

**POLITICA MONETARIA****STRATEGIE BCE  
E ACQUISTI  
PANDEMICI**di **Marcello Minenna**

Lo scorso 16 dicembre la Bce ha confermato che il programma pandemico di acquisti di attivi (Pepp) terminerà il prossimo marzo e che fino ad allora gli acquisti netti mensili procederanno a un ritmo più lento. Il ritiro dello stimolo monetario sarà comunque graduale. I rimborsi sui titoli Pepp in portafoglio saranno reinvestiti almeno sino

a tutto il 2024 e gli acquisti del QE standard saranno potenziati nel secondo e terzo trimestre 2022 per poi proseguire a tempo indeterminato con 20 miliardi al mese. Queste misure dovrebbero aumentare di 400-500 miliardi i titoli detenuti dall'Euro-sistema e assicurare una buona copertura alle nuove emissioni di titoli di Stato dell'Eurozona.

—*Continua a pagina 15***GLI ACQUISTI BCE E IL NODO DEI PRESTITI T-LTRO**di **Marcello  
Minenna**—*Continua da pagina 1*

Nel 2022 potrebbe invece ridursi notevolmente il portafoglio prestiti dell'Euro-sistema, riconducibile in larga parte alla terza serie di T-Ltro, i prestiti triennali erogati a condizioni agevolate alle banche per supportare il credito all'economia reale. Il prossimo 23 giugno scadrà il periodo durante cui le banche possono indebitarsi con l'Euro-sistema a un tasso ultra-agevolato e ciò potrebbe causare un notevole calo della liquidità nell'area euro.

Al momento le banche hanno oltre 3600 miliardi di euro di riserve in eccesso. Su queste riserve pagano però lo 0,5% (stesso tasso dei depositi in Bce), a eccezione della parte – calcolata moltiplicando sino a 6 volte il requisito minimo – resa esente dal sistema a due livelli introdotto nel 2019, c.d. tiering. Grazie a tale sistema e ai tassi duali sui prestiti T-Ltro III, sinora le banche hanno potuto controbilanciare il costo della politica di tassi negativi (Nirp) della Bce. Infatti, il tasso

d'interesse massimo sui T-Ltro è del -0,5% che, sino a giugno 2022, scende al -1% a condizione di non tagliare i prestiti netti all'economia. Queste agevolazioni hanno addirittura permesso ad alcune banche di lucrare un profitto da arbitraggio di 50 punti base sulle riserve in eccesso non esenti dal pagamento del tasso sui depositi. A livello aggregato, si può stimare che da metà 2020 in poi i benefici dovuti al tiering e ai tassi duali abbiano superato i costi per il sistema bancario derivanti dai tassi negativi della Bce.

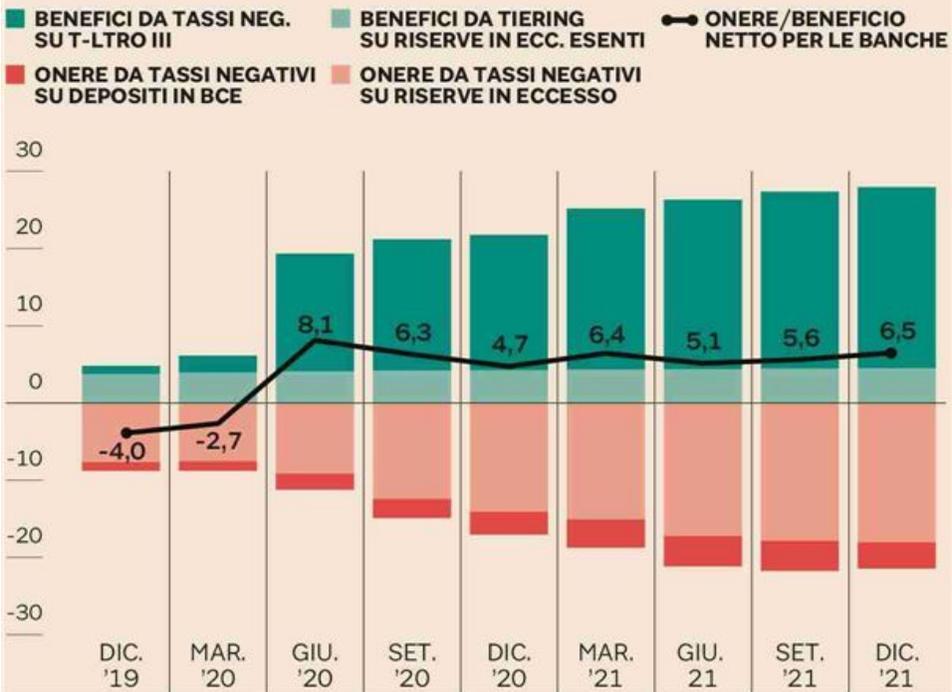
Questi benefici si ridurranno drasticamente quando a giugno terminerà la finestra temporale per usufruire del tasso del -1% sui prestiti T-Ltro. È assai probabile che, per limitare i costi della Nirp, le banche rimborseranno anticipatamente una grossa fetta dei T-Ltro sottoscritti, almeno mille miliardi secondo vari analisti. In tale ipotesi, nel 2022 l'attivo di bilancio dell'Euro-sistema subirebbe una riduzione netta di 500-600 miliardi di euro (considerati anche i nuovi acquisti di titoli, v. sopra).

Per evitare un brusco calo della liquidità, la Bce potrebbe aumentare il moltiplicatore del tiering o prorogare il periodo di applicazione del tasso ultra-agevolato sui T-Ltro III. Oppure potrebbe ricorrere a operazioni di pronti-contro-termine inverse (reverse repo) come la Fed fa da mesi per frenare le pressioni al ribasso sui tassi di mercato. Con questo strumento la banca centrale drena la liquidità in eccesso nel sistema indebitandosi overnight con le banche e cedendo a garanzia titoli liquidi e sicuri. Si tratta di un'opzione da esplorare e che potrebbe traghettare le banche dell'Eurozona sino a quando la Bce non alzerà i tassi, mossa ancora de facto esclusa almeno per l'intero 2022.

*Direttore Generale delle Accise,**Dogane e Monopoli*📧 **@MarcelloMinenna***Le opinioni espresse sono strettamente personali*

## I costi delle operazioni delle banche dell'area euro

Stima degli oneri da tassi negativi e dei benefici massimi potenziali da *tiering* e T-LTRO III per le banche dell'area euro. Dati annualizzati. In miliardi di euro



Fonte: Elaborazioni su dati BCE

