

18 luglio 2022

Il Sole **24 ORE**

TASSI DI INTERESSE IN RIALZO: QUEI PROFITTI EXTRA DELLE BANCHE EUROPEE

di Marcello Minenna

Il rialzo dei tassi di interesse-chiave da parte della Banca Centrale Europea (BCE) atteso per la settimana prossima apre nuovi scenari nella gestione della politica monetaria, in particolare in relazione all'annoso problema dell'impatto dei tassi di interesse negativi sulla profittabilità delle banche.

Ovviamente, tassi più alti alleggeriranno questa voce di costo per le banche che, nei momenti di picco della crisi pandemica del 2020-2021 in cui i tassi di interesse hanno toccato i livelli minimi assoluti, ha raggiunto anche i 25 miliardi di € l'anno (teorici, vedi Figura 1, linea rossa).

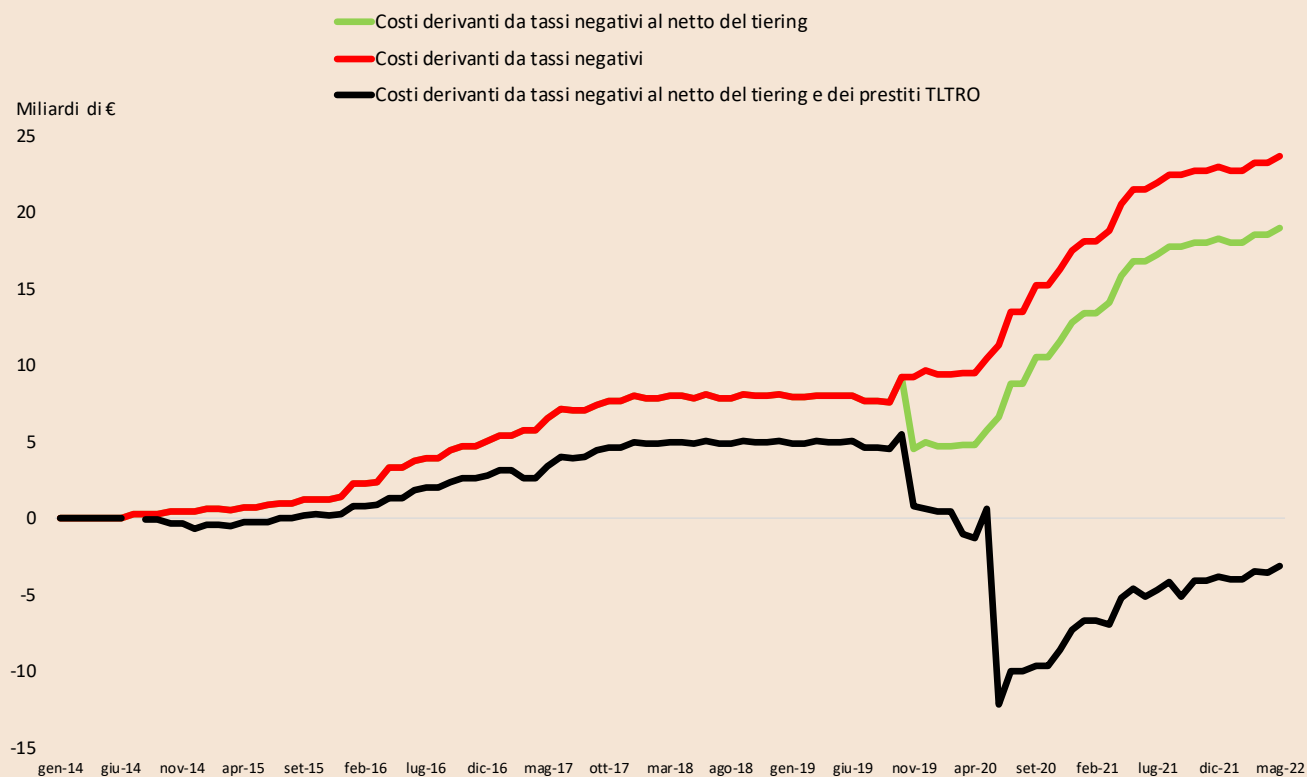
Si tratta di costi potenziali, beninteso: dal 2019 infatti la BCE ha emanato diversi provvedimenti che hanno progressivamente “scudato” le banche dal pagamento di interessi negativi sulle riserve in eccesso sui conti correnti e di deposito delle banche centrali nazionali (BCN).

L'IMPATTO DEI TASSI NEGATIVI È STATO MOLTO CONTENUTO

In primis la BCE ha varato un regime di *tiering* delle riserve bancarie il 1° novembre 2019, con cui un ammontare di riserve pari a 6 volte quella minima obbligatoria detenuto sui conti correnti presso le BCN è stato esentato dal pagamento del tasso dello -0,5%, che invece è rimasto dovuto per le somme in eccesso e per quelle detenute sui conti di deposito. La linea verde in Figura 1 evidenzia in maniera chiara l'impatto permanente della misura, quantificabile intorno ai 4,6 miliardi di € per l'intero Eurosystema.

Figura 1

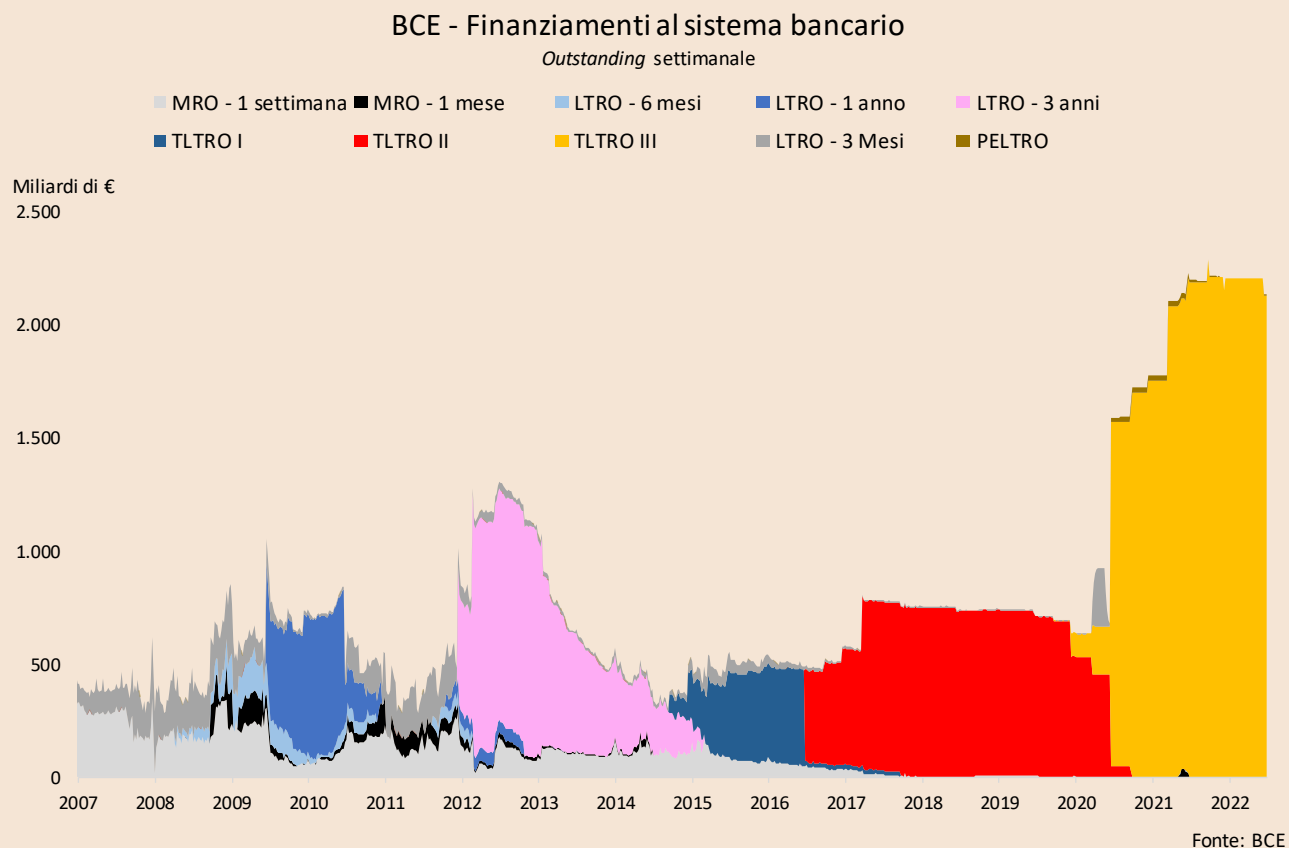
Eurosistema - Costi e ricavi derivanti dalle misure di politica monetaria della BCE



Fonte: BCE

Da fine 2019 inoltre, la BCE ha varato il nuovo programma di prestiti agevolati TLTRO III (*Targeted Long Term Refinancing Operations*), potenziato in misura rilevante da giugno 2020 come contrasto alla crisi pandemica. La domanda del sistema bancario europeo è stata massiccia, ed in breve tempo i TLTRO III sono diventati la forma di finanziamento dominante nella galassia di strumenti utilizzati dalla BCE, con oltre 2.200 miliardi di prestiti di durata triennale e a condizioni estremamente vantaggiose (vedi Figura 2, area arancione).

Figura 2



I PRESTITI A TASSI DUALI

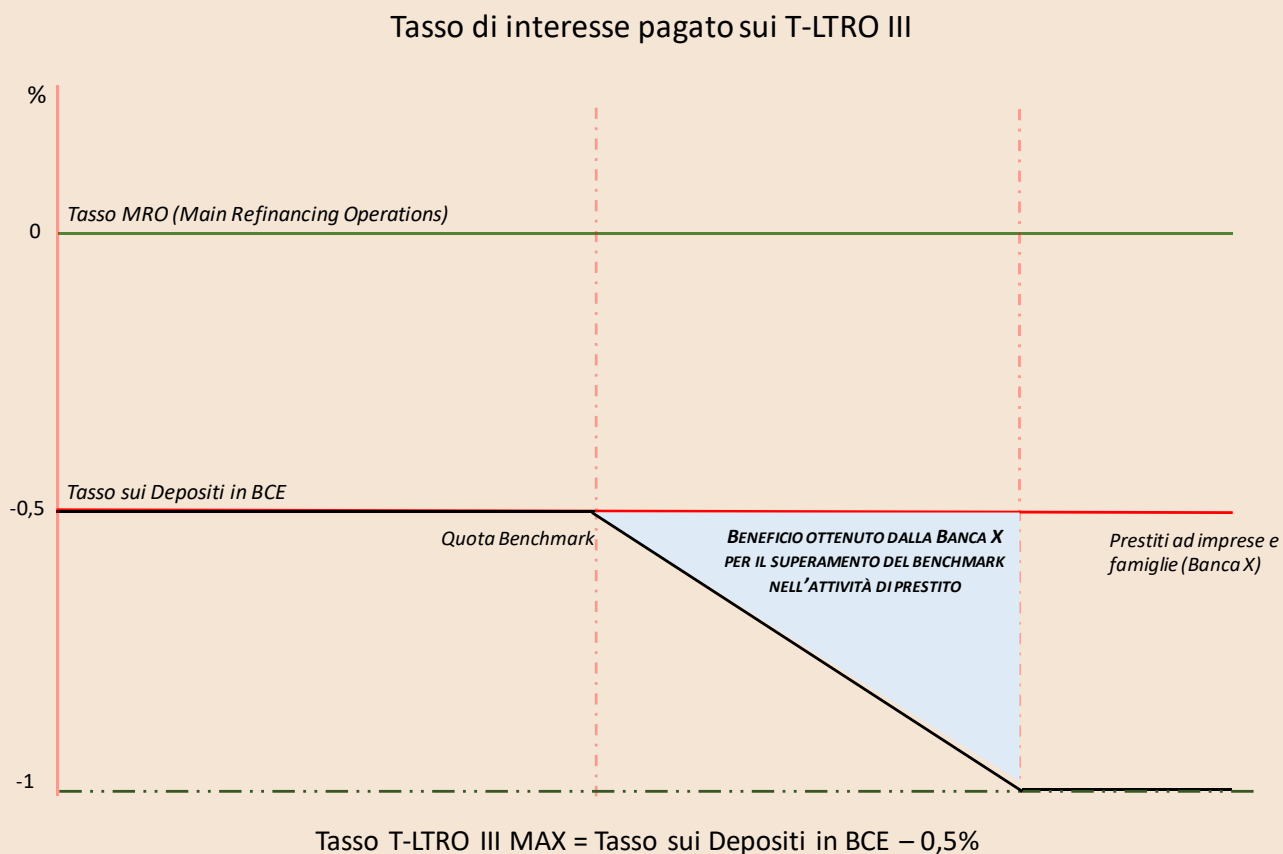
Come funzionano i TLTRO III? In termini accessibili, nell'area Euro prima del *meeting* del 12 marzo 2020 era in vigore un tasso di interesse indifferenziato sia per i depositi delle banche commerciali presso la BCE e sia per i prestiti nei confronti delle banche, pari allo -0,5% (compresi i vecchi prestiti agevolati T-LTRO II di durata quadriennale, area rossa in Figura 2). Il meccanismo prevedeva come base un tasso dello 0%; se gli istituti erogavano credito all'economia reale in quantità tale da superare dei livelli benchmark tarati sulla loro struttura patrimoniale, potevano ottenere di “pagare” (ricevere) un tasso di interesse fino allo -0,5%, un livello pari a quello cui vengono tutt'ora tassati i depositi bancari in BCE.

Questo schema è stato trasformato in un sistema “duale” che ha enormemente amplificato le capacità espansive dei prestiti T-LTRO. Tra il 2020 ed il 2021 i

prestiti T-LTRO III (vedi Figura 3) sono stati erogati a parità di durata e con un plafond maggiore ad un tasso negativo minimo dello -0,5% che è arrivato, in dipendenza dal raggiungimento di livelli *benchmark* di espansione del credito all'economia reale, ad un tasso del -1%. Allo stesso tempo però la BCE non ha ridotto il tasso di deposito della stessa misura ma lo ha lasciato invariato.

In questa maniera le banche hanno ricevuto prestiti al -1%, con la condizionalità di trasferire gran parte di questo beneficio alla clientela, mentre hanno pagato sulle somme depositate in BCE un tasso più basso.

Figura 3



Da un punto di vista di stimolo al credito, il programma TLTRO III è stato un enorme successo: si sono conservati i benefici di uno stimolo espansivo alla crescita del credito e le banche europee hanno guadagnato più di quanto spendessero per via dei tassi negativi.

Tornando ad esaminare la Figura 1, si nota (linea nera) come dall'avvio dei prestiti agevolati, l'effetto netto dell'impatto dei tassi negativi viene completamente ribaltato. In sostanza le banche europee cominciano a guadagnare grazie all'effetto combinato del *tiering* delle riserve e del programma TLTRO III, con un impatto medio che ha oscillato intorno ai 5 miliardi di € l'anno.

PROFITTI EXTRA SENZA RISCHIO: L'IMPATTO PARADOSSALE DEI TASSI DI INTERESSE IN RIALZO

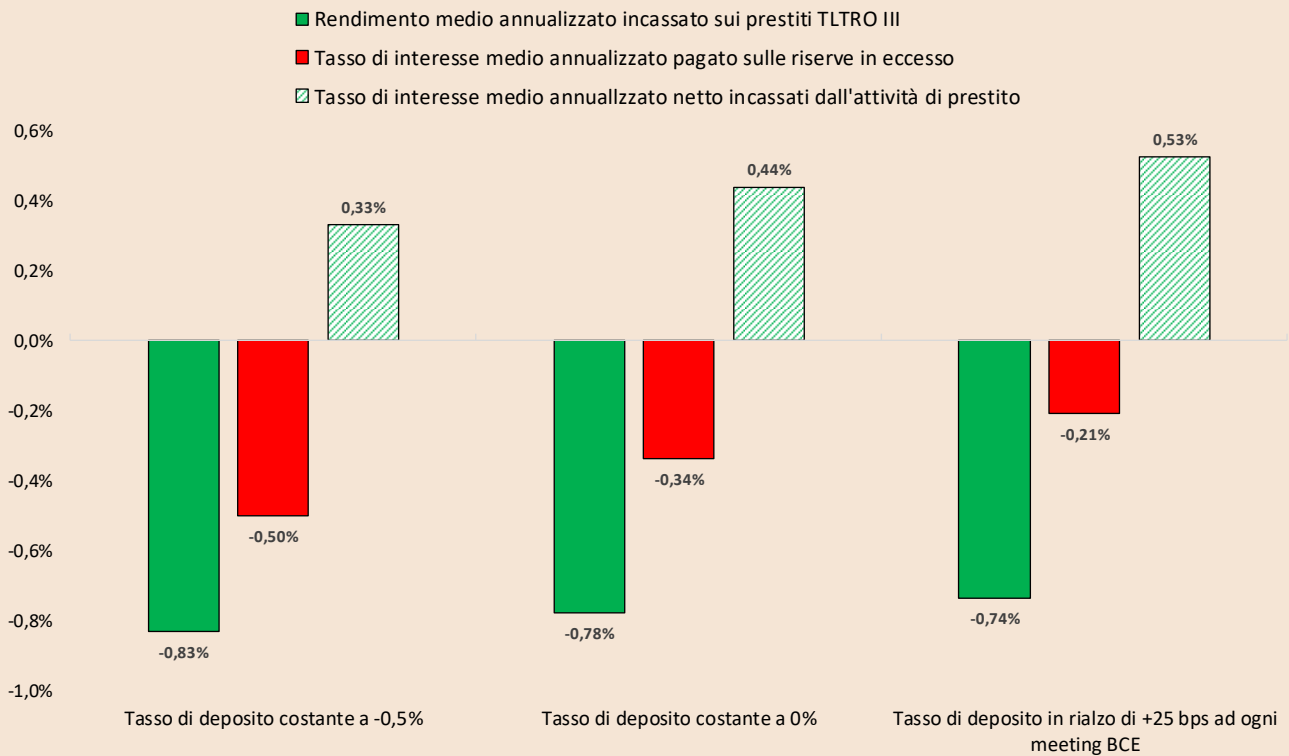
Ma non basta: i benefici per le banche derivanti da queste straordinaria serie di prestiti aumenteranno nel tempo grazie alla progressiva crescita dei tassi di interesse. Se si ipotizza un ciclo di rialzo dei tassi moderato, con incrementi di 25 punti base dei tassi chiave ogni 3 mesi fino al raggiungimento di un tasso di deposito dello 0,75% a giugno 2023, i profitti extra potrebbero raggiungere livelli tra i 10-12 miliardi di €. Paradossalmente, in un ciclo più aggressivo con rialzi anche di 50 punti base ogni 2-3 mesi, i profitti potrebbero lievitare fino a 20 miliardi.

La Figura 4 mostra le stime relative ai tassi di rendimento di un prestito TLTRO III esemplificativo erogato a giugno 2020 e con scadenza 2023, sotto diverse ipotesi di evoluzione dei tassi.

Si nota immediatamente l'effetto descritto in precedenza: in scenari progressivamente più restrittivi con rialzi dei tassi più aggressivi, i prestiti TLTRO III fruttano di più in termini netti (barre verde chiaro). La Figura ci consente di capire anche le ragioni di questo andamento contro-intuitivo: ovviamente gli interessi pagati sui fondi mantenuti in giacenza presso la BCE scendono (barre rosse) per via del rialzo del tasso di deposito. Tuttavia le barre verdi (i rendimenti incassati sui prestiti) scendono molto di meno.

Figura 4

Tassi di interesse pagati e ricevuti dalle banche europee prenditrici di prestiti TLTRO III
Simulazioni per diversi scenari di andamento dei tassi di interesse chiave



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati BCE

Questo fenomeno dipende dalle modalità di calcolo degli interessi ricevuti dalle banche nell'ultimo anno di vita dei prestiti. Se nei primi 2 anni (tra il 2020 ed il 2022) le banche hanno ricevuto il -1%, nell'ultim'anno riceveranno un tasso di interesse inferiore, che però è calcolato come media ponderata lungo tutta la vita del prestito. A conti fatti, ciò implica che i rialzi dei tassi produrranno benefici in pieno per quanto riguarda il pagamento di interessi alla BCE (barre rosse), ma ridurranno solo in maniera marginale i flussi che la BCE paga alle banche (barre verdi).

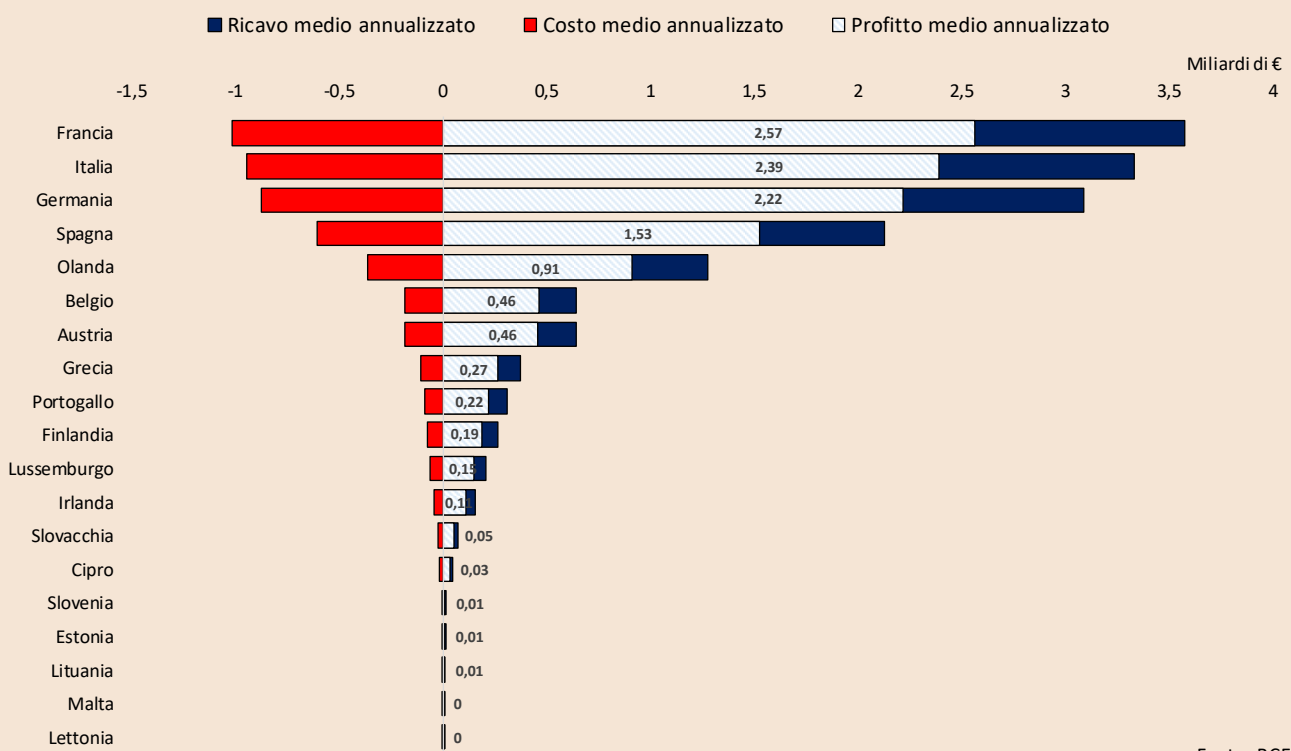
Il rationale dietro questa metodologia di calcolo degli interessi era connesso con la necessità di rendere i prestiti profittabili fino a scadenza, al fine di evitare che le banche si affrettassero a ripagarli anticipatamente, come era successo in passato con il programma VLTRO del 2011-2013 (area rosa in Figura 2). Nel 2013 i rimborsi anticipati provocarono una contrazione delle

riserve bancarie ed un'improvvisa riduzione di liquidità all'interno del sistema economico europeo, aggravando una congiuntura in forte recessione. *Ex post*, con tutta probabilità nessuno si aspettava che i tassi dovessero salire così in fretta né che i profitti privi di rischio potessero raggiungere livelli così significativi.

La Figura 4 scompone ricavi, costi e profitti derivanti dal programma TLTRO III per nazionalità dei sistemi bancari nell'ipotesi standard di incrementi graduali dei tassi di 25 punti base fino a giugno 2023. Non sorprendentemente i sistemi bancari francese ed italiano sono in *pole position* (2,57 e 2,39 miliardi di profitti medi annui rispettivamente) per via dell'elevatissimo *stock* di prestiti nei bilanci bancari (486 miliardi di € per la Francia, 453 per l'Italia), seguiti da Germania e Spagna con 2,22 e 1,53 miliardi.

Figura 5

Prestiti TLTRO III - Ricavi, costi e profitti per le banche prenditrici di fondi
Stima a scadenza del prestito (giugno 2023)

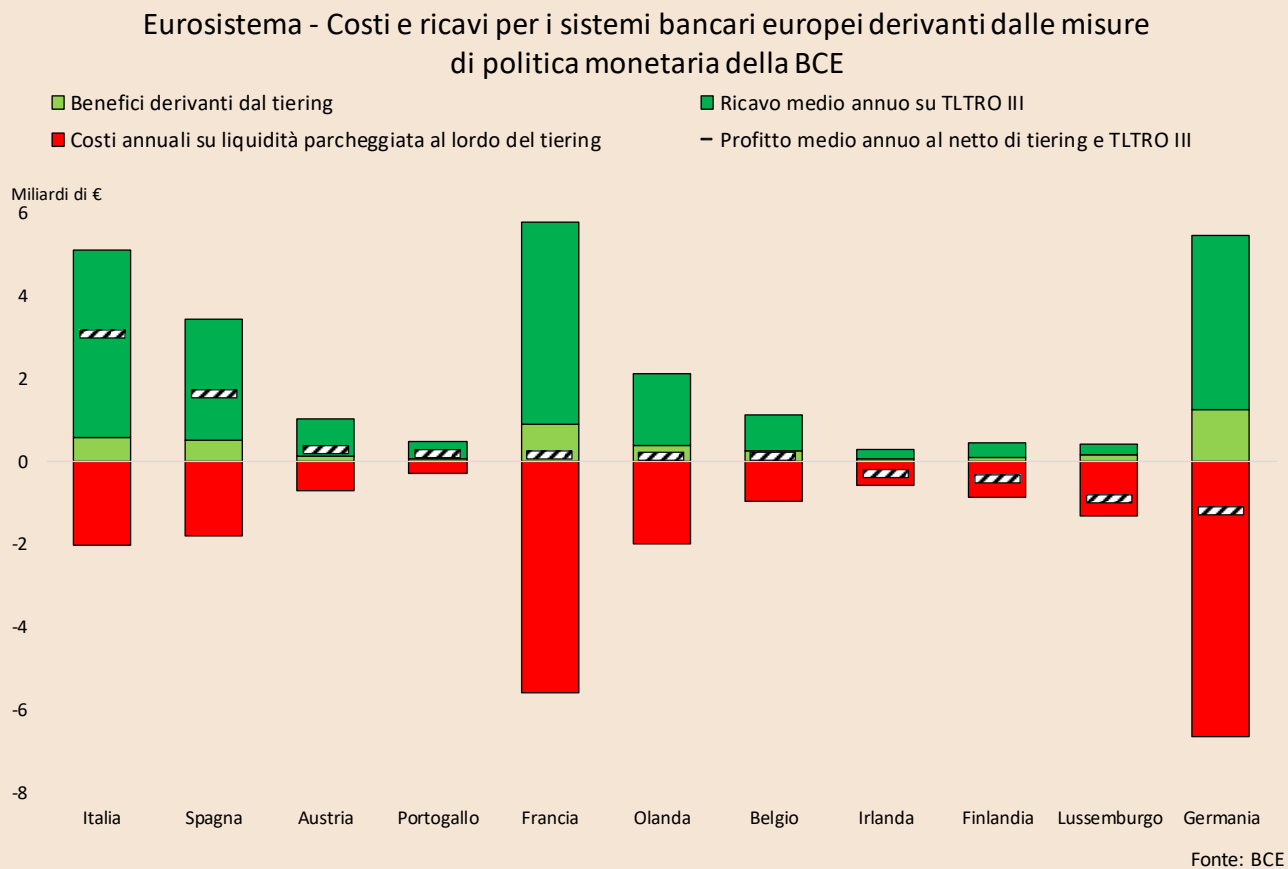


Fonte: BCE

L'IMPATTO COMPLESSIVO DEI TASSI NEGATIVI È ASIMMETRICO SUI SISTEMI BANCARI EUROPEI

Dunque i benefici ci sono stati e sono stati generosi, ma non per tutti: se guardiamo all'impatto complessivo dei tassi di interesse negativi sui bilanci bancari nazionali e delle relative misure di mitigazione della BCE, emergono profonde asimmetrie. In altri termini, se cerchiamo di ottenere uno spaccato dei profitti netti evidenziati dalla linea nera in Figura 1 per nazionalità dei sistemi bancari, scopriamo diverse sorprese (vedi Figura 6).

Figura 6



Si nota subito come il profitto medio annuo al netto del *tiering* e degli impatti dei TLTRO III (barre a strisce) non sia positivo per tutti i sistemi bancari. Anzi per Germania, Lussemburgo, Finlandia (i Paesi *core*) ed Irlanda il risultato netto è negativo. Questo accade principalmente per il peso preponderante dei costi sulla liquidità parcheggiata sui conti correnti e di deposito delle BCN

(barre rosse), che sopravanza i ricavi (rilevanti) derivanti da *tiering* e programma TLTRO III (barre verdi e verde chiaro). Il sistema bancario francese, pur con ricavi record, si ritrova in una posizione neutra per via degli alti costi relativi ai tassi negativi.

A sorpresa, il sistema bancario italiano (e a seguire quello spagnolo) riesce a catturare i maggiori benefici, grazie a delle riserve in eccesso limitate e una forte prevalenza dei ricavi derivanti dal programma TLTRO.

CAMBIARE LE REGOLE IN CORSO D’OPERA? I RISCHI

A fronte di un quadro che vedrebbe le banche beneficiare di interessanti profitti privi di rischio mentre l’economia reale si deteriora, pare che si stia aprendo un fronte anche all’interno della BCE favorevole ad una revisione in corsa delle regole attualmente in vigore.

D’altronde il sistema duale dei tassi di interesse indubbiamente ha implicato un trasferimento di risorse finanziarie dalla BCE al sistema economico. La natura del supporto è stata “quasi” fiscale, perché l’erosione del margine di utile della BCE si è riflessa in minori profitti restituiti ai governi dell’area Euro. Nel 2021 i profitti della banca centrale si sono assestati a 192 milioni di €, in crollo dagli 1,6 miliardi del 2020.

Tuttavia, nel corso della crisi pandemica il supporto è stato giustificato da un’espansione del credito all’economia reale senza precedenti. Nell’attuale contesto invece i trasferimenti al sistema bancario aumenterebbero mentre i costi di finanziamento per imprese e famiglie sono in deciso aumento.

Una possibilità per la BCE potrebbe essere quella di modificare i meccanismi di determinazione degli interessi per rendere indifferente il rimborso del prestito rispetto all’attesa fino alla scadenza. Tuttavia, cambiare le regole strada facendo è una strategia che ha sempre dei costi reputazionali non trascurabili, che potrebbero riflettersi in una minore efficacia di successivi – più importanti – provvedimenti.

Certo, con il graduale aumento dei tassi di interesse (per quanto concesso dalla recessione in arrivo), il problema tornerà sicuramente alla ribalta. Staremo a vedere.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell' Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali