

Interest Rate Strategy

Liquidità euro, verso la grande discesa

La BCE ha adottato una strategia di riduzione delle misure straordinarie di allentamento sul collaterale introdotte nell'aprile 2020 in tre tappe fino a marzo 2024. Analizziamo i fattori per cui a nostro avviso questa decisione della BCE non rappresenterà nel breve termine un serio pericolo per la stabilità dei tassi di mercato monetario.

La BCE ha adottato una strategia di riduzione delle misure straordinarie di allentamento sul collaterale introdotte nell'aprile 2020 in tre tappe fino a marzo 2024 che prevede:

- a partire dall'8 luglio 2022
 - 1) la riduzione dell'haircut del 20% sarà dimezzata al 10%;
 - 2) non saranno più consegnabili le attività quotate che dopo aprile 2020 avevano perso il merito di credito minimo;
 - 3) verrà reintrodotta il limite nell'aggregato di garanzie di un ente creditizio per quanto riguarda gli strumenti di debito non garantiti emessi da un altro gruppo bancario dal 10% al 2,5%, come prima dell'aprile 2020;
 - 4) saranno reintrodotti alcuni requisiti tecnici per l'ammissibilità dei prestiti bancari aggiuntivi (*additional credit claims, ACC*);
- a giugno 2023 verranno annunciati nuovi haircut e sarà eliminata la riduzione del 10%.
- a marzo 2024 saranno rivisti i requisiti di ammissibilità degli ACC, sebbene le banche centrali nazionali abbiano la facoltà di terminare anticipatamente il regime favorevole.

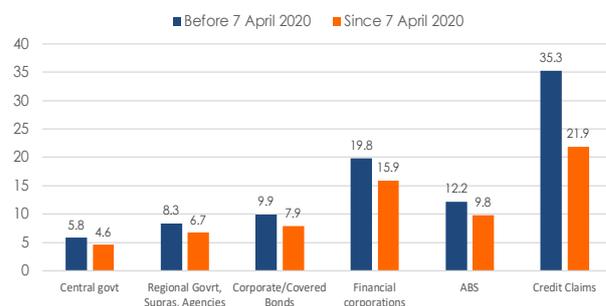
Inoltre, le banche centrali nazionali potranno accettare come garanzia i titoli governativi greci, che non soddisfano i requisiti minimi di qualità creditizia dell'Eurosistema, ma soddisfano tutti gli altri criteri di idoneità applicabili, almeno fino a quando continueranno i reinvestimenti in GBB nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) ovvero fino a dicembre 2024 in base a quanto annunciato a fine anno.

Misure di allentamento alle regole sulle garanzie introdotte ad aprile 2020

| Category | Collateral easing measures |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| Credit claims/ ACCs | Acceptance of ACC collateral covered by COVID-19 government guarantees |
| | Acceptance of new debtor types in ACCs covered by COVID-19 government guarantees |
| | Acceptance of expanded set of credit assessment systems |
| | Reduction of loan-level reporting requirements for credit institutions |
| | Removal of minimum size threshold for credit claims |
| Rating measures | Collateral eligibility "freeze", rating floor imposed at credit quality step 5 (CQS5) |
| | ABSs: eligibility "freeze", rating floor imposed at credit quality step 4 (CQS4) |
| Risk tolerance | Proportionate reduction of haircuts by 20% |
| | Reduction of haircuts for non-marketable assets |
| UBBs | Increase of concentration limit for unsecured bank bonds (UBBs) from 2.5% to 10% |
| Greek waiver | Acceptance of Greek sovereign debt as collateral |

Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

Scarti di garanzia medi applicabili alle categorie di attività ammissibili prima e dopo l'introduzione delle agevolazioni : sulle garanzie (stima BCE ad aprile 2020)



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

L'impatto sulla disponibilità di garanzie dell'introduzione del regime agevolato ad inizio 2020 è stato rilevante. Secondo una stima fornita dalla stessa BCE la riduzione degli scarti di garanzia generava una maggiore disponibilità di collaterale di circa 140 miliardi di euro, a cui si aggiungevano circa 160 miliardi di euro derivanti dall'aumento del limite di concentrazione sui titoli bancari non garantiti. Una delle motivazioni dell'aumento del limite di concentrazione era stata quella di mitigare lo stress sui tassi di mercato monetario nelle prime settimane della crisi

30 marzo 2022 9:50 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX and Commodities Research

Chiara Manenti
Fixed Income Strategist

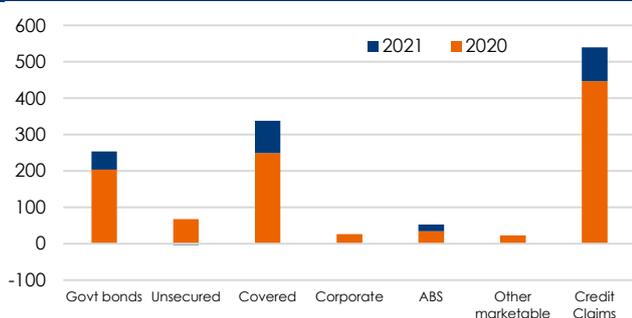
30 marzo 2022 9:55 CET

Data e ora di circolazione

COVID-19: il limite di concentrazione più elevato ha infatti incentivato le banche ad acquistare il debito a breve termine di altre banche, inclusa la carta commerciale, consentendo loro di assorbire i deflussi dai fondi del mercato monetario, come osservato durante.

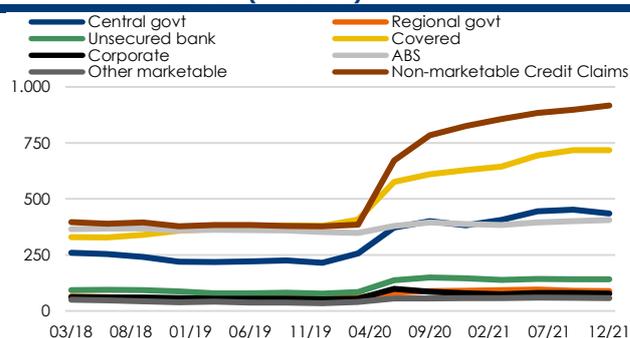
Durante la fase pandemica, le garanzie *non marketable* stanziati sono infatti quasi triplicate da inizio 2020, grazie essenzialmente alla disponibilità delle garanzie statali sui prestiti bancari: i prestiti bancari stanziati in BCE sono aumentati di 447 miliardi nel 2020 e di 92 mld nel 2021, per un totale di ben 540 miliardi, rispetto ad un aumento di 340 miliardi dei covered bond stanziati e di 254 miliardi di euro di governativi stanziati. A dicembre 2021, il monte garanzie stanziato in BCE, che ammontava a 2,838 miliardi di euro, era rappresentato per oltre il 32% da prestiti bancari, per il 25% da covered bond e per il 18% da titoli governativi.

Collaterale utilizzato per le operazioni in BCE (variazione annuale, mld euro)



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Composizione del collaterale per le operazioni di rifinanziamento in BCE (Mld euro)



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

La decisione della BCE di dare avvio alla normalizzazione delle regole sul collaterale non rappresenterà a nostro avviso un serio pericolo per la stabilità dei tassi di mercato monetario per tre ordini di ragioni:

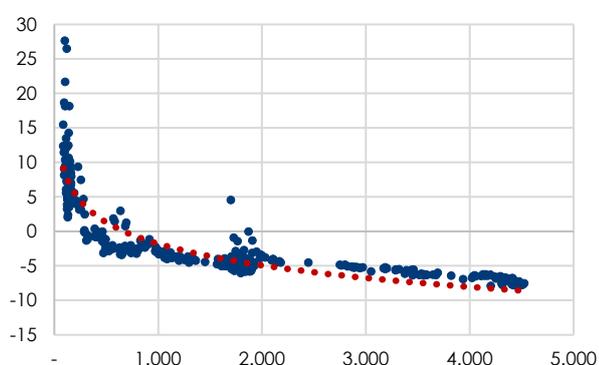
a) prima di tutto **la gradualità dell'aggiustamento** così come annunciata dovrebbe permettere alle banche di adattare le loro strategie di funding senza creare eccessiva volatilità sulle diverse categorie di attività. Il settore di mercato maggiormente esposto a rischi è quello dei prestiti bancari, ma il lasso temporale di due anni per la transizione finale ad un regime definitivo dovrebbe consentire di valutare le necessità del mercato non solo da parte della BCE ma anche e soprattutto da parte delle banche centrali nazionali, che hanno la facoltà di terminare parzialmente il regime straordinario sugli ACC.

b) **Le riserve in eccesso sono comunque destinate a ridursi** nel corso dei prossimi due anni per effetto dei rimborsi e/o rimborsi anticipati delle TLTRO III e successivamente anche per una riduzione del portafoglio titoli dell'Eurosistema. Per quanto riguarda TLTRO III, secondo la Survey of Monetary Analyst della BCE, le attese sono per una riduzione dello stock di TLTRO pari a 1 trilione di euro quest'anno (di cui 560 miliardi il prossimo giugno), 743 miliardi nel 2023 e 290 miliardi nel 2024. Indicazioni sull'intenzione delle banche di ridurre il ricorso in BCE emergevano già anche dalla survey sulle intenzioni di finanziamento del sistema bancario EBA di settembre 2021, da cui si rileva che "A dicembre 2020, i finanziamenti del settore pubblico hanno contribuito per quasi il 7% al finanziamento totale delle banche. Secondo le previsioni delle banche, questa quota è destinata a scendere a circa il 2,5% entro il 2023. Anche se le banche prevedono di aumentare i volumi di emissione di debito nei prossimi tre anni, l'aumento previsto non sarebbe sufficiente a sostituire interamente il grande volume di OMRLT in scadenza nel 2023." Sulla base del campione su cui si basa la survey EBA, la riduzione attesa del funding in BCE sarebbe del 70% entro il 2023 ovvero circa 700 miliardi di euro e ciò è coerente con l'aspettativa della SMA BCE in base a cui l'esposizione in BCE scenderebbe a circa 500 miliardi di euro a fine 2023.

Anche considerazioni di costo-opportunità spingono per la sostituzione da parte delle banche del funding in BCE con funding di mercato. Se si considera un tasso medio sull'intera durata di

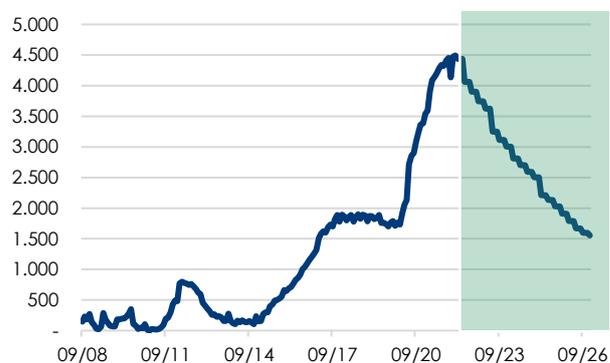
tre anni di ogni operazione TLTRO, anche in uno scenario di futuri rialzi dei tassi da parte della BCE per le banche che hanno ottenuto in tutto o in parte i vantaggi dei due periodi speciali di tasso (giugno 2020-21 e giugno 2021-22) esiste un carry positivo rispetto al tasso sui depositi. Se si considera invece il costo medio delle TLTRO per la parte di vita residua rispetto al costo del finanziamento su strumenti di mercato il vantaggio si azzerava e su alcuni emittenti core risultano più bassi i tassi di mercato rispetto a quelli delle TLTRO. Secondo i nostri calcoli basati sulla curva ESTR OIS corrente, il tasso medio atteso da giugno 2022 in poi sulla vita residua delle TLTRO è compreso tra 0,29% (media DFR) e 0,79% (media MRO), a seconda del posizionamento di ogni banca rispetto al benchmark. Questo costo è penalizzante per i paesi core rispetto ai tassi di mercato, come per esempio quelli sui covered bond, pari a circa 0,40% per gli emittenti tedeschi e a 0,43% per gli emittenti francesi.

Spread ESTR-Depo rate (pb, sx) vs eccesso di liquidità (Mld eur, dx)



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Eccesso di liquidità dell'Eurosistema (Mld euro, stime ISP)



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

c) **La liquidità in eccesso si manterrà comunque al di sopra del livello critico che storicamente ha generato un allargamento tra tassi di mercato e tassi ufficiali.** Come dimostra anche un recente studio della BCE¹ la relazione tra tassi di mercato e liquidità in eccesso è influenzata da campione di rilevamento: nel periodo pre QE tra il 2007 e il 2014 il livello critico della liquidità in eccesso oltre il quale si generano tensioni al rialzo sui tassi di mercato monetario si colloca intorno a 400 miliardi di euro, mentre sul campione successivo questo livello critico sale a circa 1 trilione di euro. La nostra stima (grafico sotto) che utilizza il tasso ESTR sul periodo da gennaio 2014 a marzo 2022 su dati settimanali conferma che spinte al rialzo sull'ESTR rispetto al tasso sui depositi si verificano per valori di liquidità in eccesso inferiori a 1 trilione di euro, ma un livello così basso di liquidità difficilmente sarà raggiunto entro i prossimi quattro anni. La nostra previsione è che il principale fattore drenante della liquidità euro sarà fino a fine 2023 la riduzione delle TLTRO, mentre da fine 2023 in poi la BCE potrebbe iniziare a ridurre anche lo stock di titoli in portafoglio: secondo le nostre previsioni, la liquidità in eccesso potrebbe scendere nel range pre-pandemia tra 1,5-2,0 trilioni di euro a fine 2026².

Nel breve termine, l'effetto più rilevante dell'avvio della normalizzazione delle regole sul collaterale sembra quello di cancellare dallo scenario dei prossimi mesi la possibilità che siano introdotte nuove misure di rifinanziamento straordinarie, rafforzando quindi la decisione presa a dicembre dalla BCE di chiudere TLTRO III.

¹ P. Åberg, M. Corsi, V. Grossmann-Wirth, T. Hudepohl, Y. Mudde, T. Rosolin, F. Schobert, "Demand for central bank reserves and monetary policy implementation frameworks: the case of the Eurosystem" Occasional Paper n.282 settembre 2021.

² Dal lato del passivo del bilancio dell'Eurosistema, risulta molto elevata anche la liquidità dei governi oggi pari a 699 miliardi di euro rispetto a una media 2008-2015 di 102 mld di euro. La riduzione di questa voce potrebbe attirare l'impatto sulle riserve in eccesso della variazione dell'attivo.

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate / Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi

tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.
Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

| | | |
|-----------------------------|-------|-----------------------------------|
| Luca Mezzomo (Responsabile) | 62170 | luca.mezzomo@intesasanpaolo.com |
| Alessio Tiberi | 62985 | alessio.tiberi@intesasanpaolo.com |

Rates, FX & Commodities Research

| | | |
|-------------------------------|-------|---------------------------------------|
| Sergio Capaldi (Rates) | 62036 | sergio.capaldi@intesasanpaolo.com |
| Chiara Manenti (Rates) | 62107 | chiara.manenti@intesasanpaolo.com |
| Federica Migliardi (Rates) | 62102 | federica.migliardi@intesasanpaolo.com |
| Asmara Jamaleh (FX) | 62111 | asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com |
| Daniela Corsini (Commodities) | 62149 | daniela.corsini@intesasanpaolo.com |