

TLTRO III: non c'è due senza tre!

Alla riunione del 6 giugno la BCE ha comunicato [i dettagli](#) delle TLTRO III che verranno condotte tra settembre 2019 e marzo 2021, ciascuna con durata di 24 mesi. Le condizioni d'asta nel complesso sono ancora attraenti. Pertanto, ci aspettiamo che la richiesta di fondi resti elevata probabilmente tra i 400 e 500 mld di euro, comunque in calo rispetto ai 739 mld delle TLTRO II.

Le banche potranno prendere a prestito fino al 30% dello stock di prestiti alle imprese non finanziarie e famiglie (esclusi i mutui) al 28/02/2019: 1737 mld di euro per la media area euro. Il limite massimo va decurtato dei fondi presi con le TLTRO II e non ancora rimborsati per un ammontare di 718,7 miliardi di euro. Il plafond effettivo, quindi, è di poco più di un trilione di euro.

A differenza delle precedenti TLTRO, nelle singole aste non sarà possibile prendere più del 10% dello stock di prestiti al 28/02/2019 fino ad arrivare al 30% del massimale previsto. Il vincolo risponde alla necessità di limitare la concentrazione delle richieste e quindi delle scadenze, a differenza di quanto si è verificato in passato. A differenza delle precedenti aste, non sarà possibile il rimborso anticipato.

La BCE ha stabilito che il tasso nelle TLTRO III potrà variare tra un massimo pari al Refi prevalente nella vita dell'operazione, + 10 punti base, fino a un minimo del tasso sui depositi + 10 punti base se le banche prenditrici saranno particolarmente virtuose nel rispettare un dato *benchmark* di crescita degli impieghi. Le banche otterranno il massimo del beneficio nel caso in cui gli impieghi a marzo 2021 saranno cresciuti più del 2,5% rispetto al *benchmark lending*. Al di sotto di tale soglia lo sconto di tasso sarà modulato percentualmente in relazione alla crescita degli impieghi rispetto al benchmark.

Ottenere il tasso minimo -0,3% dovrebbe essere ancora relativamente semplice, almeno a livello aggregato. Come nelle TLTRO II, le banche dovranno eccedere del 2,5% il benchmark sugli impieghi alla clientela. Per le banche con una crescita positiva degli impieghi nei 12 mesi fino al 31/03/2019, il benchmark è zero (alias non è richiesta una crescita ancora più sostenuta). Per le controparti che esibiscono una decrescita degli impieghi nei 12 mesi fino al 31/03/2019, il *benchmark* è pari alla dinamica nel periodo di riferimento, ovvero è sufficiente ridurre gli impieghi del 2,5% per ottenere il beneficio di tasso.

Le operazioni TLTRO III a condizioni ancora generose mirano a garantire condizioni al credito ultra-accomodanti, cercando allo stesso tempo di ridurre la dipendenza del sistema dai fondi BCE. Le operazioni sono molto probabilmente una delle ultime misure che la BCE adotterà sotto la guida di Draghi. A meno di sviluppi fortemente più negativi sul fronte dei dati, pensiamo che il Consiglio non modificherà la guidance sui tassi né sui reinvestimenti da qui a novembre.

Alla luce dei dettagli diffusi dalla BCE la scorsa settimana valutiamo che le aste TLTRO III siano ancora generose e attraenti per parti del sistema.

Come nelle precedenti aste lo stock di prestiti è l'ammontare di impieghi alle imprese non finanziarie e alle famiglie esclusi i mutui per acquisto di abitazioni. Il plafond è fissato al 30% dello stock di prestiti al 28/02/2019, al netto dei fondi presi a prestito nelle TLTRO II e non ancora rimborsati per un ammontare di 718,7 mld di euro, per un totale di 1 trilione di euro, come mostra la tabella 1. Pertanto, le condizioni d'asta non differiscono dalle TLTRO II; anche in quel caso il plafond era fissato al 30% degli impieghi al netto del *take-up* al TLTRO I. Il limite netto nelle TLTRO II era pari a circa 1,5 trilioni di euro.

Ricordiamo che nel complesso le banche dell'eurosistema hanno preso 739 mld di euro (367 miliardi di euro al netto della liquidità trasferita dal TLTRO I) nelle TLTRO II, pari al 49% del limite teorico previsto (30% dei prestiti alle imprese e dei crediti alle famiglie esclusi i mutui al 31/01/2016), di questi fondi, 718,7 mld di euro non sono stati ancora rimborsati.

I prezzi del presente documento sono aggiornati all'11.06.2019

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

11 giugno 2019

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Anna Maria Grimaldi
Economista – Area Euro

In teoria, le banche dell'euro-sistema potrebbero aumentare il ricorso a fondi BCE fino a 1 trilione di euro (v. Fig. 1), ma è assai improbabile che questo si verifichi. **Circa il 60% dei fondi delle TLTRO II è detenuto da Spagna e Italia, che hanno preso circa il 100% del limite** (v. Fig. 2). Dovrebbero essere le banche dei paesi *core* ad aumentare il ricorso al finanziamento in BCE, uno scenario da escludere dal momento che queste ultime godono di condizioni di accesso al mercato molto favorevoli e più vantaggiose rispetto al tasso che potrebbero ottenere in BCE, e convivono già con ampi eccessi di riserve.

Rispetto alle precedenti TLTRO ci sono delle **novità**.

- La BCE ha dimezzato la durata del prestito e allo stesso tempo ha limitato la quantità di fondi prendibile in ciascuna asta al 10% dello stock di prestiti al 28/02/2019. La durata più breve risponde alla volontà del Consiglio di ridurre anche in termini temporali la dipendenza dai fondi BCE.
- Il limite del 10% risponde alla necessità di limitare la concentrazione delle richieste e quindi delle scadenze, a differenza di quanto si è verificato in passato. Inoltre, il limite del 10% impone agli istituti di credito una pianificazione del ricorso alla BCE anche in relazione alla necessità di rifinanziare titoli in scadenza e/o per smussare i salti di liquidità in modo da rispettare ratio regolamentari.
- La struttura del costo del TLTRO III è stata concepita in modo da incentivare le banche ad utilizzare i fondi ottenuti per finanziare realmente l'economia. Il tasso applicato, come nelle precedenti TLTRO II, dipende infatti dalla dinamica dei prestiti di ogni singola banca rispetto ad un benchmark che sarà calcolato sulla base dei prestiti erogati tra marzo 2018 e marzo 2019. Il tasso massimo applicato è il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento BCE (tasso Refi o MRO) prevalente durante la vita dell'operazione più uno spread di 10 punti base. Tuttavia, se i prestiti netti erogati da una singola controparte supereranno il suo benchmark tra il 31 marzo 2019 e il 31 marzo 2021 del 2,5%, il tasso applicato verrà ridotto fino ad un minimo pari al tasso sui depositi BCE prevalente nella vita dell'operazione più uno spread di 10 punti base, quindi fino a -0,3% (attualmente il tasso sui depositi è di -0,4%). Nelle precedenti aste il tasso massimo era il Refi per tutta la durata dell'operazione (4 anni) e il tasso minimo era -0,4% ovvero il tasso sui depositi al momento dell'asta. Quindi le condizioni di tasso sono meno vantaggiose rispetto alle TLTRO II, ma non in maniera significativa dal momento che il tasso minimo potrà arrivare fino a -0,3%.
- A fine esplicativo, vediamo cosa implica il limite del 10% guardando all'Italia. Le banche in aggregato potrebbero prendere fino a 281 mld (in caso di piena restituzione dei 241 mld dalle TLTRO II). In assenza del vincolo del 10% le banche italiane potrebbero concentrare la richiesta di fondi su una o due aste a fine periodo. In base al vincolo del 10%, le banche in aggregato non possono richiedere più di 93 mld in ciascuna asta. Si noti che, in assenza di rimborso anticipato dei 281 mld delle TLTRO II, con il vincolo del 10% le banche italiane potrebbero andare in asta al massimo per 40 mld di euro.

Le operazioni TLTRO III a condizioni ancora generose mirano a garantire condizioni al credito ultra-accomodanti, cercando allo stesso tempo di ridurre la dipendenza del sistema dai fondi BCE. Riteniamo che il ricorso alla finestra BCE resterà importante in particolare per le banche della periferia che otterrebbero condizioni meno vantaggiose sul mercato. Altresì è ragionevole aspettarsi una riduzione delle richieste da parte delle banche dei paesi *core*, che sono in grado di ottenere sul mercato costi anche più vantaggiosi rispetto al -0,3% minimo previsto per le nuove TLTRO III. A regime, la liquidità presa con le TLTRO III potrebbe aggirarsi tra i 400 e i 450 miliardi di euro, comunque in calo rispetto ai 739 delle precedenti TLTRO II.

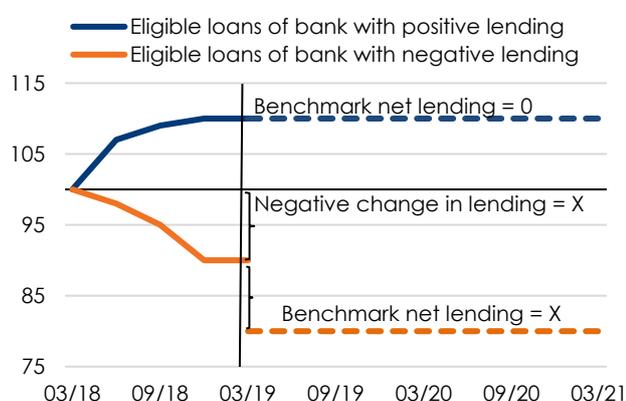
Le operazioni sono molto probabilmente una delle ultime misure che la BCE adotterà sotto la guida di Draghi. A meno di sviluppi fortemente più negativi dai dati pensiamo che il Consiglio non modificherà la guidance sui tassi né sui reinvestimenti di qui a novembre.

Tab. 1 – TLTRO come cambierà la richiesta fondi con le nuove condizioni d’asta

	DE	FR	IT	ES	NL	IE	LU	BE	AT	PT	FI	GR	CY	SK	SI	MT	EE	EA
1. Volume prestiti 28/02/2019	1511	1329	936	642	403	78	89	168	235	93	122	108	22	28	14	6	9	2295
2. Massimale lordo = 30% x 1	453	399	281	193	121	23	27	51	71	28	37	32	6	8	4	2	3	1,737
3. Massimale in ciascun’asta = 10% x 1	151	133	94	64	40	8	9	17	24	9	12	11	2	3	1	1	1	229
4. TLTRO II funds outstanding	-88	-114	-241	-161	-28	-3	-5	-23	-20	-19	-9	-8	-1	-1	-1	0	0	-719
5. Massimale netto = 2 - 4	365	285	40	32	93	20	22	28	51	9	28	24	5	7	3	2	3	1019
Stime ISP richiesta TLTRO III	17.6	39.9	204.9	136.9	11.2	1.2	2.0	9.2	8.0	7.6	3.6	3.2	0.4	0.4	0.4	0.0	0.1	446
Richiesta fondi in % del massimale	4	10	73	71	9	5	7	18	11	27	10	10	6	5	10	2	2	
Var. netta fondi TLTRO	-70	-74	-36	-24	-17	-2	-3	-14	-12	-11	-5	-5	-1	-1	-1	0	0	-272

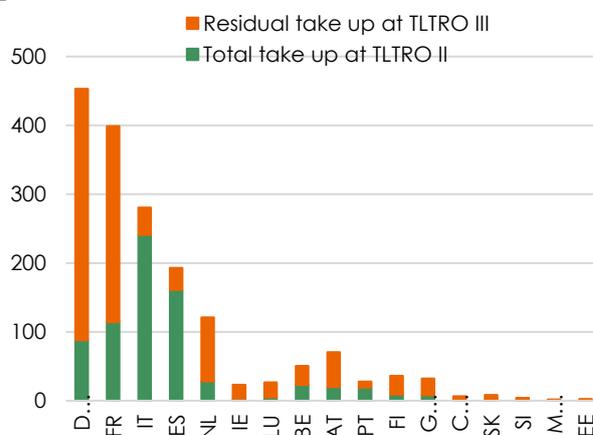
Fonte: BCE dati sul volume degli impieghi al 28/02/2019 e operazioni TLTRO II al 10/06/2019; stime Intesa Sanpaolo

Fig. 1 – Come funziona il benchmark?



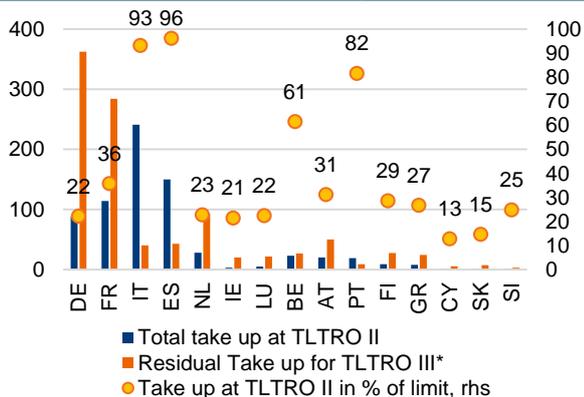
Fonte: BCE e Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Quanto della liquidità presa con le TLTRO II verrà rinnovata? Il sistema potrebbe aumentare il take up complessivo



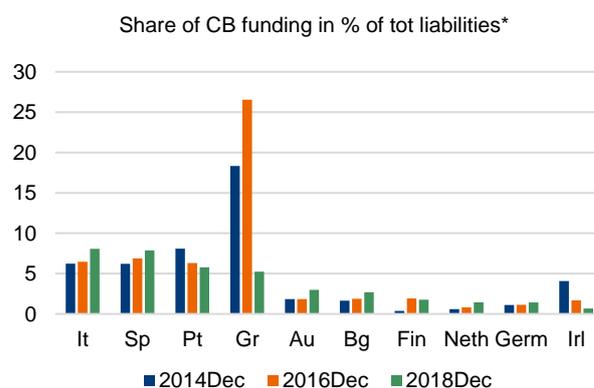
Nota: (#) Il take up residuo è stabilito al 30% dei prestiti al 28/02/2019 meno ragionevolmente quanto preso alle TLTRO II, dati non disponibili al momento delle nostre stime. Fonte: BCE, Banche centrali nazionali e stime Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – Ma a richiedere di più dovrebbero essere le banche dei paesi core, uno scenario altamente improbabile



Nota: (*) la BCE ha indicato che l’eligible lending va calcolato al 28/02/2019. Fonte: Thomson Reuters-Datstream

Fig. 4 – La BCE vuole rendere le banche gradualmente meno dipendenti dal credito dell’eurosistema



Nota: (*) le passività principali consistono di passività totali escluse le azioni/quote emesse dai fondi del mercato monetario e altre passività (componenti volatili che sono separate dalle attività principali delle banche, tra cui passività da derivati) Fonte: BCE, dati sulla supervisione del sistema bancario

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Anna Maria Grimaldi	62118	anna.grimaldi@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

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

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp 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 separazione 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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. 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://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp 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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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.