

3 gennaio 2022

Il Sole **24 ORE**

IL TAPERING DELLA BCE E IL NODO DEI PRESTITI T-LTRO

di Marcello Minenna

Nell'ultima riunione dell'anno (il 16 dicembre scorso) il Consiglio Direttivo della BCE ha annunciato la fine del programma pandemico di acquisti di attivi (PEPP) per il prossimo marzo, preceduta da un rallentamento nel ritmo degli acquisti mensili durante il primo trimestre 2022.

I motivi della decisione sono noti: notevole aumento dell'inflazione nell'area euro (ancorché per fattori prevalentemente estranei all'azione dell'autorità monetaria) e ripresa del PIL con una crescita del 5,1% per il 2021 secondo le stime di Francoforte.

Seppure in deciso miglioramento rispetto a un anno fa, l'*outlook* rimane delicato: il rimbalzo dell'economia dovrebbe perdere vigore già nel 2022 e in più ci sono le incertezze legate all'evoluzione del quadro epidemiologico e al rischio di nuove varianti (Omicron ultima in ordine di apparizione). Le stesse prospettive d'inflazione, per quanto riviste al rialzo, restano inferiori al target del 2% nell'orizzonte di proiezione.

Acquisti netti di titoli anche nel 2022

Alla luce di questi fattori, la BCE ha optato per un ridimensionamento “*soft*” del suo stimolo monetario. La chiusura del PEPP sarà mitigata dall'impegno a reinvestire i rimborsi di capitale sui titoli in portafoglio almeno fino a tutto il 2024 e da un temporaneo potenziamento del *Quantitative Easing* standard (c.d. *Asset Purchase Programme* o APP) nel secondo e terzo trimestre 2022. Dopo di che, gli acquisti via APP torneranno al ritmo corrente di circa € 20 miliardi

mensili a tempo indeterminato. Ulteriori manleve sono state previste in termini di flessibilità nella ripartizione dei reinvestimenti del PEPP fra classi di attivi, durate e giurisdizioni (specie a tutela della Grecia, esclusa dal QE standard), e si è accennato alla possibilità di una ripresa degli acquisti netti del PEPP se le cose dovessero mettersi male.

Dal lato degli acquisti di titoli, quindi, il piatto servito dalla BCE per il 2022 non è particolarmente magro: un altro trimestre nell'ambito del programma pandemico e il mantenimento dell'APP dovrebbero garantire un ulteriore incremento di € 400-500 miliardi dell'attivo di bilancio dell'Euro-sistema. Si tratta di una somma ancora cospicua che, insieme al reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza, dovrebbe assicurare una buona copertura (almeno l'80%) alle nuove emissioni di titoli di Stato da parte dei governi dell'area euro nel corso del 2022.

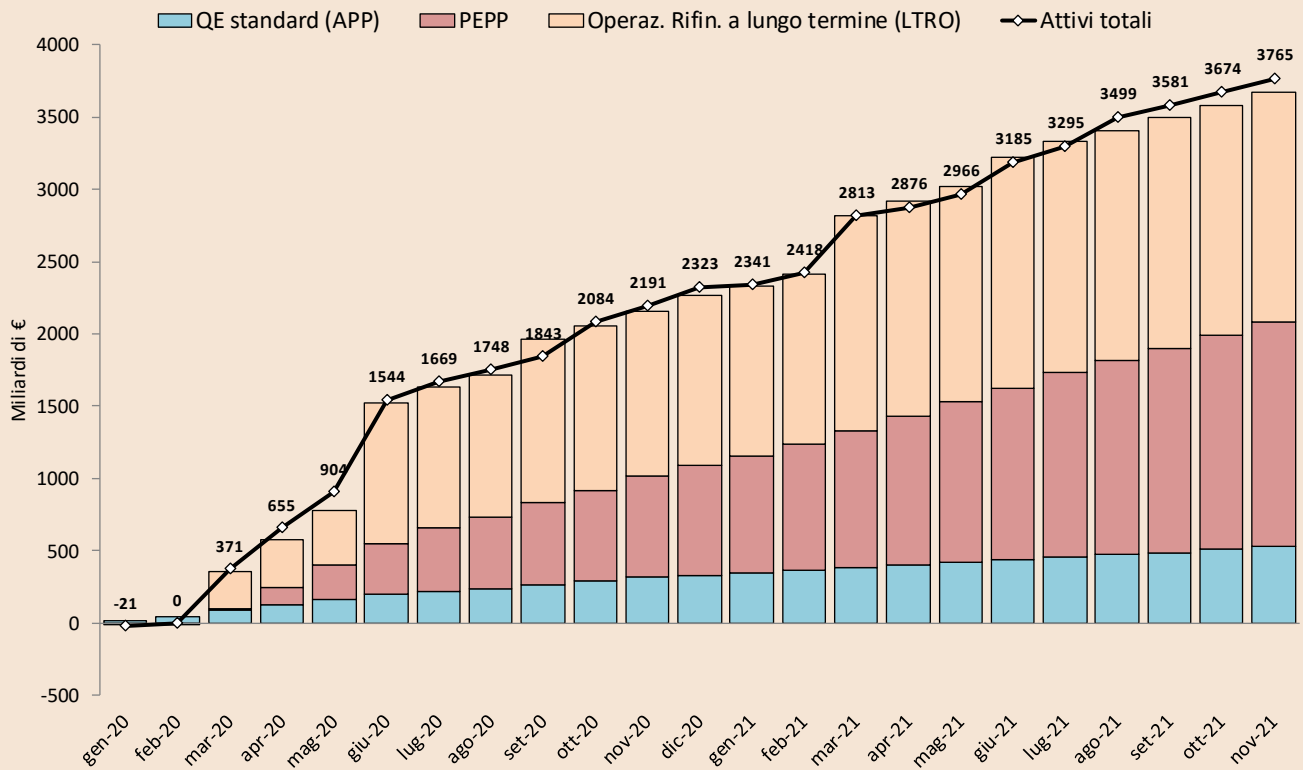
Il peso dei T-LTRO nell'attivo dell'Euro-sistema

Il problema tuttavia non è il portafoglio titoli; è molto probabile, infatti, che sarà il portafoglio prestiti dell'Euro-sistema a sperimentare una grossa contrazione il prossimo anno. Il riferimento è alle operazioni di rifinanziamento a lunga scadenza (LTRO).

A fine novembre 2021 i prestiti BCE a lunga scadenza sottoscritti dalle banche dell'Eurozona rappresentavano oltre il 40% dell'incremento complessivo degli attivi dell'Euro-sistema dall'inizio della pandemia (cfr. Figura 1).

Figura 1

Euro-sistema: variazione cumulata dell'attivo rispetto a dicembre 2019



Elaborazioni su dati BCE

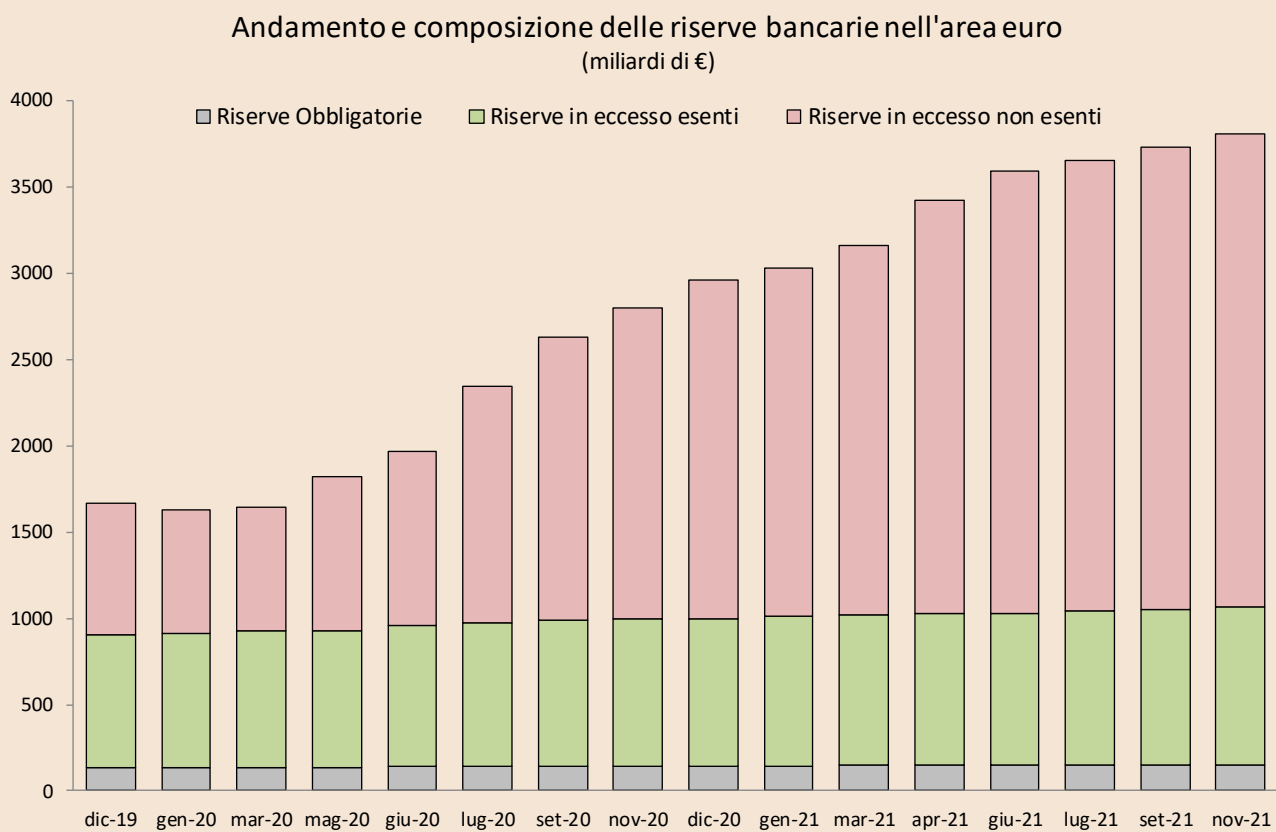
La quasi totalità di questi prestiti è riconducibile alla terza serie di T-LTRO, i prestiti triennali che la BCE ha erogato a condizioni agevolate alle banche per evitare un taglio del credito all'economia reale. La decima asta T-LTRO III si è tenuta questo mese portando l'ammontare complessivo in essere a € 2339 miliardi: una cifra-record, che sopravanza largamente gli stessi acquisti del PEPP (€ 1585 miliardi secondo il dato aggiornato al 24 dicembre scorso).

Francoforte non ha annunciato nuove aste per il 2022 e non ha neppure esteso rispetto alla scadenza prevista (il prossimo 23 giugno) la finestra temporale durante la quale le banche sottoscrittrici possono beneficiare del tasso ultra-agevolato del -1% sui soldi presi a prestito dall'Euro-sistema.

Operativamente ciò significa che, sebbene ufficialmente i T-LTRO durino 3 anni (gli ultimi rimborsi dovrebbero avvenire entro dicembre 2024), fra 6 mesi potremmo assistere a un primo significativo calo della liquidità nell'area euro.

Suona strano a dirsi perché ora come ora le banche godono di abbondante liquidità, come dimostra il controvalore delle loro riserve presso l'Euro-sistema: 3805 miliardi di euro a fine novembre 2021. Una minima parte di queste riserve (cfr. Figura 2) è riconducibile al requisito minimo obbligatorio (€ 153 miliardi, barre grigie), mentre i restanti € 3653 miliardi sono costituiti da riserve in eccesso. Di questo enorme stock di riserve in eccesso, € 909 miliardi (barre verdi) sono esenti dal pagamento del tasso sui depositi in BCE (50 punti base) grazie al sistema di remunerazione a due livelli, c.d. *tiering*, introdotto a fine 2019, mentre i restanti € 2744 miliardi (barre rosa) non lo sono.

Figura 2



Fonte: BCE

Tuttavia, proprio grazie alle condizioni agevolate sui prestiti T-LTRO III, anche una larga parte delle riserve non esenti risulta non onerosa o addirittura profittevole per le banche. Infatti, gli istituti di credito hanno potuto sottoscrivere questi prestiti a un tasso massimo del -0,5% (50 punti base sotto

il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali) o, più verosimilmente, al tasso ultra-agevolato del -1% (50 punti base sotto il tasso sui depositi) valido sino al giugno 2022 a condizione di non aver tagliato i prestiti netti all'economia.

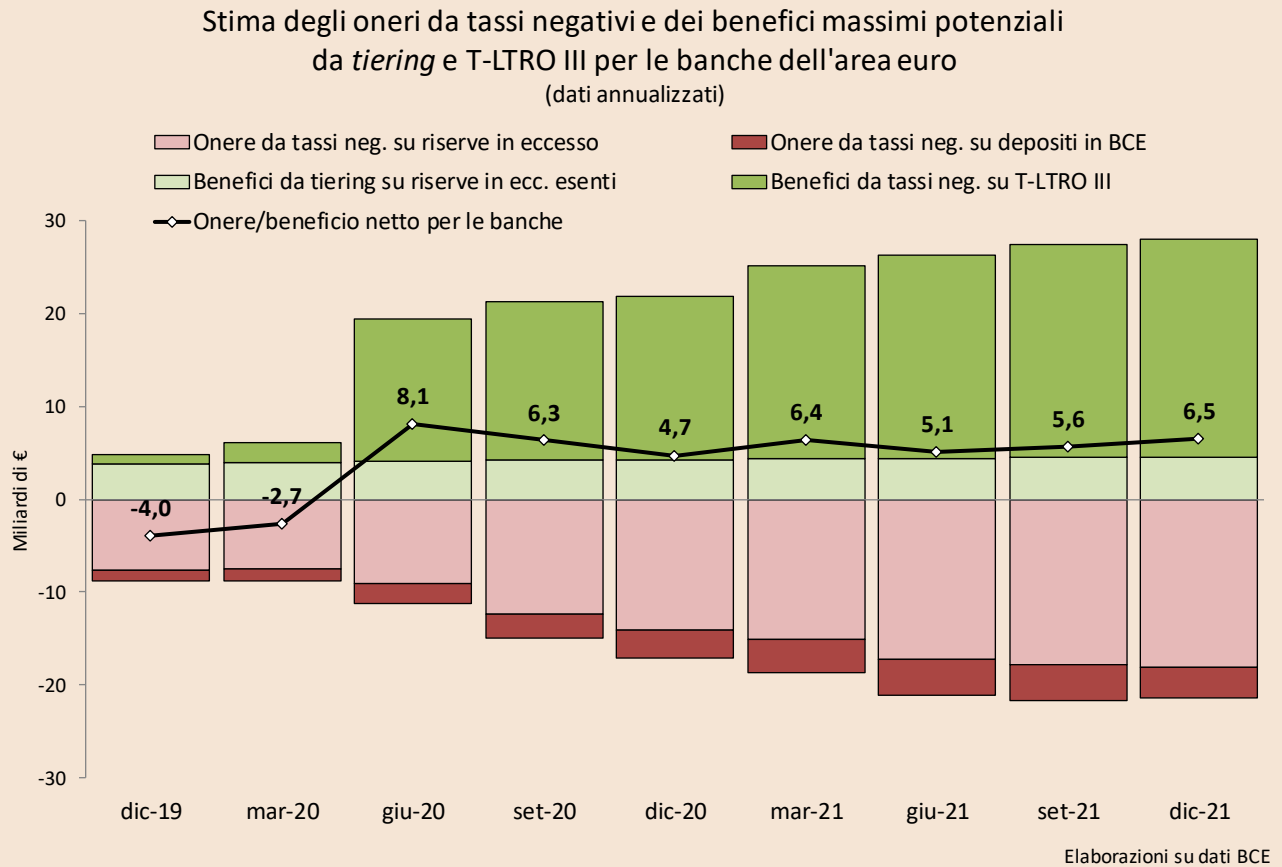
Ne discende che – come [evidenziai](#) a suo tempo – anche nello scenario meno conveniente (prestiti al tasso del -0,5%), di fatto le banche hanno potuto azzerare il costo delle riserve in eccesso non esenti dal pagamento del tasso sui depositi. Se poi – come probabile – hanno mantenuto inalterati i prestiti a imprese e famiglie (esclusi i mutui immobiliari), hanno addirittura potuto accedere al tasso minimo dei T-LTRO (-1%) e, quindi, lucrare un profitto da arbitraggio di 50 punti base sulle riserve in eccesso non esenti.

Costi e benefici per le banche europee

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 il sistema di tassi duali sui T-LTRO III.

Rapportando la stima dei valori massimi di questi benefici all'onere lordo generato dai tassi negativi sui bilanci bancari durante lo stesso periodo (cfr. Figura 3), emerge che da giugno 2020 in poi *tiering* e T-LTRO hanno più che compensato il costo sostenuto dalle banche a causa della NIRP, la politica di tassi negativi della banca centrale.

Figura 3



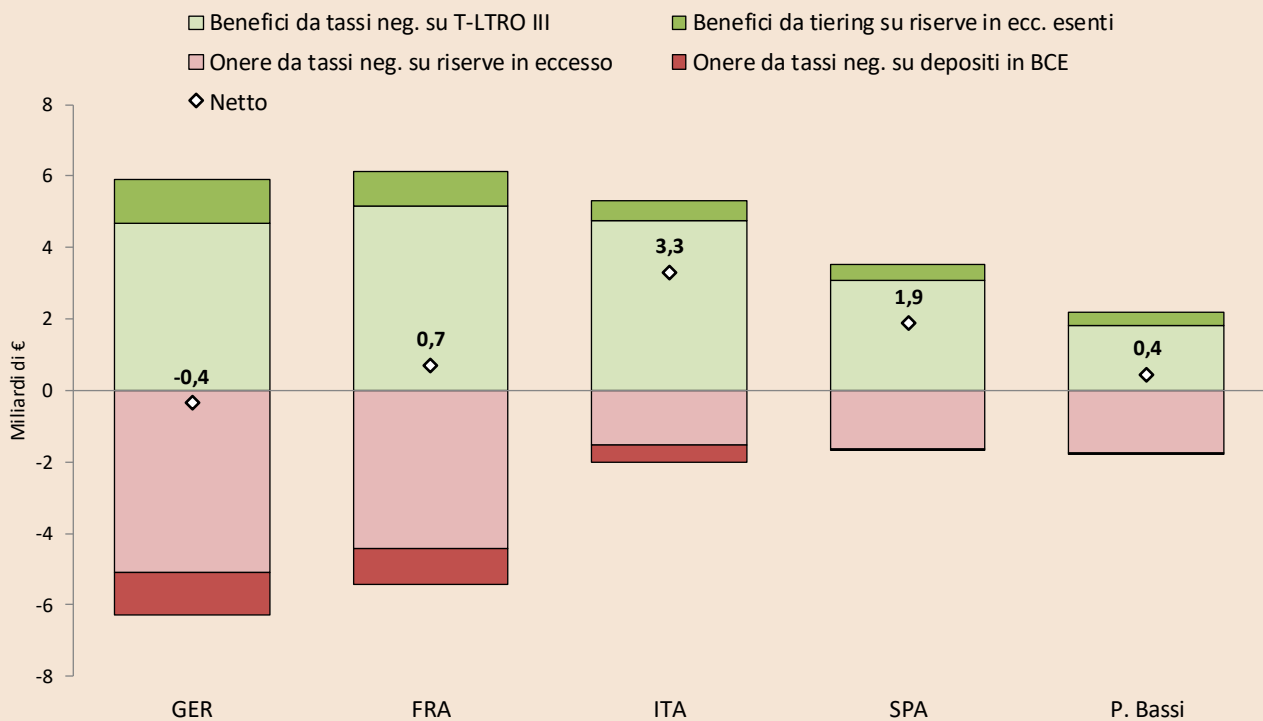
Le opportunità di profitto hanno raggiunto il picco proprio a giugno 2020, in corrispondenza della più grossa asta di T-LTRO III dall'inizio della pandemia (con una sottoscrizione di nuovi prestiti netti per oltre € 900 miliardi), mentre nei mesi successivi il profitto massimo potenziale in termini annualizzati ha oscillato tra i 4,7 miliardi di € di dicembre 2020 e i 6,5 di dicembre 2021.

Concentrandosi su quest'ultima data (dicembre 2021), la Figura 4 mostra che circa la metà (€ 3,3 miliardi) del beneficio netto complessivo potrebbe essere andata agli istituti italiani, favoriti dalla dimensione relativamente limitata delle riserve in eccesso e dei depositi in BCE. Seguono le banche spagnole con un profitto potenziale fino a € 1,9 miliardi, anch'esse favorite dall'esposizione relativamente contenuta ai costi della politica dei tassi negativi implementata dalla BCE. Le banche dei paesi *core* sono invece più colpite dai costi della NIRP, il che comporta un assottigliamento dei benefici netti degli strumenti di

mitigazione resi disponibili da Francoforte: appena € 0,7 miliardi per gli istituti francesi e € 0,4 miliardi per quelli olandesi. Nel caso delle banche tedesche il costo della politica dei tassi negativi è addirittura superiore ai sussidi della BCE, traducendosi in un onere netto di almeno € 0,4 miliardi in termini annualizzati. Si noti, tuttavia, che senza il *tiering* e i tassi duali, questi costi sarebbero stati ben più alti (oltre 6 miliardi di euro).

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 2021
(dati annualizzati)



Elaborazioni su dati BCE

Liquidità in calo nel secondo semestre 2022

La finestra temporale prevista dalla BCE per la fruizione del tasso del -1% sui prestiti T-LTRO III si chiuderà a fine giugno 2022. Quasi certamente il costo dei tassi negativi sui depositi in BCE e sulle riserve in eccesso non esenti tornerà quindi a sopravanzare nettamente i benefici realizzati dalle banche – specie quelle dei paesi *core* – sulla porzione di riserve coperte dal *tiering* (fino a 6 volte l'ammontare delle riserve obbligatorie, c.d. *tiering multiplier*) e sullo *stock*

residuo di prestiti T-LTRO su cui continueranno a incassare lo 0,5%. È dunque assai probabile che, per minimizzare l'impatto negativo sui loro bilanci, gli istituti di credito decidano di rimborsare anticipatamente una fetta consistente dei T-LTRO sottoscritti.

Diversi analisti stimano che i rimborsi anticipati potrebbero ammontare almeno a € 1000 miliardi (il 42,7% dell'intero controvalore attualmente in essere). Prendendo per buona questa ipotesi, la connessa riduzione dell'attivo di bilancio dell'Euro-sistema più che compenserebbe l'incremento di € 400-500 miliardi dovuto ai nuovi acquisti di titoli (PEPP+APP) stimati per il 2022, determinando una contrazione netta (*tightening*) dell'attivo totale tra i 500 e i 600 miliardi di euro.

I rimborsi anticipati da parte delle banche potrebbero essere limitati qualora si individuassero impieghi alternativi e più remunerativi delle riserve per le somme prese a prestito coi T-LTRO. Verosimilmente gli istituti di credito cercheranno di acquistare obbligazioni governative a basso rischio, che però dovranno anche assicurare loro un minimo profitto. L'impresa non sarà facile dato che, ad esempio, nell'area euro i titoli di Stato più sicuri come quelli di Germania, Francia e altri paesi *core* continuano ad avere rendimenti negativi almeno sino alla scadenza settennale; i titoli governativi dei paesi periferici offrono sì rendimenti più allettanti ma portano con sé una maggiore rischiosità.

Le opzioni per la BCE

Gli occhi restano puntati sulla BCE e c'è chi profetizza (di nuovo) un imminente aumento del moltiplicatore del *tiering*, che consentirebbe di estendere l'esenzione dal pagamento del tasso sui depositi a una fetta più grossa delle riserve in eccesso. A farlo intendere, tra le righe, è stato lo stesso istituto di Francoforte che si è impegnato a valutare l'adeguata calibrazione del sistema di *tiering* in modo che la politica dei tassi negativi non limiti la capacità d'intermediazione delle banche in un contesto di ampia liquidità in eccesso.

Va detto però che per azzerare l'impatto dei tassi negativi sui bilanci bancari servirebbe un moltiplicatore particolarmente elevato (intorno a 20). Considerato che, da quando il *tiering* è stato introdotto, il moltiplicatore è rimasto sempre fermo a 6, appare difficile che la BCE possa decidersi a più che triplicarlo entro i prossimi 6 mesi. Tra le alternative possibili, oltre a una proroga del periodo di applicazione del tasso ultra-agevolato sui T-LTRO III, ci sarebbe il ricorso a un meccanismo di operazioni di pronti-contro-termini inverse (*reverse repo facility*) come quello adottato dalla *Federal Reserve* (FED). Tramite queste operazioni la banca centrale USA prende a prestito a un giorno (*overnight*) la liquidità in eccesso delle banche pagando un tasso dello 0,05% e cedendo a garanzia titoli liquidi e di alta qualità (prevalentemente *Treasuries*). Con questo escamotage nei mesi scorsi la FED è riuscita a contenere le pressioni al ribasso sui tassi d'interesse di mercato, arrivando a drenare giornalmente fino a \$ 1758 miliardi di liquidità in eccesso.

Due settimane fa la FED ha annunciato di attendersi tre rialzi dei tassi di riferimento per il 2022 e altrettanti per il 2023: negli Stati Uniti, quindi, il problema dei tassi d'interesse troppo bassi e della loro onerosità per le banche potrebbe rientrare già l'anno prossimo mitigando il fabbisogno della *reverse repo facility*.

Per l'area euro il discorso è diverso. Il Consiglio Direttivo della BCE ha *de facto* escluso rialzi dei tassi per tutto il 2022 per mantenere un adeguato livello di accomodamento monetario. A misure invariate, ciò significa che le banche dell'Eurozona dovranno ancora fare i conti con i costi generati dai tassi negativi che sicuramente non giovano ai loro bilanci. C'è da scommettere che nei prossimi mesi il tema sarà centrale nelle valutazioni della banca centrale e dei mercati.

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

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali