La grandezza di riferimento può essere di mercato (il prezzo del titolo) o di natura contabile (grado di leverage, capital ratio). I CoCos emessi sul mercato fino ad oggi hanno principalmente un trigger fondato sul capital ratio (CET1/RWA).

Il livello del trigger svolge un ruolo significativo. Dal punto di vista dei possessori dei titoli sono da preferire i CoCos con trigger non elevato ("low triggers"). In questi casi, la possibilità che il trigger venga innescato è infatti bassa e, di conseguenza, anche la probabilità che il CoCo venga chiamato ad assorbire le perdite risulta limitata. D'altro canto, per un valore fissato dello YTM, gli azionisti della società preferiranno "high triggers" in quanto in questo caso sarà più probabile trasferire le potenziali perdite ai possessori di CoCos. Di conseguenza, in presenza di PWD ci si aspetta che lo yield degli "high trigger" CoCos risulti essere superiore rispetto a quello dei "low trigger" CoCos. Il livello del trigger nel caso di un CE CoCo può avere effetti diversi: un livello elevato di trigger può essere più o meno appetibile per i detentori (a seconda della volatilità del prezzo delle azioni e quindi del valore delle azioni), sicuramente non è gradito agli azionisti in quanto comporta un effetto diluitivo sulla compagine azionaria quando ancora l'impresa non versa in cattive acque.

Quanto a CoCos di tipo PWD o CE, le preferenze degli azionisti vanno ai CoCos con un PWD del nominale che non portano un effetto di diluizione della compagine azionaria e il trasferimento dei costi legati allo stress finanziario ai titolari di CoCos. Al contrario, per un fissato livello di YTM, questi ultimi tendono a preferire strumenti CoCos con meccanismo di conversione in equity che garantiscono di preservare il valore nominale (almeno in parte) in termini di azioni e permettono di partecipare al potenziale upside legato al salvataggio della società. Nonostante ciò, esistono alcune ragioni sostanziali per le quali alcuni investitori in CoCos considerano i PWD più appetibili: in genere essi garantiscono una maggior chiarezza riguardo all'ammontare di assorbimento delle perdite rispetto ai CE CoCos. L'esistenza di un write down sul valore facciale risulta essere interessante per gli investitori istituzionali in fixed income che sono soggetti a mandati che impediscono loro di detenere strumenti di equity. In definitiva, la componente di opzionalità di un PWD CoCo è più facile da valutare rispetto ad un CE CoCo.

L'analisi del mercato dei CoCos conferma queste considerazioni. In generale sul mercato si osserva che i CoCos con clausola di PWD hanno YTM all'emissione più elevati rispetto a quelli con meccanismi di CE. I low trigger CoCos tendono ad avere un premio più basso rispetto a quelli high trigger. In linea con quelle che sono le preferenze degli investitori e degli emittenti, i CoCos che risultano meno costosi al momento dell'emissione sono quelli che presentano la combinazione low trigger e un meccanismo di loss absorption di CE.

Primary market pricing of CoCo bonds (da Avdjiev et al. (2013))

All	
Conversion to equity (CE) Principal writedown (PWD) All	
2.8	
2.5	
3.9	
Low-trigger3	
2.5	
2.3	
4.8	
High-trigger4	
3.6	
3.5	
3.6	
1 YTM = yield to maturity. 2 Weighted averages based on issued amounts. 3 Mechanical trigger level >6% (CET1/RWA). 4 Mechanical trigger level >6% (CET1/RWA).	

Sources: Bloomberg; Dealogic; authors' calculations.

Il mercato secondario di questi titoli può fornire ulteriori spunti di riflessione interessanti. Se si analizza la correlazione tra le variazioni giornaliere dello spread dei CoCos e i cambiamenti giornalieri dello spread degli strumenti di debito subordinato non CoCos, dello spread dei CDS e del rendimento delle azioni per lo

stesso emittente, si osserva che gli spreads dei CoCos sono fortemente correlati con quelli degli altri titoli di debito subordinato, mentre meno significativa risulta essere la correlazione con le azioni (con l'eccezione in parte dei CE CoCos) o con gli spreads dei CDS. Inoltre, gli spreads dei CDS e degli strumenti di debito subordinato non CoCos tendono a essere maggiormente correlati con gli spreads dei CoCos aventi trigger bassi. Ciò è dovuto al fatto che i CoCos con trigger bassi tendono a coprire perdite come altri strumenti di debito subordinato, ovvero al punto di insolvenza per la banca. Al contrario, i CoCos con trigger elevati andranno a coprire le perdite in un momento precedente rispetto a quello delle altre obbligazioni subordinate.

2. Struttura ottima del capitale

Le proprietà dei CoCos vanno ad incidere sulla struttura ottima del capitale dell'impresa. In quello che segue facciamo riferimento ai risultati contenuti in E. Barucci e L. Del Viva (2013) e Francesca Arosio (2014).

Una società che decide di emettere CoCos, oltre al debito standard e azioni, ottiene dei vantaggi significativi in termini di riduzione dei costi attesi di bancarotta, nonché dello spread e dei coupon ottimi del debito standard. Per questi motivi, si osserva in primo luogo che le società che emettono questo tipo di strumento presentano un livello di leverage superiore rispetto alle società che emettono soltanto debito tradizionale. Si assiste ad una sostituzione tra debito classico e debito convertibile. La possibilità di poter dedurre fiscalmente i coupon dei CoCos senza dover incorrere in un aumento dei costi di bancarotta, genera un incentivo a sostituire debito classico con questi strumenti ibridi. Questo incentivo tende a rafforzarsi in presenza di elevati costi di default e elevata volatilità, e quindi in un contesto caratterizzato da elevato rischio. Alcuni risultati teorici mostrano che il valore dei CoCos risulta essere crescente in funzione della loss rate e della volatilità del valore dell'impresa. Con alta volatilità, i coupon di questi titoli ibridi, e di conseguenza il loro valore, tendono ad aumentare.

Data la loro funzione di "loss absorption" i CoCos risultano particolarmente rischiosi rispetto alle obbligazioni classiche emesse dalla stessa società. I titolari di CoCos devono essere ripagati del rischio di andare incontro a una conversione o, peggio, ad un haircut del valore nominale dei titoli in loro possesso. Lo spread di questi titoli, crescente nella volatilità, è infatti maggiore dello spread dei titoli di debito non convertibili. Si tratta in effetti di strumenti con un pay-off asimmetrico: subiscono gli effetti negativi di potenziali perdite (in modo analogo all'equity), ma non partecipano ai potenziali incrementi di valore (in modo analogo allo straight debt). Questa asimmetria nel pay-off spiega il maggiore spread rispetto al debito puro e la loro maggiore sensibilità a variazioni della volatilità. Lo spread rispetto al debito standard può giungere ad essere pari a 400-500 punti base ed è crescente nella volatilità. La riduzione dello spread del debito standard dovuta all'emissione di CoCos non è invece molto significativa.

Nel caso particolare di strumenti CoCos caratterizzati da un meccanismo di loss absorption di tipo "write down" si ottiene un risultato particolarmente interessante: il write down ottimale per la società risulta essere intorno al 50-60% del valore facciale. La conversione ottimale dovrà dunque avvenire sotto la pari con gli investitori che sopporteranno una perdita pari a circa il 50%

del valore nominale, ovviamente questa perdita è remunerata dai rendimenti significativi che vengono richiesti dagli investitori. Il livello di write down ottimo è crescente nella volatilità.

Riferimenti

Francesca Arosio (2014) Capital Access Bonds, Politecnico di Milano.

Avdjiev et al. (2013). Stefan Avdjiev, Anastasia Kartasheva e Bilyana Bogdanova. "CoCos: a primer". BIS Quarterly Review, September 2013.

Barucci, E. and Del Viva, L. (2011). Dynamic Capital Structure and the Contingent Capital Option, Annals of Finance, 2013, vol. 9, issue 3, pages 337-364.

I tassi negativi funzionano davvero? L'esempio danese

di Stefano Corsaro

02/07/2014 10:30

Tra le misure prese nel corso della riunione del 5 giugno, il consiglio della BCE ha stabilito la discesa dei tassi di interesse sui depositi in territorio negativo. Tale decisione non rappresenta un *unicum* nel panorama delle banche centrali occidentali. Basandoci sull'esperienza danese, proviamo ad analizzarne le possibili implicazioni.

TASSI NEGATIVI: DANIMARCA E EUROZONA

Nel luglio del 2012, per la prima volta in circa 200 anni, la banca centrale danese (Danmarks Nationalbank, di seguito DNB) ha adottato tassi di interesse di riferimento negativi: il taglio di 25 punti base ha portato il tasso di rifinanziamento a 0,2% e quello sui depositi a -0,2%. A seguito di questa decisione, le banche che depositavano fondi presso la DNB non solo non ricevevano più alcuna remunerazione, ma venivano costrette a pagare per tale "parcheggio". A differenza di Draghi, il quale ha esplicitamente affermato dopo la riunione del 5 giugno che i tassi sui depositi non verranno ulteriormente abbassati, la DNB ha più volte dichiarato che non vi erano limiti a ulteriori riduzioni.

In realtà, il miglioramento della situazione nell'Eurozona e il raggiungimento degli obiettivi prefissati (vedi sotto) hanno spinto la banca centrale danese a rivedere i propri propositi al ribasso e ad aumentare, nel gennaio 2013, entrambi i tassi di 10 punti base (il tasso sui depositi giungeva ad essere pari a -0,1%); nell'aprile 2014 il periodo di tassi negativi è terminato e le remunerazioni sui depositi sono risalite allo 0,05%, lo stesso livello del 2012 (DNB, 2012; DNB, 2013; DNB, 2014; Hüttl, 2014; Nielsen e Aalund, 2013).

La BCE, al cui interno le discussioni circa l'opportunità di compiere una mossa analoga erano iniziate già lo scorso anno, ha annunciato un calo dei tassi di interesse, portando il tasso principale allo 0,15% e, soprattutto, il tasso sui depositi overnight a -0,1%. Il rendimento negativo si applica anche a tutti i depositi bancari che eccedono i requisiti minimi previsti dalla normativa dell'Eurosistema (BCE, 2014; Terzi, 2014).

EFFETTI SULL'ECONOMIA DANESE

La politica monetaria della banca centrale danese ha come unico obiettivo la stabilità del rapporto corona/euro (più precisamente, è prevista una banda di oscillazione del $\pm 2,5\%$, ma la DNB tende a far oscillare la corona solo in prossimità del valore centrale). A seguito del grande afflusso di capitali in Danimarca (e in altri 'porti sicuri') avvenuto nel 2012, in concomitanza con la crisi finanziaria dell'Eurozona, la corona si è apprezzata e il tasso di cambio si è allontanato dal valore prefissato di 7,4604 corone per euro. Per contrastare il fenomeno, la DNB, oltre ad acquistare valuta estera per deprezzare la moneta nazionale, ha stabilito tassi di interesse negativi sui depositi. Da questo punto di vista, l'azione ha avuto successo e sin dai primi mesi del 2013 il rapporto corona/euro è tornato su livelli molto vicini a 7,46 (fig. 1).

Gli effetti sull'economia reale e sul mercato finanziario non sono stati altrettanto significativi. Le decisioni della DNB non hanno avuto effetti positivi sui prestiti all'economia reale (fig. 2): i prestiti alle imprese sono addirittura diminuiti tra il 2012 e il 2013, calando da 144,54 a 141,7 miliardi di corone. I tassi di interesse non hanno risentito dei cambiamenti della politica monetaria: a seguito della decisione di abbassare la remunerazione sui depositi, le banche hanno modificato i propri portafogli acquistando titoli di stato a breve termine, i cui rendimenti, già negativi, sono calati ulteriormente, sebbene in misura limitata, nei mesi successivi all'annuncio. Occorre precisare che favorire i prestiti a imprese e privati non era tra le finalità di una remunerazione negativa dei depositi, come è dimostrato dalla decisione di innalzare il limite di liquidità che le banche potevano detenere presso la banca centrale (da 23,14 a 69,7 miliardi di corone), decisione approvata contemporaneamente alla discesa dei tassi in territorio negativo (Hüttel, 2014).

Figura 1: tasso di cambio corona/euro

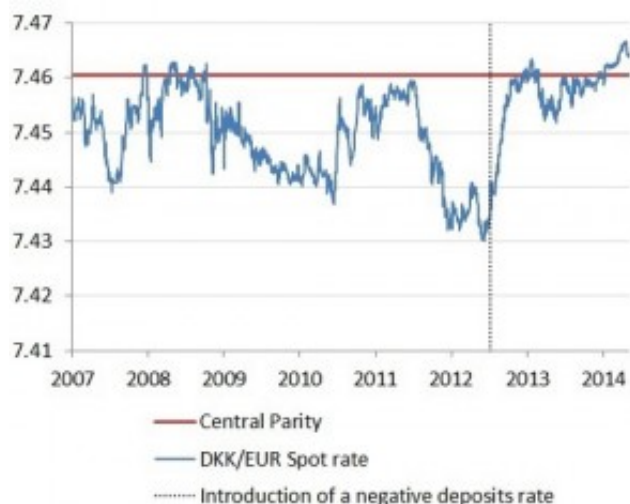
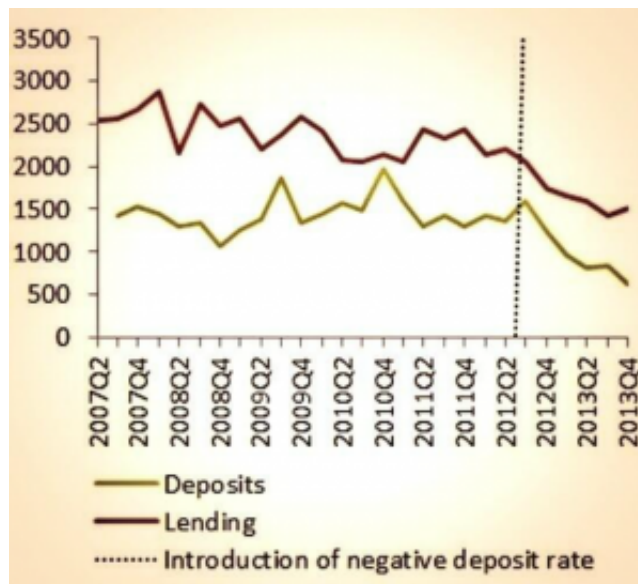


Figura 2: depositi e prestiti in Danimarca



PROSPETTIVE PER L'EUROZONA

Volgendo lo sguardo alle decisioni della BCE, occorre in primo luogo considerare che i depositi bancari sui quali le banche dovranno pagare lo 0,1% sono in continuo calo: arrivati al picco di 850 miliardi nel maggio 2012, nel maggio 2013 sono giunti ad essere meno della metà (376 miliardi); i dati più recenti indicano che la liquidità depositata presso la BCE e le banche centrali nazionali è pari a 220 miliardi di euro. Di conseguenza, l'effetto dei tassi negativi potrebbe essere limitato rispetto a quanto ci si poteva attendere in passato. C'è inoltre il rischio che il rendimento negativo, che può essere assimilato a una tassa per le banche che hanno fondi depositati presso la BCE, venga trasmesso a privati e imprese tramite un aumento dei tassi sui prestiti, con effetti depressivi sulla domanda (Baglioni, 2013).

Occorre anche considerare che il meccanismo di trasmissione delle decisioni di politica monetaria, inceppato a causa della crisi, non funziona più adeguatamente: mentre nel 2008 le decisioni della banca centrale danese si trasmettevano quasi interamente sui tassi dei depositi di famiglie e imprese (rispettivamente, al 98% e 92% in un arco temporale di tre mesi), oggi le percentuali di trasmissione sono calate a poco più del 50% e dell'80% circa. Sebbene manchino dati sull'Eurozona, non vi sono dubbi che il fenomeno riguardi anche le decisioni prese dalla BCE (Nielsen e Aalund, 2013). Come nel caso danese, la decisione della BCE ha avuto effetti positivi, sebbene di modesta entità, sui tassi di cambio: il cambio euro/dollaro è calato sino a 1,3512 (12 giugno), ai minimi dal 20 gennaio. Sebbene la decisione di rendere i tassi sui depositi negativi non appare essere decisiva, essa assume un importante 'effetto di segnalazione' circa la volontà della BCE di usare tutti i mezzi a propria disposizione (nelle parole di Draghi, fare 'whatever it takes') per far ripartire il credito all'economia.

Il contemporaneo calo del costo del denaro e dei rendimenti sui depositi ha inoltre un effetto asimmetrico per i paesi dell'Eurozona: esso avvantaggia infatti i paesi periferici, che dovranno pagare tassi inferiori per la liquidità presa in prestito (attualmente pari a 650 miliardi), mentre colpirà le banche tedesche e degli altri paesi *core*, che detengono ingenti depositi presso la BCE. La decisione della BCE potrebbe spingere le banche dei paesi *core* a riprendere i propri prestiti nei confronti

degli istituti dei paesi periferici: in un contesto in cui politiche monetarie asimmetriche sono vietate dallo statuto della banca centrale, rendere i tassi negativi potrebbe dunque portare benefici e effetti asimmetrici tra le economie europee.

BIBLIOGRAFIA

Baglioni, Angelo. Il mito dei tassi BCE negativi. Lavoce.info. 2013.

Banca Centrale Europea (BCE). 5 June 2014. *ECB introduce a negative deposit facility interest rate*. Press release. 2014.

Barucci, Emilio, Stefano Corsaro e Carlo Milani. *Asset quality review e stress tests. Cosa ci aspetta?* FinRiskAlert.it. 2014a.

Barucci, Emilio, Stefano Corsaro e Carlo Milani. *Il funding for lending nella versione BCE*. FinRiskAlert.it. 2014b.

Danmarks NationalBank (DNB). *Interest rate reduction*. Press release. 2012.

Danmarks NationalBank (DNB). *Interest rate increase*. Press release. 2013.

Danmarks NationalBank (DNB). *Interest rate increase*. Press release. 2014.

Hüttl, Pia. *Negative deposit rates: the Danish experience - the impact of the negative deposit rate on the exchange rate and on financial market in Denmark*. Bruegel. 2014.

Nielsen, Jan Størup e Anders Skytte Aalund. Denmark update. Negative interest rates - the Danish experience. Nordea Research. 2013.

Terzi, Andrea. *Se i tassi diventano negativi*. Lavoce.info. 2014

MIFID II

03/07/2014 12:50

L'ESMA ha pubblicato una breve guida per gli investitori al dettaglio al fine di fornire chiarimenti sull'impatto delle modifiche apportate dalla riforma MiFID II.

Guida per gli investitori al dettaglio

EBA: pubblicate le linee guida per il finanziamento di progetti degli istituti di credito

03/07/2014 12:44

L'EBA ha pubblicato le linee guida che individuano modelli armonizzati per il finanziamento di progetti degli istituti di credito. Queste linee guida mirano ad armonizzare la segnalazione di piani di finanziamento in tutta l'UE. Questo insieme di modelli e definizioni comuni fornisce uno strumento per le autorità competenti per valutare la fattibilità, la redditività e la solidità dei piani di finanziamento.

Comunicato stampa

Linee guida

EBA: pubblicato parere sul trattamento prudenziale dei covered bond

03/07/2014 12:38

Il 1 luglio 2014 l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha pubblicato un parere relativo al trattamento prudenziale dei covered bond. Pur esprimendo sostegno per l'attuale approccio previsto dal regolamento CRR, l'EBA raccomanda ulteriori criteri per beneficiare di un trattamento preferenziale. Il parere fornisce consigli sul trattamento di alcune attività specifiche di copertura. L'EBA ha, inoltre, individuato le "best practices" per un quadro normativo comune in tutta l'UE per le obbligazioni bancarie garantite.

Comunicato stampa

Parere

FSB crea il Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF)

03/07/2014 12:33

L'FSB, in qualità di organo fondatore della Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF), ha approvato i documenti necessari per la sua creazione. La GLEIF sarà costituita come fondazione senza scopo di lucro di diritto svizzero allo scopo di fungere da braccio operativo del sistema LEI Global System approvata dall'FSB nel G-20 del giugno 2012.

Comunicato stampa

EBA: consultazione relativa alla disclosure sulla riserva di capitale anticiclica

03/07/2014 12:16

L'EBA (Autorità Bancaria Europea) il 27 giugno 2014 ha pubblicato una consultazione relativa alla disclosure sulle informazioni relative alla riserva di capitale anticiclica. L'obiettivo dell'EBA è quello di favorire l'armonizzazione delle normative nel settore bancario. Tale documento propone due modelli di informativa, inerenti a:

- Localizzazione geografica delle esposizioni che determinano il buffer
- Importo della riserva anticiclica

La consultazione terminerà il 27 settembre 2014.

Comunicato stampa

Documento di consultazione

EBA: nuove linee guida sull'attività di disclosure delle attività vincolate e non vincolate

03/07/2014 11:28

L'EBA ha pubblicato le proprie linee guida sull'informativa relativa alle attività vincolate e non vincolate ai sensi dell'articolo 443 del Regolamento (UE) 575/2013, c.d. CRR (Guidelines on disclosure of encumbered and unencumbered assets — EBA/GL/2014/03).

Comunicato stampa

Linee guida

Bank Capital Requirements

03/07/2014 11:15

Il 28 giugno 2014 è stato pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale dell'unione Europea (GUUE) il Regolamento di Esecuzione n. 680/2014 relativo al documento Eba ITS_2013_02, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda le segnalazioni degli enti a fini di vigilanza conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.

Il nuovo Regolamento entrerà in vigore il 29 giugno 2014

Regolamento di Esecuzione n.680/2014

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo,

Concetta Brescia Morra, Stefano Corsaro,

Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani,

Roberto Ottolini, Giulia Simonetti, Enrico Ubaldi, Giulia Zanchi,

Silvia Dell'Acqua.

© 2014 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito www.finriskalert.it sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.
