

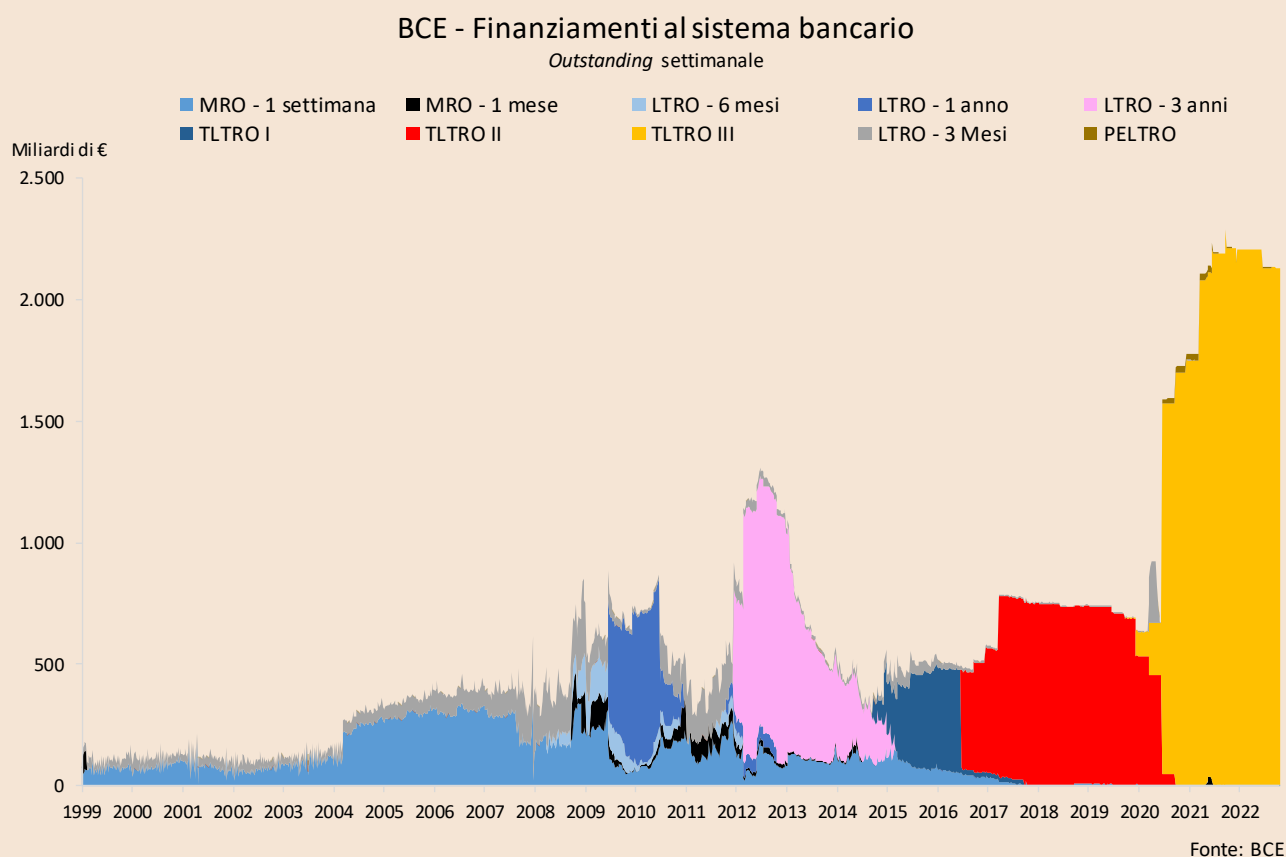
7 novembre 2022

PRESTITI AGEVOLATI ALLE BANCHE: COMINCIA LA CORSA AL RIMBORSO ANTICIPATO

di Marcello Minenna

A inizio novembre 2022, i prestiti agevolati erogati dalla Banca Centrale Europea (BCE) al sistema bancario sono ancora superiori ai 2.130 miliardi di €, un ammontare vicino al massimo storico di 2.200 miliardi raggiunto durante la crisi pandemica del 2020-2021. Gran parte di questi prestiti è di durata triennale (i TLTRO-III, barre gialle in Figura 1) e dovrebbe giungere a scadenza a giugno 2023.

Figura 1



I rimborsi volontari sono possibili da oltre 1 anno, ma le banche non hanno mostrato interesse ad anticipare per via dei fortissimi incentivi a detenere i prestiti fino a scadenza. Infatti fino allo scorso giugno gli istituti hanno potuto guadagnare fino all'1% annuo di interessi sulle somme prese a prestito coi TLTRO per via della politica a tassi negativi della BCE, alla sola condizione di non ridurre l'erogazione del credito.

Con il rialzo dei tassi di interesse avviato da Francoforte a luglio 2022, i guadagni sui prestiti TLTRO si sono assottigliati fino a trasformarsi in interessi passivi a carico delle banche a partire dallo scorso settembre (cioè finalmente le banche hanno cominciato a pagare interessi sulle somme prese a prestito). Paradossalmente però l'incentivo a non rimborsare le somme è aumentato, a causa dell'aumento più che proporzionale del tasso che remunera i depositi in BCE.

In altri termini, le banche europee avrebbero potuto ottenere profitti extra privi di rischio fino a 20 miliardi di € semplicemente evitando di rimborsare in anticipo i prestiti e depositando la liquidità correlata presso la banca centrale. Il tutto peraltro sarebbe accaduto in una fase di forte rallentamento economico e progressiva restrizione del credito all'economia reale.

Questo quadro è stato però modificato radicalmente dalla decisione presa dalla BCE durante l'ultimo *meeting* del 27 ottobre scorso. Francoforte ha infatti rivisto retroattivamente il meccanismo di determinazione degli interessi sui prestiti TLTRO e lo ha allineato alla remunerazione dei depositi presso la banca centrale. Contestualmente sono state istituite nuove date per il rimborso anticipato dei prestiti.

In questa maniera l'incentivo per le banche a detenere i prestiti fino a scadenza è stato ribaltato. Ora, nella prospettiva di proteggere i profitti già ottenuti, è conveniente il rimborso più anticipato possibile. Per questo c'è da attendersi una corsa alla restituzione già alla prima occasione utile, il prossimo 23 novembre.

MANCATI PROFITTI PER LE BANCHE: L'IMPATTO DELLA NUOVA MISURA BCE SUI RENDIMENTI DEI PRESTITI TLTRO

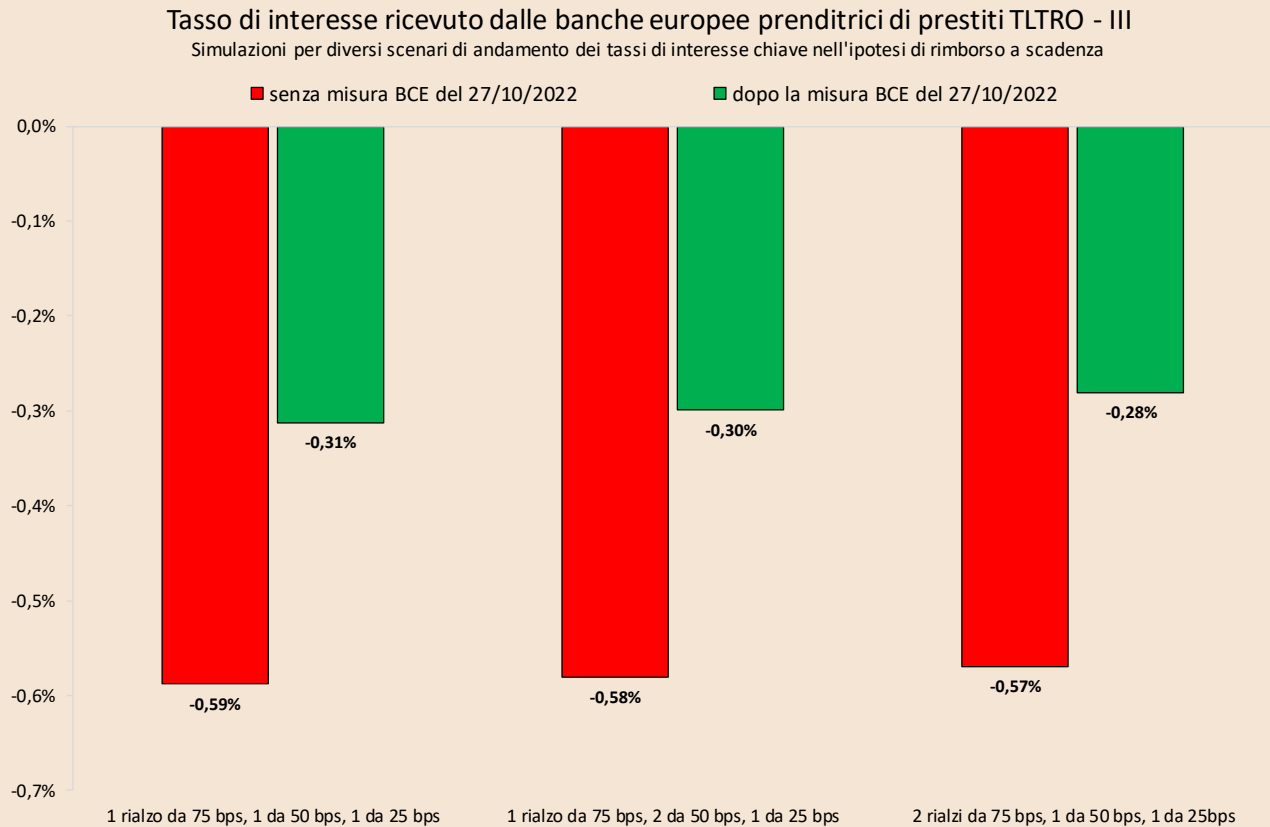
La BCE ha giustificato l'intervento con motivazioni di politica monetaria che hanno un solido razionale, non legate alla crescita potenziale dei profitti privi di rischio per le banche. Tuttavia, è utile cercare di quantificare l'impatto della nuova misura in termini di mancati profitti, anche per via di effetti asimmetrici connessi con la nazionalità dei sistemi bancari.

Approfondiamo il meccanismo di calcolo degli interessi sui prestiti TLTRO-III. Nei primi 2 anni - tra il 2020 ed il 2022 – grazie alla politica dei tassi negativi le banche hanno “pagato” (ricevuto) un tasso del -1% quando il *target* di credito alla clientela è stato centrato (cosa che è accaduta quasi sempre). Nell'ultimo anno gli istituti avrebbero dovuto pagare un tasso di interesse positivo ma inferiore al tasso di deposito, calcolato come media ponderata lungo tutta la vita del prestito. A conti fatti, ciò avrebbe implicato che i rialzi dei tassi d'interesse avrebbero prodotto benefici in pieno per quanto riguarda la ricezione di interessi dalla BCE sui conti di deposito, ma avrebbero incrementato solo in maniera marginale i flussi che la BCE riceveva dalle banche.

La Figura 2 mostra il tasso d'interesse annuo effettivo che le banche incasseranno sulle somme prese a prestito dalla BCE (barre verdi), calcolato lungo tutti i 3 anni di vita degli stessi. È stata effettuata una stima per il periodo di vita residua di 7 mesi in dipendenza da diversi percorsi di rialzo dei tassi di interesse, ipotizzando – a fini comparativi – anche uno scenario in cui il meccanismo di determinazione degli interessi non fosse stato modificato (barre rosse).

Dall'analisi delle simulazioni si possono ricavare numerose informazioni. *In primis*, il beneficio complessivo per le banche resta sempre positivo (cioè il tasso di interesse debitore complessivo lungo la vita del prestito resta negativo) in tutti gli scenari di rialzo dei tassi interesse ed in presenza o meno della nuova decisione della BCE.

Figura 2



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati BCE

Inoltre, in scenari progressivamente più restrittivi con rialzi dei tassi più aggressivi, i prestiti TLTRO III fruttano meno in termini netti, anche se ora l'effetto è diventato marginale per via della breve vita residua degli stessi.

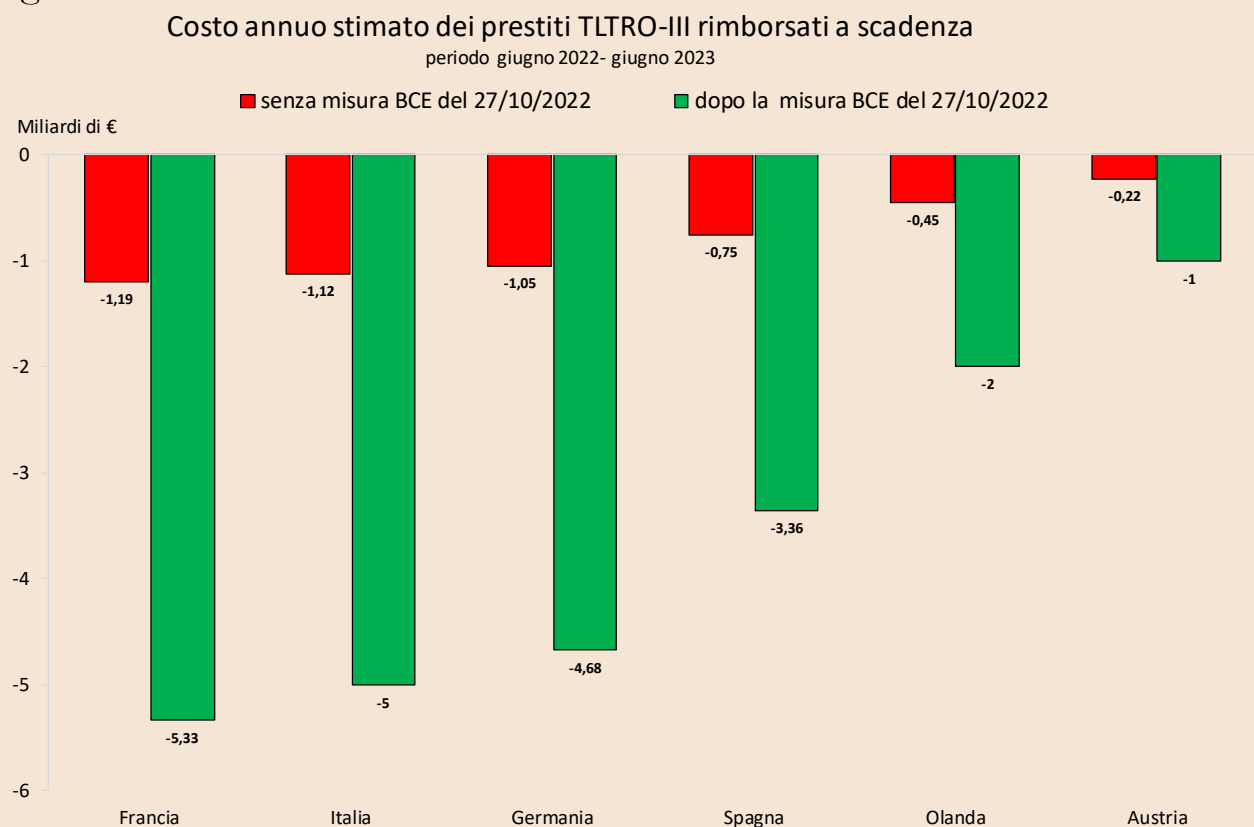
Infine, emerge chiaramente l'impatto della misura retroattiva della BCE, che "costa" alle banche uno 0,3% medio di profitti mancati, circa 6 miliardi di €.

Questa stima peraltro, è una sintesi dell'impatto complessivo della recente decisione di Francoforte sui bilanci bancari rispetto all'intera durata dei TLTRO. Infatti, si tratta di un valore che media lungo tutta la vita dei prestiti, considerando anche il periodo pandemico in cui le banche guadagnavano considerevolmente da un tasso debitore fisso al -1%.

Concentrando l'analisi sull'ultimo anno di vita dei prestiti (giugno 2022-giugno 2023) in cui il tasso di interesse sta salendo rapidamente, possiamo apprezzare che su tale periodo vi è una notevole penalizzazione per i bilanci delle banche (vedi Figura 3).

Innanzitutto, ora gli interessi sono passivi e producono un costo netto per le banche in ogni scenario. Inoltre, la modifica del meccanismo di determinazione degli interessi fa quintuplicare questo costo (lunghezza barre rosse rispetto alle verdi). Ovviamente l'ammontare in euro varia in dipendenza del controvalore dei prestiti erogati a ciascun sistema bancario: i costi maggiori in termini assoluti saranno sostenuti dalle banche francesi e italiane che hanno beneficiato maggiormente dei prestiti agevolati a tassi negativi negli anni passati.

Figura 3



Fonte: Elaborazione dell'Autore su dati BCE

Da queste proiezioni emerge limpidamente il forte incentivo per le banche europee a rimborsare anticipatamente i prestiti TLTRO. Entro metà mese si dovrebbero avere i primi dati sulle adesioni relative alla prima data di rimborso del 23 novembre, ma plausibilmente ci sarà da attendersi un netto cambio di passo rispetto a quanto accaduto fino allo scorso settembre, quando sono stati restituiti solo 6 miliardi di €.

RIMBORSARE PRIMA I PRESTITI TLTRO PER RIDURRE L'ATTIVO DI BILANCIO DELLA BCE

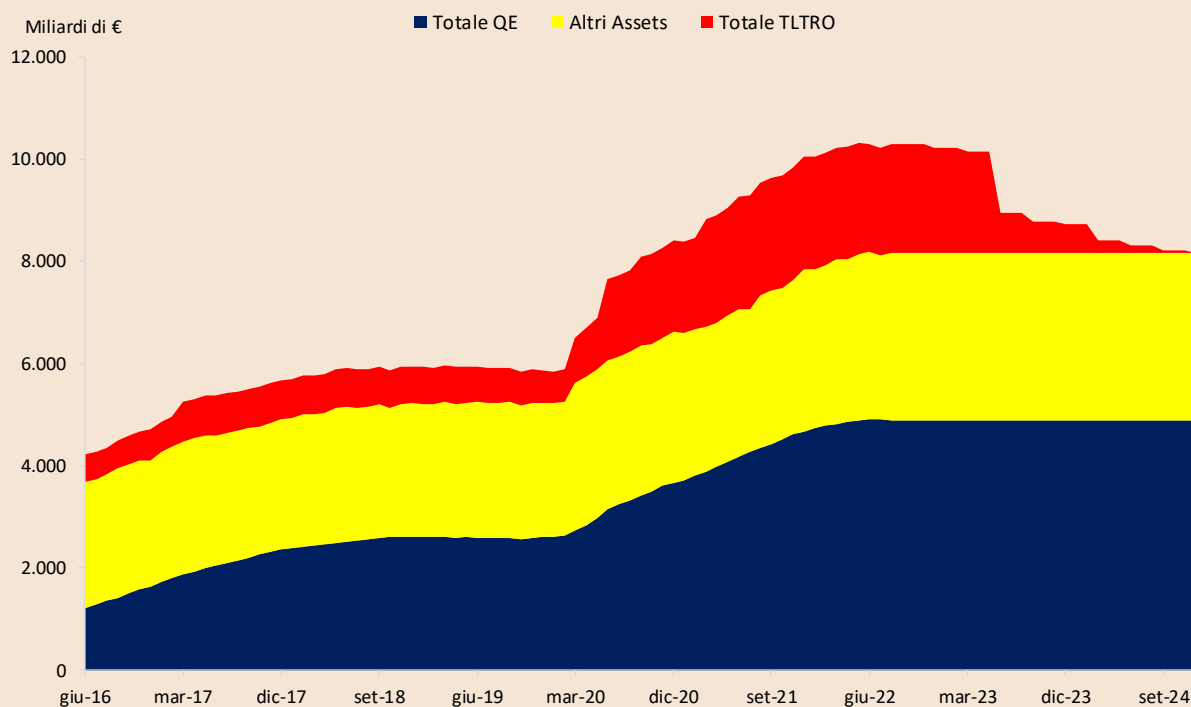
Il tema della profittabilità – per quanto sensibile dal punto di vista politico – non sembra avere comunque influenzato il processo decisionale della BCE. Il fine esplicito della banca centrale era quello di avviare quanto prima la riduzione dell'attivo di bilancio (il c.d. *Quantitative Tightening* - QT), che ha raggiunto a metà 2022 il valore record di 10.370 miliardi di €.

Il QT è la logica applicazione di una politica monetaria restrittiva con cui la banca centrale cerca di ridurre la liquidità in eccesso nel sistema finanziario, nella prospettiva di rendere più costoso l'accesso al credito e moderare la domanda di beni ed investimenti e con il fine ultimo di riportare il tasso di inflazione sotto controllo.

Circa il 50% dell'attivo è rappresentato da titoli governativi e del settore privato acquistati nell'ambito dei grandi programmi (*Quantitative Easing* e PEPP pandemico), il 20% da prestiti al settore bancario ed un 30% da riserve auree ed altri strumenti finanziari (vedi Figura 4).

Figura 4

Eurosistema - Rimborso a scadenza dei prestiti TLTRO-III ed impatto sull'attivo di bilancio



Fonte: BCE

La simulazione in Figura 4 mostra come evolverebbe l'attivo di bilancio dell'Eurosistema se si lasciassero maturare i prestiti TLTRO fino a scadenza (area rossa): fino a giugno 2023 non ci sarebbero variazioni di rilievo; successivamente seguirebbe un rapido declino del controvalore in essere, che si esaurirebbe naturalmente a fine 2024. Ora, è evidente che una riduzione accelerata nel 2023 di questa componente consentirebbe di ottenere un ritmo adeguato di diminuzione della liquidità in eccesso senza dover avviare una concomitante riduzione dei titoli governativi in portafoglio (area blu), una misura molto più delicata.

Infatti, qualsiasi intervento che vada a modificare l'ammontare di reinvestimenti in titoli di Stato produrrebbe degli effetti immediati sui rendimenti quotati sui mercati secondari, inasprando il processo di divergenza tra titoli *core* e periferici. Inoltre diventerebbe *de facto* quasi impossibile utilizzare quella flessibilità in fase di reinvestimento che ha permesso di tenere gli *spread* sotto controllo nella fase di tensione che è stata registrata durante l'estate 2022 durante il varo del nuovo scudo *anti-spread* e la crisi politica italiana.

In sostanza, il rimborso accelerato dei prestiti TLTRO consente di guadagnare tempo e rimandare il QT sui titoli di Stato ad una fase della congiuntura economica meno sfavorevole, e questo è molto ragionevole.

RIDURRE LA SCARSITÀ DI COLLATERALE: QUALE IMPATTO?

La scelta della BCE di modificare il meccanismo di determinazione degli interessi in maniera retroattiva è stata giudicata dagli analisti del settore come piuttosto rischiosa in termini legali, in quanto la banca centrale sarebbe esposta a complessi contenziosi giudiziari.

Una misura di “*reverse tiering*” delle riserve bancarie in eccesso avrebbe potuto ottenere lo stesso effetto, sterilizzando l'effetto di crescita dei ricavi da interesse sulle somme in deposito presso la BCE. Si sarebbe trattato di una soluzione speculare al meccanismo di *tiering* con cui tra il 2019 ed il 2022 parte della liquidità in eccesso è stata esentata dal pagamento di un tasso di interesse

negativo, nella prospettiva di proteggere il sistema bancario dall'impatto della politica monetaria ultra-espansiva della BCE.

Tramite un *reverse tiering*, parte delle riserve al di sopra di una certa soglia sarebbe stata remunerata allo 0% invece che al tasso di deposito (ora all'1,5%). Questa soglia avrebbe dovuto essere determinata proporzionalmente al controvalore dei TLTRO in essere, riducendo pertanto i benefici connessi alla detenzione dei prestiti fino a scadenza.

Il problema del *reverse tiering* è che avrebbe reso il deposito di liquidità in BCE meno attraente rispetto agli investimenti alternativi più simili, i.e. i titoli governativi a breve termine dei Paesi *core*, con l'effetto di aumentare una domanda già molto consistente. Infatti, da inizio 2022, a causa della crisi energetica, la domanda di titoli governativi *core* è salita vertiginosamente.

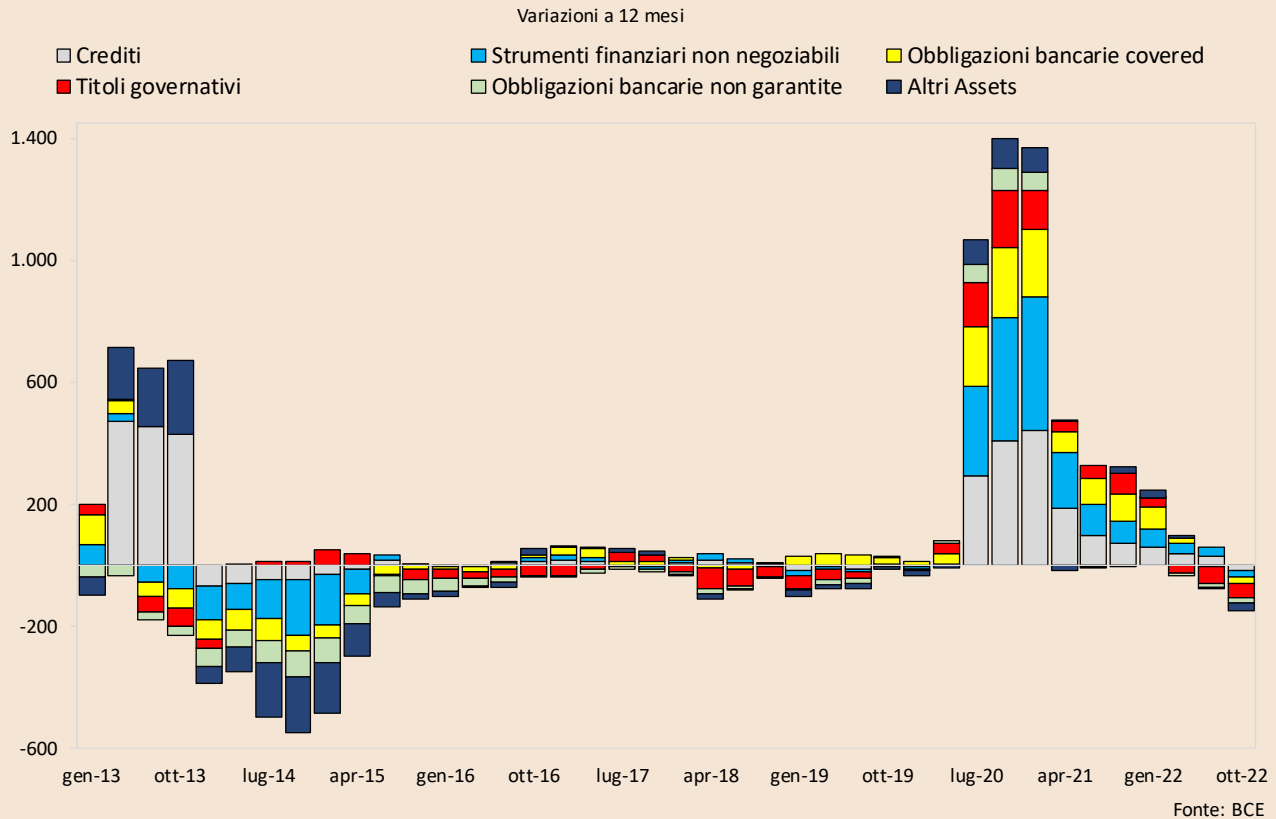
Ciò è accaduto perché sul mercato dei derivati energetici è cresciuta sensibilmente la richiesta di collaterale da porre a garanzia delle posizioni corte (in vendita) assunte dagli operatori con finalità di copertura o speculative. In altri termini, più il prezzo dell'energia sale, più crescono i rischi delle posizioni corte accese dagli operatori e di conseguenza aumentano le richieste di garanzie da parte delle casse di compensazione.

Purtroppo l'offerta di titoli governativi *core* è piuttosto limitata e questo ha spinto i tassi interesse a breve termine sui *Bund* oltre 100 punti base al di sotto dei tassi BCE (il c.d. *swap spread*). La scarsità di collaterale nel sistema si è inevitabilmente riverberata anche sui quantitativi di titoli consegnati a garanzia delle operazioni di finanziamento degli istituti di credito presso la banca centrale.

Esaminando le variazioni degli stock a 12 mesi (vedi Figura 5), si riscontra infatti con un discreto colpo d'occhio il ciclo di riduzione in atto, dopo il *boom* del periodo pandemico che era contestuale alla crescita esponenziale dei prestiti di emergenza al settore privato. Gli *stock* di tutte le *asset class* appaiono in contrazione, ma in particolar modo quelli dei titoli governativi (barre rosse).

Figura 5

BCE - Collaterale in utilizzo per operazioni di finanziamento



In opposizione al *reverse tiering*, la misura attuale di riduzione di 2.000 miliardi di TLTRO a ritmi accelerati dovrebbe “liberare” un ammontare equivalente di collaterale, che sarebbe nuovamente disponibile sul mercato. Ovviamente l’impatto dipenderebbe dalla composizione del collaterale utilizzato a garanzia dei prestiti, anche se alcuni analisti prevedono una riduzione degli *swap spreads* fino a 50 punti base.

In definitiva, dopo i grandi benefici del periodo pandemico, ora tocca alle banche contribuire allo sforzo di normalizzazione della politica monetaria. Il *Quantitative Tightening* sui titoli di Stato può attendere.

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