

1 febbraio 2021

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | CREDITO

LA BCE TRA TASSI NEGATIVI E TASSI DUALI: SUSSIDI PER LE BANCHE MA POCO CREDITO IN PIÙ PER L'ECONOMIA

di Marcello Minenna

Son passati più di 6 anni da quando la BCE ha adottato i tassi negativi su una fetta consistente delle proprie passività verso il sistema bancario dell'area euro, ossia i depositi delle banche presso la banca centrale (*deposit facility*) e le riserve in eccesso rispetto al requisito minimo (riserva obbligatoria) alle quali si applicava lo stesso tasso vigente sui depositi.

Il passaggio ad una politica monetaria a tassi negativi (*Negative Interest Rate Policy* o NIRP) è stato uno degli strumenti usati da Francoforte per disincentivare le banche a tenere la liquidità ferma in banca centrale e spronarle a cercare impieghi più proficui, sperabilmente nella forma di un maggiore credito all'economia della nostra area valutaria.

Laddove però questo meccanismo non funzioni adeguatamente, i tassi negativi si traducono per le banche in un onere da sopportare per tenere le proprie disponibilità liquide in BCE che, *coeteris paribus*, è tanto più elevato quanto più negativo è il tasso sui depositi.

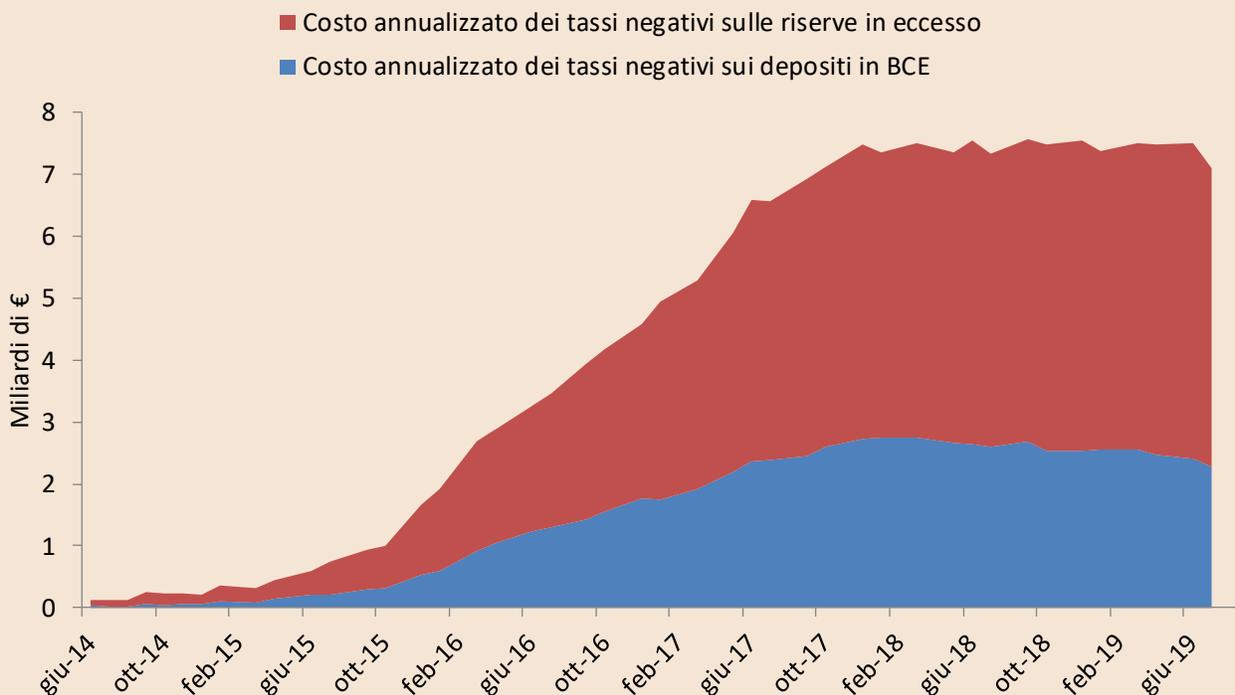
L'AGGRAVIO DI COSTI PER LE BANCHE

Dati alla mano, si osserva che da giugno 2014 (avvio della NIRP) a luglio 2019, il costo lordo dei tassi negativi per i bilanci bancari è cresciuto sensibilmente per l'effetto combinato del progressivo abbassamento del tasso sui depositi e dell'aumento delle disponibilità liquide (depositi e riserve in

eccesso) delle banche presso l'Euro-sistema, sino a stabilizzarsi ben sopra i 7 miliardi di € su base annualizzata (cfr. Figura 1).

Figura 1

Andamento dell'onere dei tassi negativi sui bilanci delle banche dell'area euro



Per mitigare l'aggravio dei costi sopportati dagli istituti a seguito dell'ulteriore decurtazione del tasso di deposito decisa a settembre 2019, la BCE ha contestualmente introdotto un sistema di *tiering* (lett. “multi-livello”) sulle riserve in eccesso, esentando una parte delle stesse – sino a 6 volte l'ammontare delle riserve obbligatorie – dal pagamento del tasso sui depositi delle banche.

Anche gli aggiustamenti apportati nel corso del 2020 al sistema di tassi duali sul terzo programma di prestiti mirati alle banche (T-LTRO III) hanno contribuito non poco ad alleviare l'onere della NIRP per il sistema bancario oltre che a tenere sotto controllo la crisi di liquidità scatenata dalla pandemia.

Tralasciando i dettagli tecnici, a seguito delle modifiche dello scorso anno le banche possono sottoscrivere i T-LTRO III a un tasso massimo del -0,5% (50 punti base sotto il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali) che scende agevolmente al -1% (50 punti base sotto il tasso sui depositi) alla sola condizione di non tagliare i prestiti netti all'economia. Inoltre, questo nuovo assetto si applica a *tutti* i prestiti T-LTRO III in essere, inclusi quelli accesi nel 2019.

Nello scenario meno conveniente (tasso del -0,5%), di fatto le banche vedono azzerato il costo delle riserve in eccesso che non siano già esenti per via del *tiering* e possono conseguire un profitto da arbitraggio di 50 punti base su quelle esenti. Se poi – come probabile – mantengono inalterati i prestiti a imprese e famiglie (esclusi i mutui immobiliari), possono addirittura accedere al tasso minimo dei T-LTRO (-1%) e, quindi, lucrare un profitto da arbitraggio di 100 punti base sulle riserve in eccesso già coperte dal *tiering* e di 50 punti base su quelle non esenti.

GLI EFFETTI SUI BILANCI DELLE BANCHE

Non stupisce dunque che – come [già osservato](#) qualche mese fa – le misure sin qui riassunte abbiano contribuito a modificare sensibilmente la morfologia dei bilanci delle banche dell'Eurozona con un boom delle riserve in eccesso sul fronte degli attivi ed uno dei finanziamenti a lunga scadenza (T-LTRO, LTRO e PELTRO, ossia i prestiti non vincolati legati all'emergenza Covid-19) dal lato dei passivi.

Tra dicembre 2019 e dicembre 2020, le riserve in eccesso sono cresciute di 1289 miliardi di € (+84%) e, in parallelo, il controvalore delle operazioni di rifinanziamento a lunga scadenza – con una crescente incidenza dei T-LTRO III – è aumentato di oltre 1150 miliardi di € (+188%, l'ultimo dato, relativo al mese di dicembre 2020, non è ancora pubblico).

Nel corso del 2020 le due grandezze si sono evolute in modo sostanzialmente speculare, suggerendo l'ipotesi di un lento *pass through* dei prestiti T-LTRO III

all'economia reale. Verosimilmente il drammatico deterioramento del quadro economico-finanziario a seguito dei prolungati e ripetuti *lockdown* ha fatto crescere l'avversione al rischio degli intermediari portandoli a preferire il mantenimento di elevate disponibilità liquide in banca centrale all'erogazione di credito a famiglie e imprese.

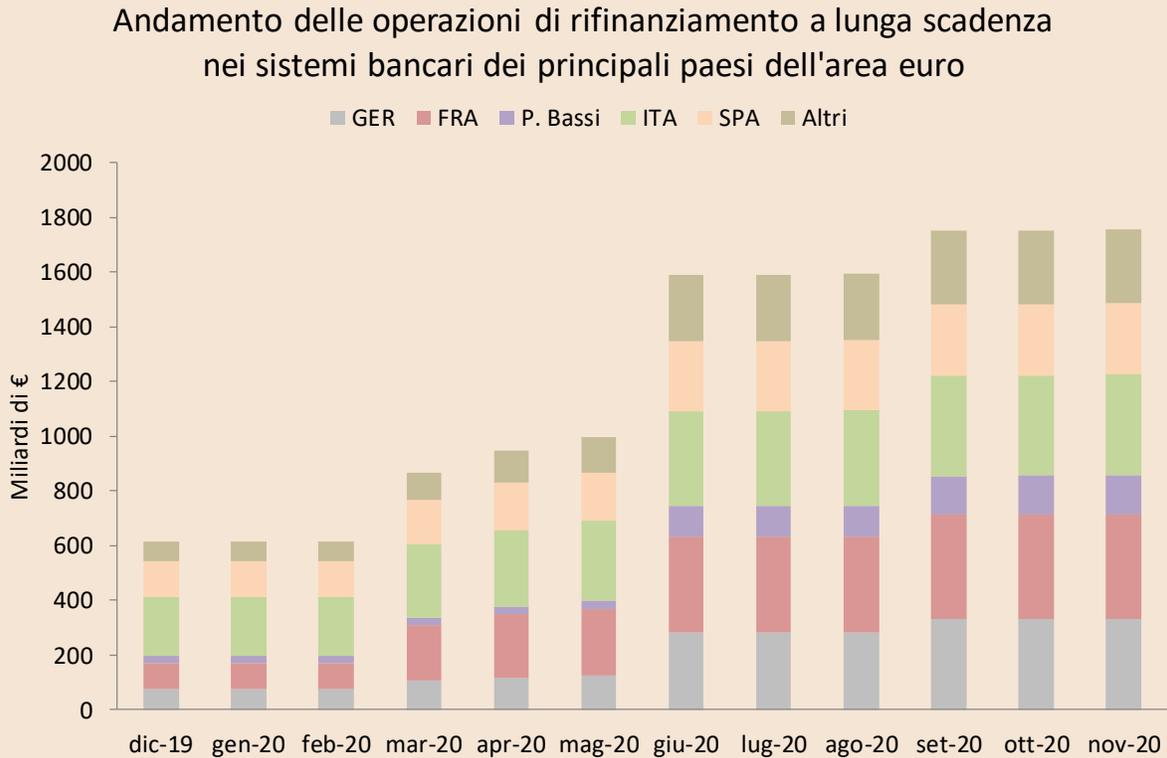
In relazione alle riserve in eccesso, va evidenziato come la gran parte dell'incremento intervenuto nel 2020 sia attribuibile a quelle non esenti, sulle quali le banche devono pagare un interesse dello 0,5%. A dicembre 2020 esse rappresentavano infatti circa il 70% del totale delle riserve in eccesso contro il 49% di un anno prima. Questo ribilanciamento appare strettamente connesso a quanto detto sopra circa i profitti da arbitraggio consentiti dalla revisione dei tassi applicati sui prestiti T-LTRO III.

RISERVE IN ECCESSO

La crescita delle riserve in eccesso è avvenuta in modo abbastanza uniforme tra i principali paesi dell'Eurozona. A fare la parte del leone sono state le banche franco-tedesche che cubano stabilmente intorno al 55% delle riserve in eccesso dell'intero sistema bancario della nostra area valutaria. Al terzo posto si collocano i Paesi Bassi (sebbene siano solo quinti nell'Eurozona per totale degli attivi bancari), seguiti nell'ordine dall'Italia e dalla Spagna.

Una situazione analoga si osserva in termini di adesione alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine presso l'Euro-sistema. In questo caso, tuttavia, va rilevato che nel corso del 2020 le banche dei paesi *core* (Germania, Francia e Paesi Bassi) hanno progressivamente accresciuto la propria quota dei prestiti BCE a lunga scadenza. Le banche dei principali paesi periferici (Italia e Spagna) hanno aumentato in termini assoluti la propria partecipazione a queste operazioni, ma in misura meno aggressiva, col risultato di veder calare significativamente la quota da loro assorbita sul totale allocato (cfr. Figura 2).

Figura 2



Dalla Figura 2 emerge inoltre come i maggiori incrementi nello stock di operazioni di rifinanziamento a lungo termine si siano registrati con frequenza trimestrale in corrispondenza delle aste dei T-LTRO.

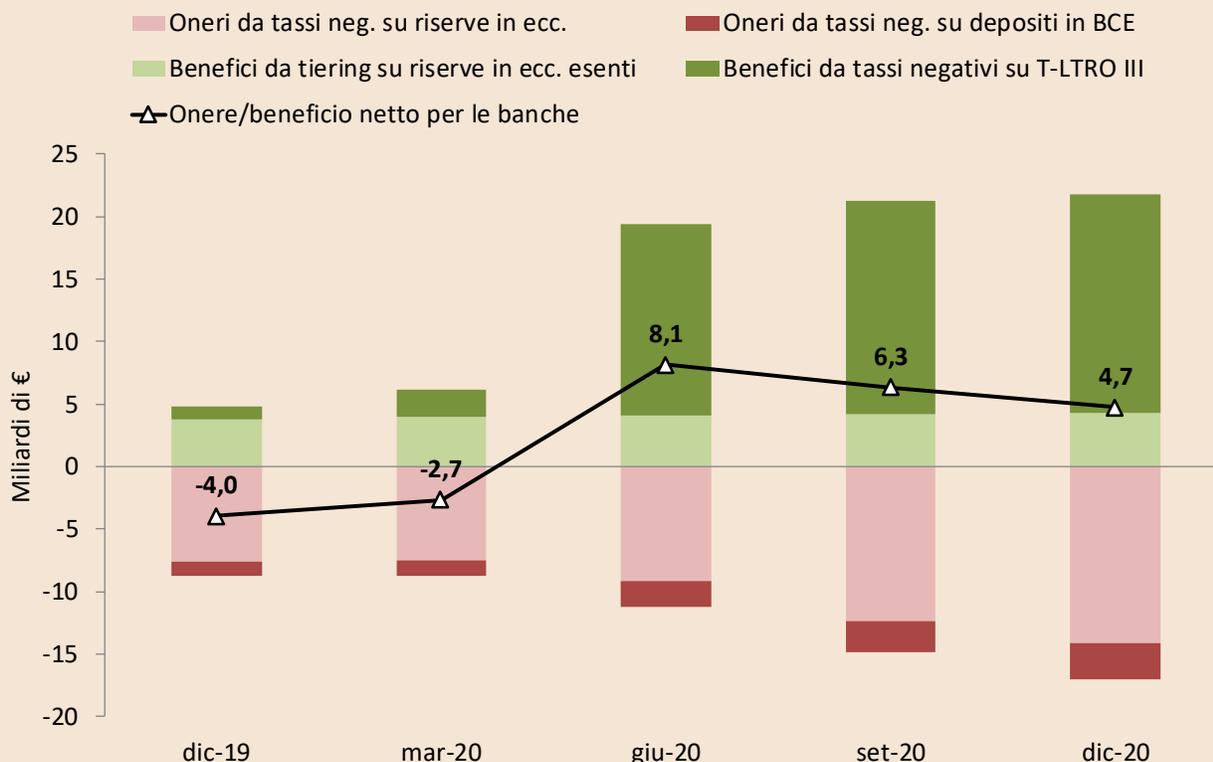
Attraverso semplici elaborazioni numeriche si può ottenere una stima ragionevole del profitto massimo conseguibile (e, verosimilmente, conseguito) dalle banche dell'area euro per effetto dei sussidi “quasi-fiscali” elargiti dall'Euro-sistema tramite il *tiering* sulle riserve in eccesso e i tassi duali sui T-LTRO III nella loro attuale conformazione. Tale profitto è progressivamente aumentato nel corso del 2020 per via della significativa adesione degli istituti di credito ai prestiti T-LTRO III che – soprattutto grazie al successo dell'asta dello scorso giugno – hanno infatti scalzato il *tiering* come principale strumento di mitigazione della politica monetaria a tassi negativi.

Rapportando la stima dei valori massimi di questi benefici all'onere lordo dei tassi negativi sui bilanci bancari durante lo stesso periodo di osservazione (cfr. Figura 3), si scopre – come acutamente osservato da Frederik Ducrozet, esperto di mercati finanziari e attento osservatore della BCE – che nel 2020

tiering e T-LTRO III hanno più che compensato il costo sostenuto dalle banche a causa della NIRP.

Figura 3

Stima degli oneri da tassi negativi e dei benefici massimi potenziali da *tiering* e T-LTRO III per le banche dell'area euro (dati annualizzati)



Il sorpasso si è verificato già a marzo dello scorso anno (in corrispondenza dell'asta T-LTRO di quel mese), per poi toccare il picco a giugno 2020, quando la sottoscrizione massiccia di nuovi T-LTRO netti per oltre 900 miliardi di € ha fatto balzare il beneficio netto complessivo per le banche sopra gli 8 miliardi di € su base annualizzata. Nella seconda metà del 2020, tale beneficio si è ridotto rimanendo comunque significativo e attestandosi intorno ai 4,7 miliardi di € nel mese di dicembre sempre su base annualizzata.

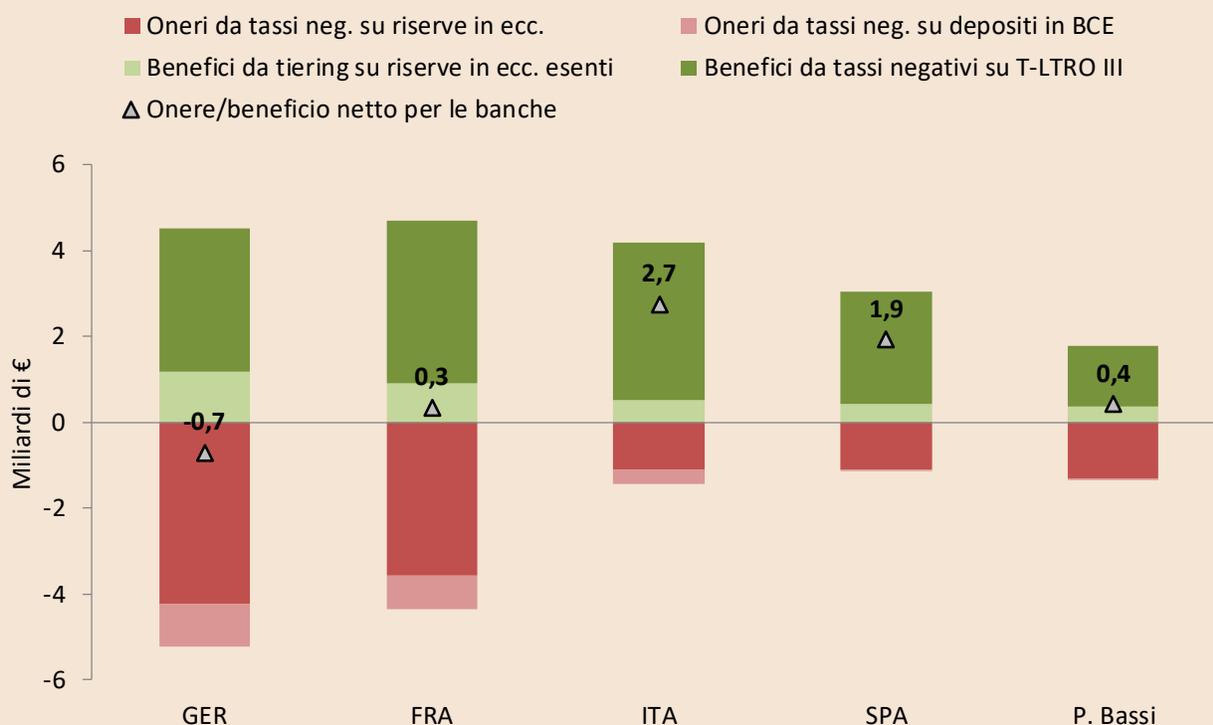
Concentrandosi su quest'ultima data (dicembre 2020) è interessante approfondire come i costi dei tassi negativi e i sussidi "quasi-fiscali" di *tiering* e T-LTRO III impattino sui principali sistemi bancari nazionali della nostra area valutaria, ferme restando le ipotesi di stima applicate sinora.

Una prima considerazione è che le banche franco-tedesche – anche per ragioni dimensionali – sono le più colpite dai costi della politica dei tassi negativi implementata dalla BCE, ma al contempo sono anche quelle che verosimilmente hanno conseguito i maggiori benefici lordi dalle iniziative di *tiering* e dai tassi agevolati del terzo programma T-LTRO. In termini netti (cfr. Figura 4), a fine 2020, le banche francesi potrebbero aver realizzato 0,3 miliardi di € su base annualizzata mentre per quelle tedesche l'onere netto potrebbe essere stato di soli 0,7 miliardi.

Figura 4

Stima degli oneri da tassi negativi e dei benefici massimi potenziali da *tiering* e T-LTRO III per i sistemi bancari dei principali paesi dell'area euro: Dicembre 2020

(dati annualizzati)



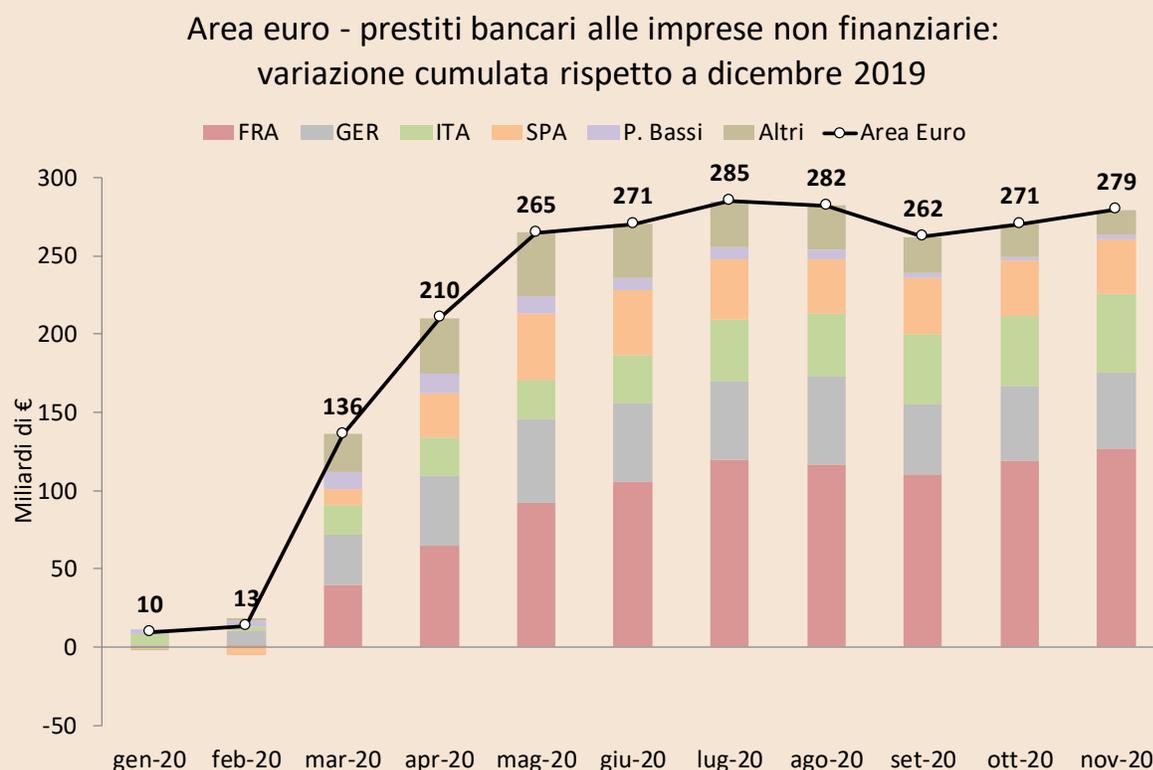
QUALI EFFETTI PER LE BANCHE ITALIANE

Il sistema bancario italiano ha usufruito meno dei sussidi elargiti dall'Euro-sistema con *tiering* e T-LTRO III; tuttavia, grazie alla dimensione relativamente limitata dei depositi in BCE e delle riserve in eccesso gravate dai tassi negativi,

le nostre banche potrebbero aver chiuso il 2020 con un beneficio netto fino a 2,7 miliardi di €. Si tratta del valore più alto tra quelli dei paesi qui esaminati, seguito da quello relativo agli istituti di credito spagnoli (circa € 1,9 miliardi) anche questi favoriti dall'esposizione relativamente scarsa ai costi della NIRP.

Nonostante i generosi sussidi messi a disposizione dall'Euro-sistema e il notevole successo del terzo programma T-LTRO, solo una quota relativamente contenuta di questa liquidità è affluita dalle banche al settore privato non finanziario. Nei primi 11 mesi del 2020, i prestiti bancari alle imprese non finanziarie sono aumentati complessivamente di soli € 279 miliardi (cfr. Figura 5), corrispondenti a un incremento di appena il 6,1% rispetto al livello registrato a fine 2019. La gran parte di questo incremento si è concretizzata tra marzo e giugno 2020, mentre tra luglio e novembre il livello del credito bancario al settore *corporate* si è sostanzialmente stabilizzato intorno ai 4845 miliardi di €.

Figura 5



Le banche francesi sono state senza dubbio le più generose nell'erogazione di nuovi finanziamenti alle imprese, arrivando a rappresentare da sole il 45% dell'intero ammontare dei maggiori prestiti accordati all'interno della nostra area valutaria. Al secondo posto si posizionano, praticamente *ex aequo*, gli istituti di credito tedeschi e italiani, seguiti da quelli spagnoli e, quindi, da quelli olandesi.

POCHI TRASFERIMENTI ALL'ECONOMIA REALE

Tenuto conto che, per effetto delle sole aste di marzo, giugno e settembre 2020, lo stock di prestiti T-LTRO lordi è aumentato di oltre 1100 miliardi di €, si può concludere che sinora meno di 1/3 di questa liquidità addizionale del sistema bancario è stato trasferito all'economia reale. Appare quindi confermata l'ipotesi di un lento *pass through* degli interventi della BCE al settore non finanziario, sintomo di un'elevata cautela delle banche a fronte del rischio di un deterioramento nella qualità del loro portafoglio prestiti.

I dati dell'EBA (l'Autorità Bancaria Europea) indicano che, nonostante la recessione dovuta alla pandemia, nel 2020 l'incidenza dei prestiti non *performing* (NPL) sul totale dei prestiti non è aumentata significativamente, anche grazie a una serie di provvedimenti presi a livello europeo e nazionale, tra cui le garanzie pubbliche sui prestiti alle imprese. Tuttavia, in molti si attendono un aumento notevole dei NPL già da quest'anno, motivo per cui le banche stanno cominciando a irrigidire gli standard di erogazione del credito come risulta dall'ultima *lending survey* della BCE.

In queste condizioni, nuovi interventi di Francoforte per alleviare ulteriormente i costi della politica monetaria a tassi negativi – ad es. ulteriori tagli ai tassi sui T-LTRO o ampliamento della quota di riserve in eccesso esenti dal tasso di deposito – possono essere utili nella prospettiva di supportare la profittabilità delle banche mentre sembra più controverso capire se avrebbero effettivamente successo nell'aumentare i prestiti a imprese e famiglie.

Per riattivare il canale del credito bancario all'economia in un momento così difficile servirebbero più probabilmente interventi di sistema a livello sovranazionale, come ad es. la creazione di una *bad bank* Europea in cui far confluire il prevedibile eccesso di esposizioni deteriorate che altrimenti graverebbero sui bilanci bancari. Il tempo di portare questi temi al centro dell'agenda Europea è ormai molto vicino.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli
@MarcelloMinenna
Le opinioni espresse sono strettamente personali