

19 settembre 2022

Il Sole **24 ORE**

I TASSI DI INTERESSE SOPRA LO ZERO: STRAVOLGIMENTI E NUOVI EQUILIBRI PER BANCHE E GOVERNI

di Marcello Minenna

In poco più di 2 mesi la Banca Centrale Europea (BCE) ha innalzato i tassi di interesse di riferimento di 125 punti base, stravolgendo il contesto a tassi negativi in cui il sistema finanziario europeo si era abituato ad operare per oltre 8 anni. Considerata la prospettiva di ulteriori consistenti rialzi nel breve termine, banche e governi dovranno riadattarsi rapidamente al ripristino di relazioni tipiche della finanza tradizionale, che erano venute meno nel quadro monetario straordinario dell'ultimo decennio: 1) la liquidità torna a fruttare interessi; 2) le posizioni debitorie tornano a generare interessi passivi in misura non più trascurabile.

L'impatto di questa "controrivoluzione" monetaria è ad ampio spettro e trasversale a tutto il sistema finanziario. Analizziamo gli aspetti più significativi.

IL RIEQUILIBRIO DEI FLUSSI FINANZIARI VERSO I SISTEMI BANCARI *CORE*

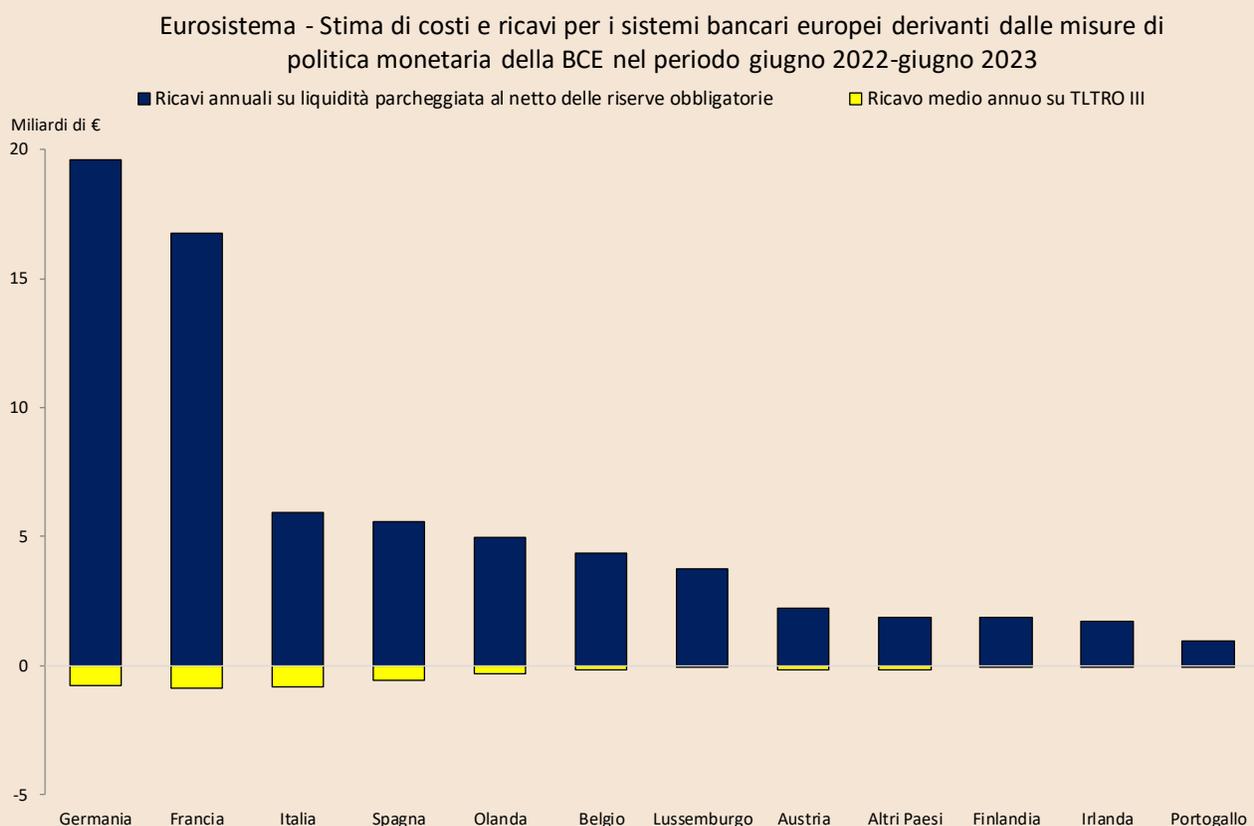
Dal 2014, i tassi negativi hanno prodotto costi per le banche europee che detenevano presso la BCE riserve bancarie in eccesso al netto delle riserve obbligatorie, incentivando conti correnti e di deposito snelli. Nei momenti di picco della crisi pandemica del 2020-2021 in cui i tassi di interesse hanno toccato i livelli minimi assoluti, i costi potenziali hanno raggiunto anche i 25 miliardi di € l'anno.

Le grandi banche tedesche e francesi sono state in prima analisi le più penalizzate: a maggio 2022 i costi stimati erano pari a 6,7 miliardi e 5,6 miliardi

di € annui rispettivamente. Certo, queste cifre vanno ponderate al lordo dei provvedimenti di *tiering* che dal 2019 hanno progressivamente “scudato” gli istituti dal pagamento di interessi negativi sulle riserve in eccesso sui conti correnti delle banche centrali nazionali (BCN).

Da settembre 2022 il *tiering* è stato accantonato e le ampie riserve di liquidità detenute dalle banche dei Paesi *core* torneranno a produrre significativi interessi attivi, ribaltando la situazione osservata solo pochi mesi fa (vedi Figura 1, barre blu). Ipotizzando un percorso di normalizzazione dei tassi che porti il *deposit rate* al 3% entro il 2023, nel prossimo anno le banche tedesche incasserebbero € 19,9 miliardi di interessi dalle proprie riserve in eccesso - per le quali è già partito il trasferimento sui conti fruttiferi di deposito - quelle francesi € 16,8 miliardi. A distanza, i sistemi bancari italiano e spagnolo sarebbero destinatari di circa € 5 miliardi cadauno.

Figura 1



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati BCE

L'entità dei flussi in entrata/uscita dunque aumenta per la sola crescita del tasso di interesse nominale, rendendo l'impatto dei prestiti agevolati a tasso negativo TLTRO III (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) sulla profittabilità quasi trascurabile.

Accedendo a questi prestiti triennali nel 2020 le banche hanno ricevuto interessi pari al -1%, con la condizionalità di trasferire gran parte di questo beneficio alla clientela, mentre hanno pagato un tasso più basso (-0,5%) sulle somme depositate in BCE. Tra giugno 2020 e giugno 2022, le banche italiane hanno beneficiato di un trasferimento *bonus* di 9 miliardi di € su un controvalore di prestiti per oltre 450 miliardi, quelle spagnole di 3,8 miliardi.

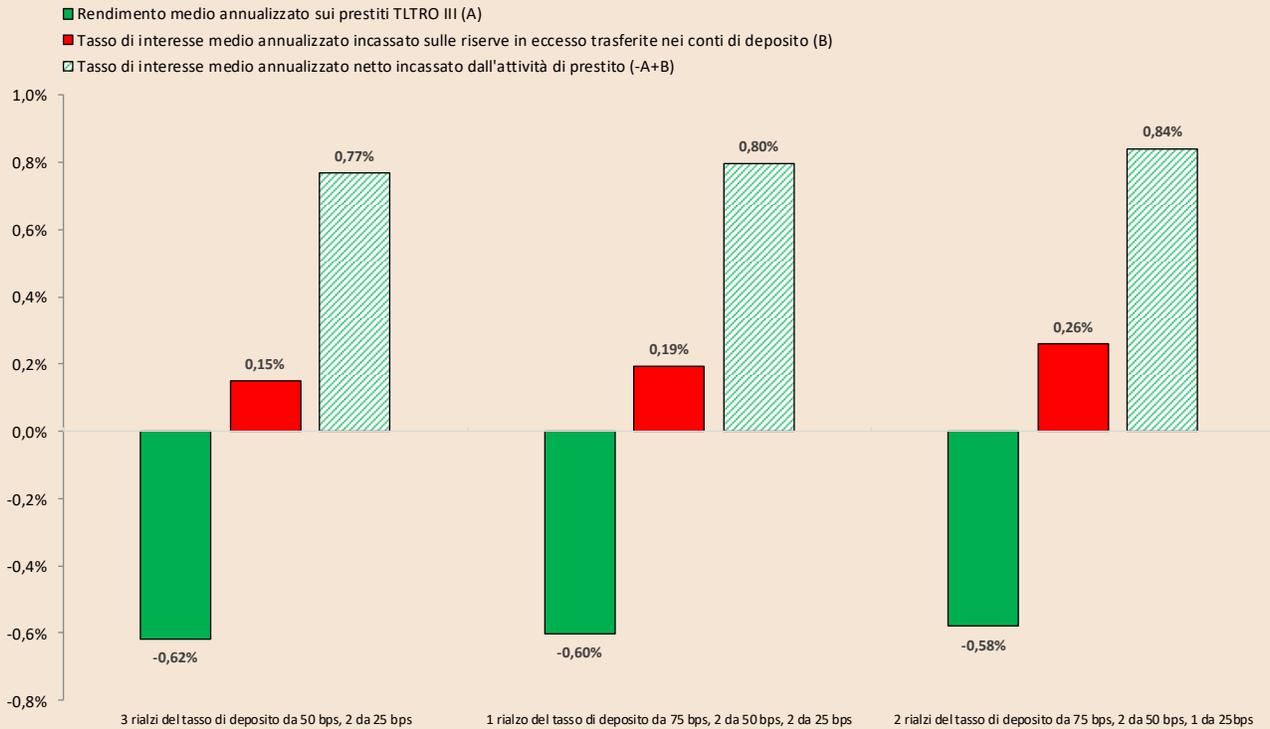
Il tasso del -1% non era però fisso, bensì ancorato al livello corrente del tasso di deposito in BCE. Di conseguenza, durante la vita residua di questi prestiti (circa 9 mesi) i flussi degli interessi si invertiranno. Le banche europee torneranno a pagare interessi passivi sui TLTRO (barre gialle in territorio negativo in Figura 1), anche se ad un tasso relativamente più basso del valore medio stimato per il tasso di deposito (intorno ai 20 punti base nei vari scenari simulati), per via della modalità di calcolo degli interessi che prevede di considerare la media ponderata lungo tutta la vita del prestito.

Questo dettaglio tecnico, che pare ininfluenza, produce degli effetti piuttosto interessanti sulla profittabilità delle banche se si ipotizzano scenari progressivamente più restrittivi, con rialzi dei tassi più aggressivi (vedi Figura 2).

I prestiti TLTRO III fruttano di più in termini netti (barre verde chiaro) all'inasprirsi della politica monetaria. La Figura ci consente di capire anche le ragioni di questo andamento contro-intuitivo: le barre verdi (i rendimenti incassati complessivamente lungo tutta la vita dei prestiti) scendono al crescere dei tassi, ma molto lentamente. Invece gli interessi incassati sui fondi mantenuti in giacenza presso la BCE aumentano rapidamente (barre rosse), grazie al rialzo del tasso di deposito.

Figura 2

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 lungo tutta la vita del prestito



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati BCE

L'effetto netto è pertanto positivo; ovviamente questo fenomeno incentiverà il mantenimento dei prestiti fino a scadenza. D'altronde questo era il fine esplicito della diversa modalità di calcolo degli interessi prevista dalla BCE, nella prospettiva di evitare che le banche si affrettassero a ripagare i prestiti anticipatamente. In passato ciò era successo con il programma V-LTRO del 2011-2013 che aveva ridotto improvvisamente la liquidità in circolo nel sistema finanziario mentre si dispiegava una dura recessione sul continente.

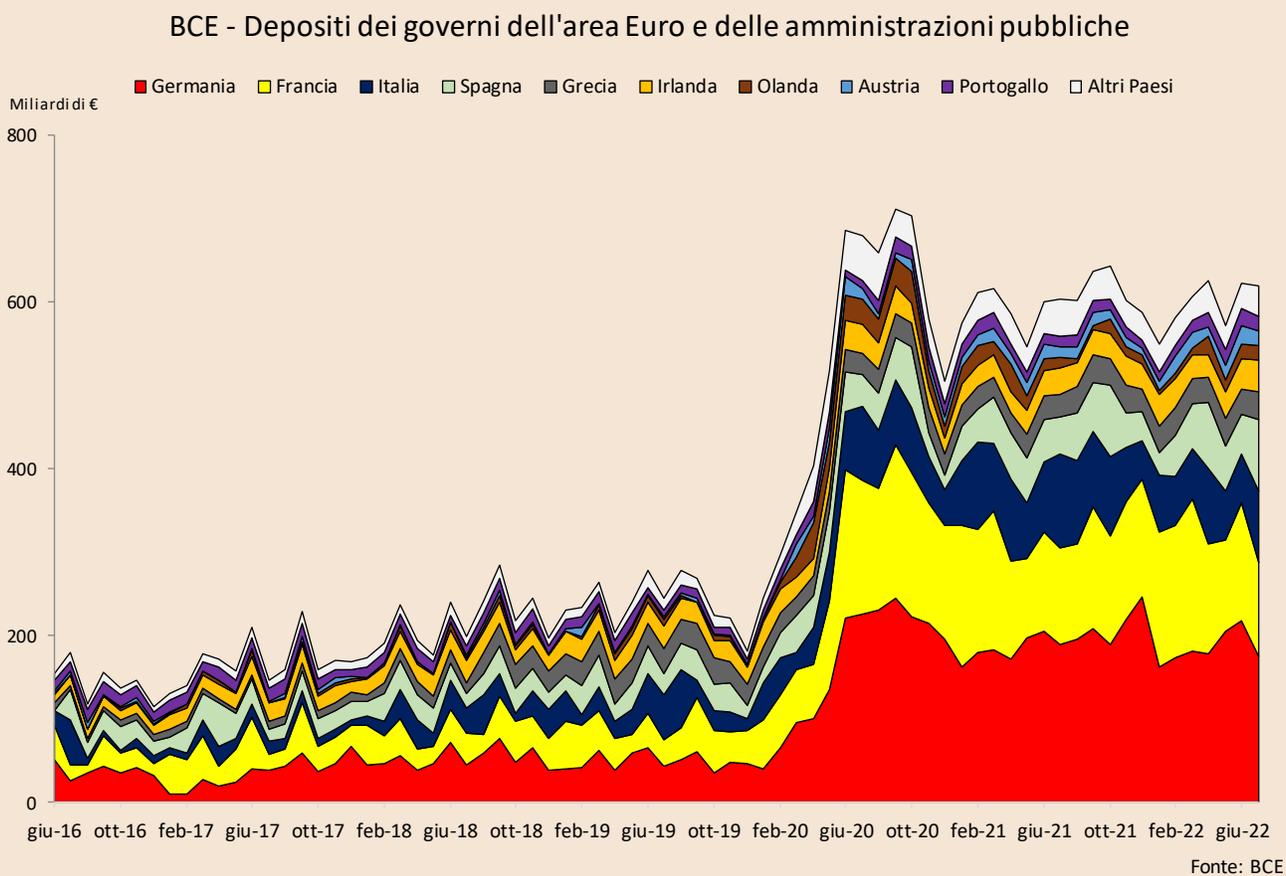
L'IPERTROFIA DEI DEPOSITI DI LIQUIDITÀ GOVERNATIVI E LA SCARSITÀ DI COLLATERALE SUL MERCATO

L'eccezionale ondata di liquidità che ha investito il sistema finanziario europeo durante la crisi pandemica del 2020 ha lasciato strascichi che sono ancora visibili all'interno del bilancio della banca centrale. In particolare, i depositi

delle amministrazioni pubbliche sono triplicati ed il loro livello non è mai tornato ai livelli osservati storicamente (vedi Figura 3).

In tempi normali, questi depositi sono una posta operativa ed il loro controvalore è in genere a livelli minimi, con occasionali picchi di carattere transitorio o stagionale che possono dipendere dal collocamento di rilevanti quantità di titoli o dal prelievo temporaneo di liquidità, ad esempio a fronte di spese di emergenza sostenute dal settore pubblico.

Figura 3



L'eccezionale quantità di debito emesso tra il 2020 ed il 2021 in risposta alle necessità imposte dalla pandemia ha fatto innalzare ovviamente il livello dei depositi, in maniera proporzionale agli *stock* di debito emessi dai vari Paesi. La BCE aveva fissato un tetto dello 0% ai rendimenti di queste poste, che era ancorato al tasso di deposito, a causa del divieto di *monetary financing* ai governi. Ovviamente, in un mondo a tassi negativi, la liquidità parcheggiata in banca

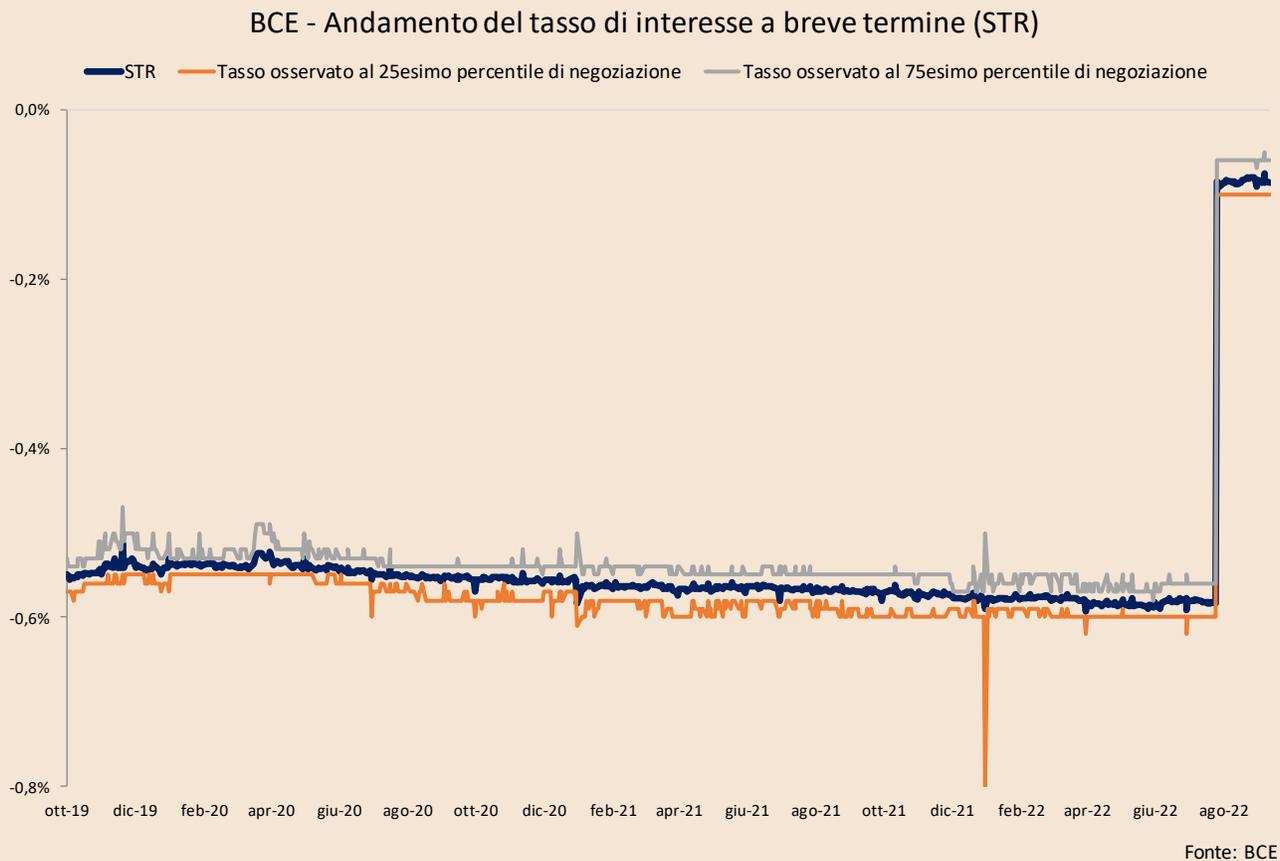
centrale produceva automaticamente dei costi; teoricamente dunque le tesorerie dei vari governi avrebbero dovuto rimettere la liquidità in circolo, tipicamente attraverso delle operazioni di *repo*, prestando cioè liquidità alle banche in cambio di titoli governativi posti a collaterale.

De facto, dati gli elevati livelli di liquidità a disposizione delle banche i tassi *repo* erano ancora più negativi di quello di deposito. Pertanto c'era scarso incentivo da ambo le parti ad avviare questo genere di operazioni ed il controvalore di queste poste non si è più normalizzato.

Durante il 2022, il contesto è rapidamente cambiato a causa della crisi energetica: la domanda di titoli governativi è salita vertiginosamente. Questo è accaduto perché sul mercato dell'energia è cresciuta la richiesta di collaterale relativa ai contratti derivati di copertura, accesi dagli operatori per proteggersi dalle variazioni improvvise dei prezzi dei prodotti energetici. In altri termini, più la volatilità dell'energia sale, più crescono i rischi delle operazioni di copertura e di conseguenza aumentano le richieste di garanzie da parte delle casse di compensazione.

Con i tassi di interesse in territorio positivo ed in decisa risalita (vedi Figura 4), se il tasso di remunerazione dei depositi governativi fosse rimasto ancorato allo 0%, le tesorerie dei governi avrebbero avuto un incentivo sempre maggiore ad effettuare *repo* per ridurre il costo-opportunità delle proprie riserve. In sostanza, alla forte domanda di titoli governativi del mercato si sarebbe aggiunta quella delle tesorerie, esacerbando il problema di scarsità del collaterale.

Figura 4



Nell *meeting* del 8 settembre u.s. la BCE ha temporaneamente eliminato il *cap* alle remunerazioni dei depositi delle amministrazioni pubbliche, che ora sono allineate al tasso di deposito; questo sterilizza l'incentivo alla rapida riduzione dei livelli e riduce la scarsità di collaterale.

Si tratta ovviamente di un palliativo che non interviene sulle cause sottostanti al problema e sarà difficilmente prolungabile nel tempo senza incontrare forti resistenze da parte dei Paesi più sensibili al tema del *monetary financing*.

I COSTI POTENZIALI DEI SALDI NEGATIVI TARGET2 DIVENTANO TANGIBILI

La nuova realtà dei tassi di interesse positivi entra di prepotenza anche nel dibattito – mai sopito – intorno ai saldi Target2. Il saldo Target2 (T2) è una posta contabile nel bilancio delle BCN ed è una cartina di tornasole dei

movimenti complessivi di capitale da e verso l'estero. Ad agosto 2022 la Banca d'Italia contabilizzava il valore record di 658 miliardi di € a debito nei confronti delle altre BCN appartenenti all'Eurosistema, a seguito di transazioni degli operatori finanziari nazionali.

I debiti/crediti T2 non hanno scadenza predefinita e sono remunerati al tasso MRO (*Main Refinancing Rate*). In sostanza gli interessi pagati dalle BCN dei Paesi con saldo netto negativo vengono redistribuiti dalla BCE alle BCN con saldo netto positivo. Dopo un lungo periodo a livelli molto bassi, il tasso MRO è stato fermo allo 0% dal 2016, rafforzando la percezione dei saldi T2 come di poste puramente contabili che non producono effetti finanziari tangibili.

La realtà non è così semplice. Il punto chiave è che nei periodi in cui il tasso MRO è stato a livelli significativamente diversi da 0 (fino al 2008), i saldi T2 erano uniformemente vicini alla parità. Di conseguenza, l'entità e la distribuzione degli interessi maturati sui saldi T2 in ogni caso non avevano dimensione rilevante.

A partire dallo scorso 27 luglio il tasso MRO è tornato sopra lo 0% ed ora è a quota 1,25% con prospettive di un rialzo consistente nei prossimi mesi. Questo implica che per la prima volta si sperimenteranno le conseguenze di uno scenario caratterizzato da tassi in rialzo e saldi netti T2 record.

Ad una prima analisi, non si tratta di cifre simboliche. Ipotizzando un saldo T2 costante per gli ultimi 3 mesi del 2022 (ipotesi conservativa a fronte di saldi in stabile divergenza, vedi Figura 5), per il solo 2022 la transizione a tassi di interesse positivi costerà all'Italia almeno 3,73 miliardi di € di interessi; poco meno (3,25 miliardi) alla Spagna. Considerato che gran parte dei Paesi dell'area Euro hanno dei saldi in sostanziale equilibrio, la maggioranza di questi flussi di interessi verrebbe redistribuita alle BCN dei principali Paesi creditori: Germania (circa 7 miliardi) e Lussemburgo (2,15 miliardi).

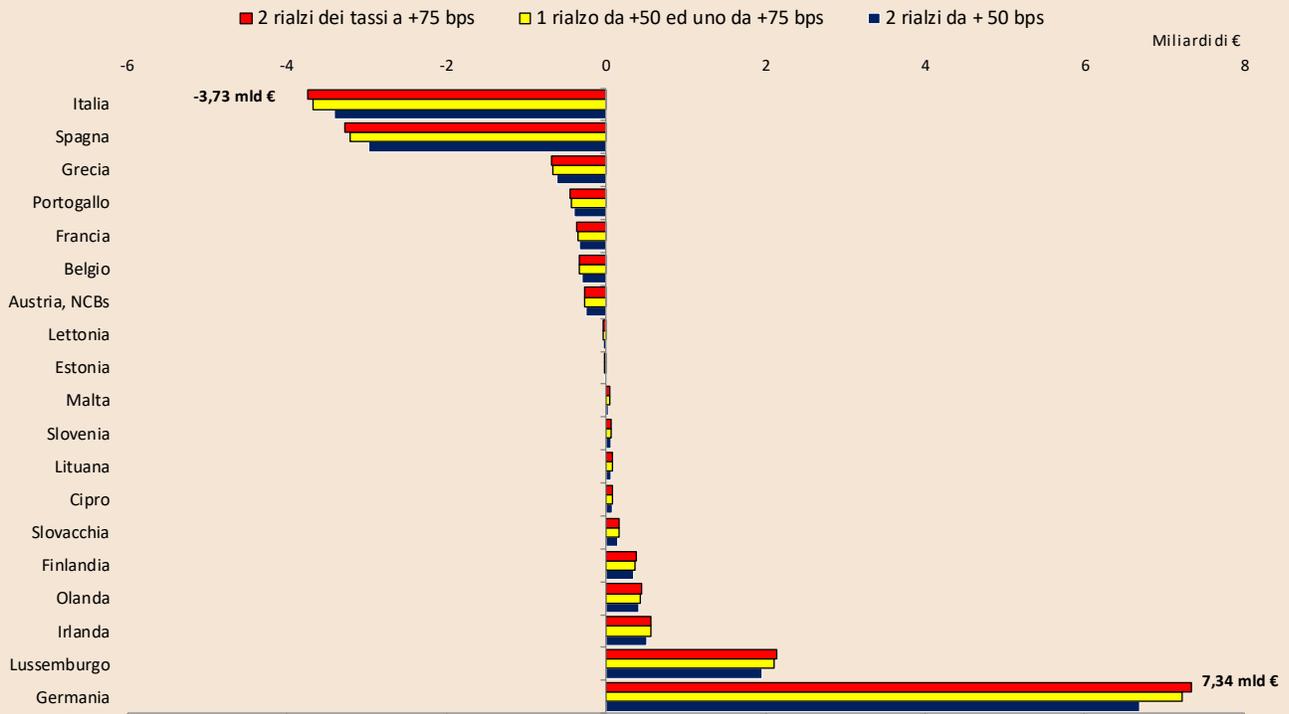
Ovviamente nel 2023 gli interessi lieviteranno: ad un tasso MRO medio del 2,5%, i saldi attuali genererebbero 18 miliardi di € di interessi passivi per la Banca d'Italia e circa 30 di interessi attivi per la *Bundesbank*.

De facto (e per fortuna), questi costi/profitti restano potenziali per via del meccanismo di calcolo del reddito monetario annuale dell'Euro-sistema che prevede l'aggregazione dei redditi di ciascun partecipante (inclusi quelli connessi ai saldi T2) ed il loro successivo aggiustamento in modo che ogni BCN finisca con l'avere un reddito monetario pari alla corrispondente quota di partecipazione al capitale della BCE (*capital key*). Di conseguenza a livello aggregato l'impatto dei flussi di interessi prodotti dai saldi T2 resta sempre per definizione nullo e non produce effetti sulla redistribuzione dei profitti. Resta però una traccia contabile all'interno dei bilanci delle BCN dei profitti/costi potenziali non incassati/non pagati connessi con il meccanismo di calcolo dei redditi monetari.

Ovviamente al crescere dei tassi, queste poste contabili tenderanno ad aumentare rapidamente ed attireranno sicuramente l'attenzione. Non c'è dubbio che potrebbero rinfocolare la polemica politica già accesa nei Paesi creditori che vede T2 come sistema di mutualizzazione occulta dei costi cui dovrebbero incorrere le BCN debitorie.

Figura 5

Eurosistema - Stime di interessi potenziali pagati/ricevuti sul saldo netto Target2 nel 2022
(Ipotesi di saldo T2 costante per il quarto trimestre 2022)



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati BCE

In definitiva, il sistema finanziario europeo sta per avere un brusco risveglio dallo strano mondo a tassi di interesse negativi che sembrava sarebbe continuato ancora a lungo.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali