

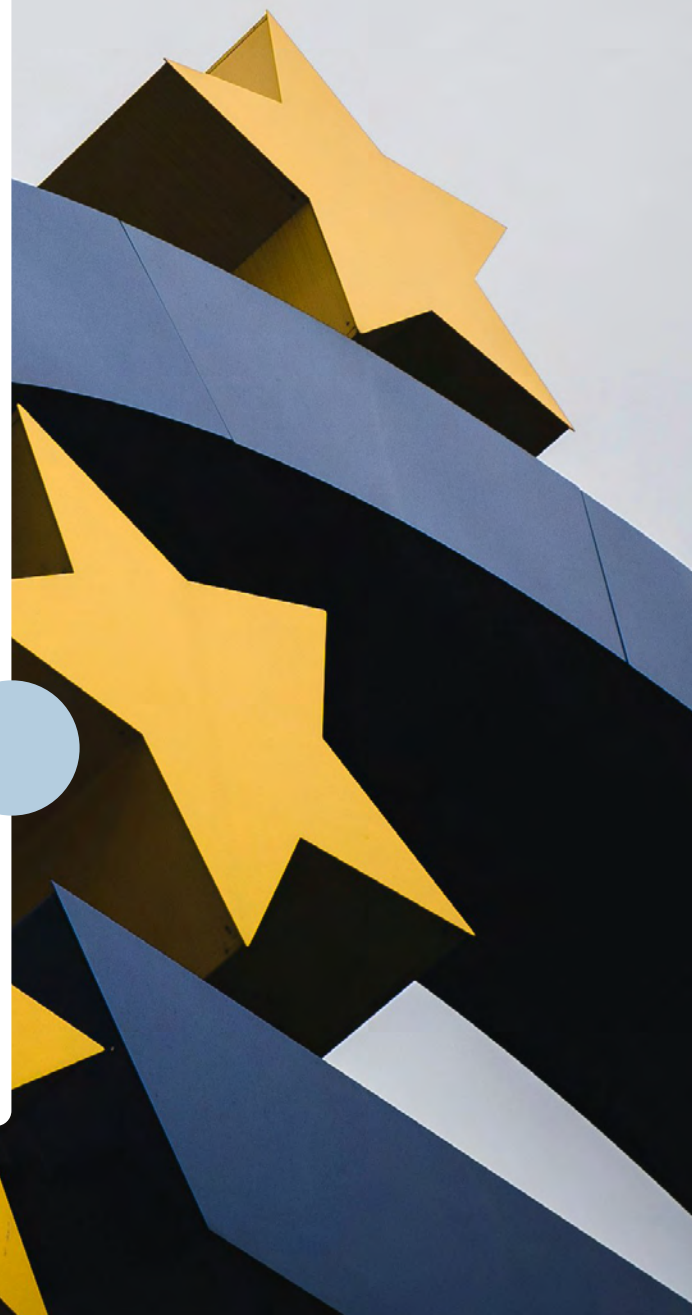
Guardiana della galassia euro

cambio di rotta
sulla liquidità per
la BCE



GIUGNO 2024

Comunicazione di marketing



Informazioni sull'autore.

Pierre Boyer

Head of Money Market
and Short Term



Pierre Boyer è Head of Money Market presso Candriam dal 2012 e gestore dei fondi del mercato monetario dal 2008.

La sua carriera è iniziata nel 2004, quando si occupava di derivati nel middle office di Calyon; è quindi passato al Crédit Lyonnais Asset Management in qualità di assistant fund manager di fondi monetario. Nel 2005 si è unito a CIC - Banque Transatlantique come gestore sia azionario sia obbligazionario.

Pierre ha una laurea in finanza della Scuola di management ESCEM in Francia e un corso post-laurea in ingegneria finanziaria della Skema Business School, anch'essa in Francia.

Somma- rio.

Sintesi 04

Introduzione: La trasformazione della BCE e il dilemma sulla liquidità 06

Da guardiana dei prezzi ad ancora dell'eurozona 07

Misure non convenzionali per
una sfida senza precedenti 08

L'impatto sul bilancio della BCE 09

L'approccio futuro della BCE in materia di liquidità 12

Meccanismi Corridor contro Floor
e implicazioni per i tassi 12

Sul filo del rasoio della liquidità in eccesso 16

Il futuro della gestione della liquidità nell'eurozona 18

Tracciare la rotta per il futuro 19

Risorge "la fenice" del mercato monetario 22

Una questione di volatilità di mercato
più che di Corridor o Floor 25

Conclusione: Essere flessibili in un ambiente in evoluzione 27

Sintesi.

Sintesi.

La Banca centrale europea (BCE) ha subito una notevole trasformazione, passando da osservatrice passiva a guardiana proattiva della stabilità finanziaria nell'eurozona. In un momento in cui la BCE normalizza la propria politica monetaria dopo un periodo di misure non convenzionali, sta emergendo una sfida chiave: la gestione dell'eccesso di liquidità. Questo articolo esplora il ruolo in evoluzione della BCE nel rispondere a questa sfida.

Punti chiave:

- **La BCE ha un delicato equilibrio da mantenere:** tenere a bada l'inflazione e sostenere la crescita economica, mantenendo la stabilità finanziaria ed evitando dissesti sui mercati.
- **L'attuale strategia** comporta la riduzione graduale dell'eccesso di liquidità attraverso una stretta monetaria o quantitative tightening (QT) insieme ad altri strumenti.
- **La BCE sta prendendo in considerazione di adottare un approccio più flessibile alla gestione della liquidità in futuro, guidato dalla domanda**, che potrebbe includere un sistema ibrido Corridor-Floor.
- **Le misure di stretta dovrebbero ravvivare i fondi del mercato monetario (FMM)** rendendoli una valida alternativa ai depositi bancari.

Il successo della BCE dipende dalla sua abilità di gestire attentamente questo contesto complesso. Una chiara comunicazione, azioni misurate e soluzioni innovative saranno cruciali per assicurare una transizione serena e una stabilità finanziaria a lungo termine nell'eurozona.



Introduzione: La trasformazione della BCE e il dilemma della liquidità.

”

La BCE è pronta a fare tutto ciò che è necessario per preservare l'euro.

- Mario Draghi, allora Presidente della Banca centrale europea alla Global Investment Conference a Londra, 26 luglio 2012

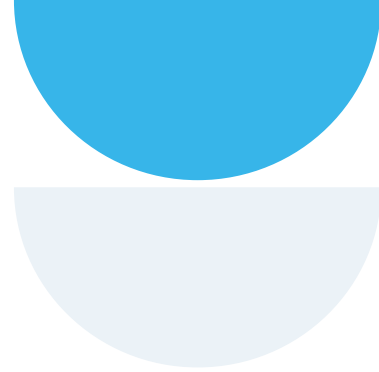
Sono lontani i giorni in cui la Banca centrale europea (BCE) restava in disparte, sorvegliando inflazione e offerta di moneta. Dopo più di 15 anni di modifiche, la BCE è diventata prode guardiana della stabilità finanziaria dell'eurozona. La svolta è avvenuta durante la crisi finanziaria del 2008, che ha evidenziato i limiti di una politica incentrata meramente sull'inflazione. Quando la crisi è diventata un'emergenza per liquidità e banche, sono salite le pressioni sulla BCE per agire in modo deciso.

Sotto la guida di Mario Draghi, la BCE si è notevolmente trasformata, passando da un approccio passivo ad un interventismo proattivo, dotato di un enorme arsenale di strumenti a salvaguardia della zona euro. Un momento decisivo ci fu nel 2012. In un memorabile discorso, il Presidente Mario Draghi dichiarò l'impegno irremovibile della BCE nel preservare l'eurozona: *"Nel nostro mandato, la BCE è pronta a fare qualunque cosa sia*

necessaria per preservare l'euro. E credetemi, sarà sufficiente (...). Quindi dobbiamo gestire questa frammentazione finanziaria affrontando questi problemi".

La crisi del debito sovrano, durante la quale diversi governi europei avevano difficoltà nel prendere in prestito denaro tra il 2010 e il 2012, obbligò la BCE a fornire un supporto ampio e illimitato a tutti i Paesi della zona euro per i quali si prospettavano salvataggi sovrani. Gli interventi scongiurarono il disastro immediato, ma gonfiarono il bilancio della BCE a livelli mai visti e inondarono il mercato con liquidità.

Ma il contesto è cambiato da allora, e la BCE ha di fronte un'altra sfida. Ora deve ricalibrare gli interventi per mantenere il controllo sul proprio strumento principale: il tasso di interesse a breve termine. La recente lievitazione del suo bilancio e



gli sforzi per normalizzare la situazione richiedono ulteriori aggiustamenti al quadro di politica monetaria.

In questo contesto in evoluzione, la BCE deve prendere decisioni cruciali, che avranno un impatto profondo sul corso della finanza della zona euro. Si tratta di decisioni di grande rilevanza, in quanto la

BCE gestisce tassi di interesse e liquidità in eccesso in un contesto economico che si è evoluto ben oltre il proprio quadro originale.

La questione impellente è se la Presidente Christine Lagarde manterrà l'attuale "sistema floor", ritornerà al "sistema corridor" pre-crisi o se magari introdurrà un sistema ibrido che combina controllo e volatilità.

Da guardiana dei prezzi ad ancora dell'eurozona.

La Banca centrale europea ha fatto passi da gigante dalla creazione nel 1999. Inizialmente incaricata dell'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi, come previsto dal Trattato di Amsterdam, l'istituzione, ora guidata dall'ex Amministratrice delegata del Fondo monetario internazionale ed ex ministra dell'economia francese, è diventata il fulcro del sistema finanziario dell'eurozona.

Se è vero che la BCE ha la parte del protagonista, gli Stati membri dell'eurozona meritano il riconoscimento dei propri sforzi per aver difeso l'unità europea. Nondimeno, il ruolo della BCE è

divenuto sostanzialmente più proattivo in risposta alle crisi sempre più frequenti che sono emerse dopo il 2008.

Sulla scia del mandato di Draghi, la BCE è entrata in un'era di corposi interventi monetari, caratterizzati da numerosi aggiustamenti dei tassi d'interesse, l'introduzione di tassi d'interesse negativi, iniezioni di liquidità e acquisti obbligazionari su larga scala. Durante la pandemia, la BCE ha svolto un ruolo fondamentale nel sostenere l'economia dell'eurozona e nell'affrontare le sfide successive poste dalla crescita dell'inflazione.

Misure non convenzionali per sfide senza precedenti

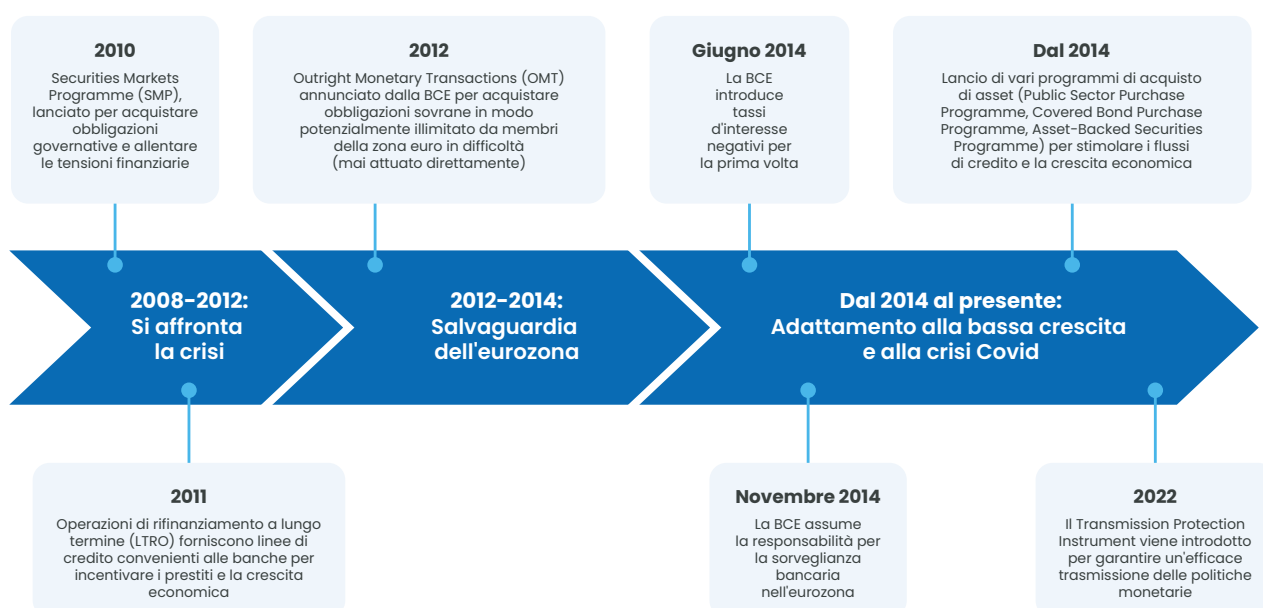
Anche se l'inflazione rimane un obiettivo primario, la crisi del 2008 ha esposto l'eurozona a debolezze che hanno richiesto un approccio più proattivo da parte della BCE. Questo periodo ha segnato l'inizio di un notevole cambiamento: la banca centrale ha adottato diverse misure non convenzionali atte a impedire un collasso finanziario e a stabilizzare l'economia dell'area euro.

Le misure hanno contribuito a:

- **Ripristinare la fiducia nel sistema finanziario europeo:** facendo in modo che le banche avessero liquidità a sufficienza, la BCE ha rassicurato gli investitori e impedito che si diffondesse il panico.
- **Stimolare i finanziamenti e impedire la deflazione:** una maggiore liquidità ha incoraggiato le banche a prestare più liberamente ad aziende e a famiglie, sostenendo così l'attività economica. Accrescendo l'offerta di moneta e sostenendo l'attività finanziaria, la BCE ha aiutato a impedire che l'inflazione scendesse troppo, il che avrebbe ulteriormente ostacolato la crescita economica.

Figura 1:

Risposte alla crisi della BCE



Fonte: ECB, Candriam, maggio 2024

L'impatto sul bilancio della BCE

I vari programmi di acquisto di asset su larga scala attuati dalla Banca alla luce di un contesto di bassa crescita, hanno gonfiato in modo significativo il bilancio dell'istituzione negli ultimi dieci anni.

Il bilancio della BCE in breve

Dato il suo ruolo cruciale nel dare vita a dinamiche di mercato e nel guidare la politica monetaria, il bilancio della BCE è diventato uno strumento cruciale per gestire la complessità finanziaria. Riflette sia le dimensioni, sia la composizione di attivo e passivo della BCE.

Qui di seguito viene presentata una scomposizione semplificata del bilancio della BCE:

Attività

- **Operazioni di rifinanziamento principali (MRO) e Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO):** Le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a più lungo termine forniscono liquidità alle banche.
- **Portafogli monetari** Questi portafogli, inclusi il Programma di acquisto di attività (PAA) e il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP), iniettano liquidità nel sistema.
- **Altre attività:** Includono asset non monetari quali oro, crediti FMI e riserve in valuta, tra gli altri.

Passività

- **Depositi delle banche:** Somma dei conti correnti e depositi delle banche.
- **Depositi pubblici:** Depositi dei governi UE.
- **Depositi esteri:** Depositi di istituzioni ufficiali estere.
- **Altri depositi:** Depositi di istituzioni finanziarie non bancarie UE.
- **Banconote:** Banconote in euro in circolazione. Sono distribuite tra le varie banche centrali nazionali e la BCE secondo il sistema di ripartizione delle banconote convenuto dal Consiglio direttivo.
- **Altre passività:** Queste includono capitale e conti di rivalutazione.

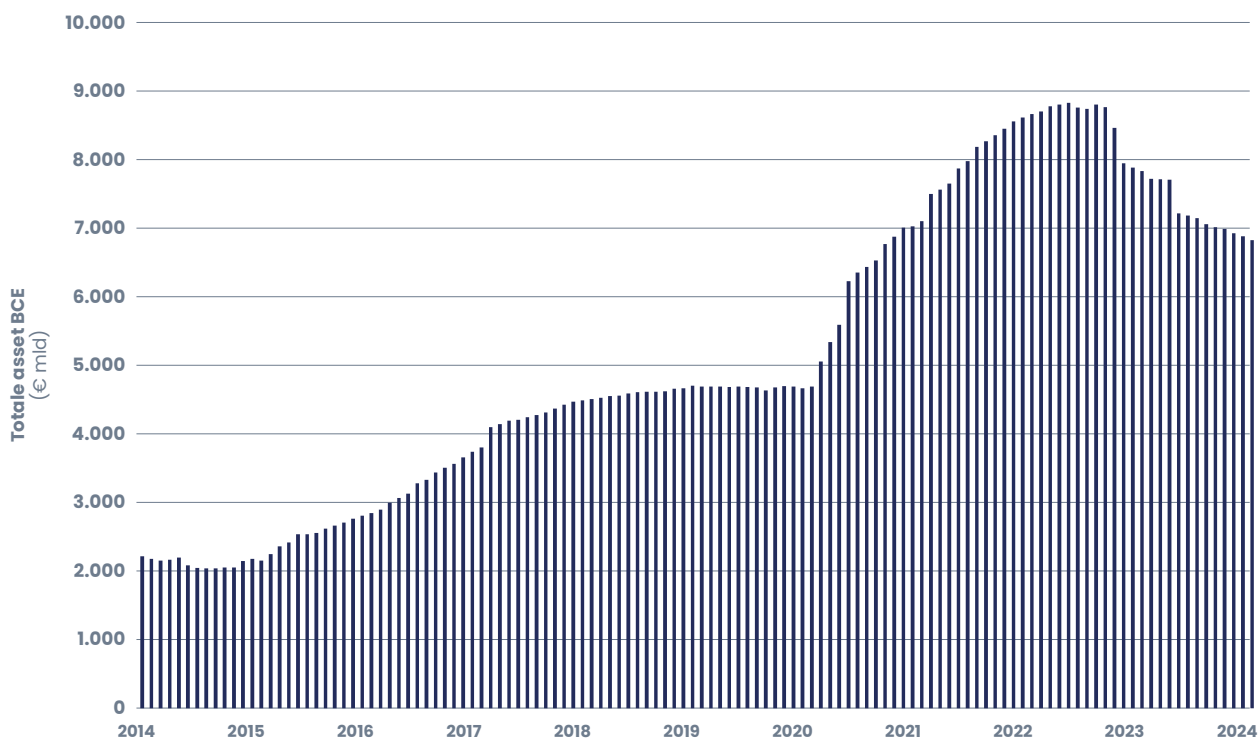
Alcuni elementi del bilancio della BCE; detti "fattori autonomi", sono al di fuori del suo controllo diretto. Questi fattori hanno un impatto significativo sulle condizioni della liquidità, ma non sono un risultato diretto delle operazioni di politica monetaria o delle riserve detenute dalla BCE. Questi fattori possono essere una notevole fonte di incertezza nel prevedere i futuri bisogni di liquidità all'interno del sistema bancario.

La BCE dà vigore all'Eurosistema

L'eccesso di liquidità, che indica il surplus di liquidità nel sistema bancario oltre i requisiti minimi di riserva, è direttamente impattato dalle dimensioni e dalla composizione del bilancio della BCE. Quando la BCE conduce operazioni di finanziamento per gli istituti di credito, come ha fatto nell'ultimo decennio, inietta liquidità nel sistema finanziario. Questa liquidità circola nel sistema ed eventualmente costituisce depositi nel passivo del bilancio della BCE. Al contrario, riducendo le dimensioni del suo bilancio attraverso misure quali la riduzione graduale degli acquisti di asset, riduce l'eccesso di liquidità.

Figura 2:

Liquidità della zona euro: Un aumento di mille miliardi



Fonte: Candriam, Bloomberg, marzo 2024

Per ragioni già spiegate, il bilancio della BCE si è espanso notevolmente dal 2012, raggiungendo quasi €9.000 mld attraverso acquisti obbligazionari e operazioni di finanziamento. Più di recente, le misure monetarie non convenzionali della BCE sono state gradualmente ridotte, riducendone il bilancio a €7.000 miliardi. Ciò è dovuto al taglio graduale delle linee di credito alle banche commerciali e alla riduzione degli acquisti obbligazionari come conseguenza della calma osservata nel settore bancario e nelle pressioni inflazionistiche in aumento.



Rischi benefici dell'eccesso di liquidità

Gestire l'eccesso di liquidità è una mansione chiave delle banche centrali. L'eccesso di liquidità può sostenere la stabilità finanziaria e pertanto svolge un ruolo cruciale nel dare forma all'efficacia della politica monetaria. Riduce notevolmente la volatilità dei tassi d'interesse a breve termine, agevolando in tal modo la trasmissione della politica monetaria nell'economia, nel complesso. Può anche creare dei rischi, per esempio potrebbe alimentare l'inflazione dei prezzi degli asset o distorcere il funzionamento del mercato.

Tuttavia, una riduzione della liquidità potrebbe limitare la capacità delle banche di erogare finanziamenti, ostacolando in tal modo l'attività dell'economia. Al contrario, può portare a una maggiore volatilità dei tassi a breve termine, che possono impattare negativamente la trasmissione della politica monetaria nell'economia più ampia. Pertanto, le banche centrali devono valutare attentamente il livello ottimale di eccesso di liquidità per raggiungere gli obiettivi di politica, mitigandone al contempo i potenziali effetti collaterali.

In risposta alle condizioni economiche in evoluzione, la BCE ha attivamente riformulato il proprio approccio per affrontare le sfide emergenti, concentrandosi in particolare sull'espansione del suo bilancio. La gamma di misure attuate ha sollevato domande sul loro impatto sulla liquidità, avendo prodotto riserve eccessive per le banche, al di sopra dei requisiti regolamentari. Siccome questo eccesso di liquidità ha notevoli implicazioni per i mercati finanziari come per l'attività economia, gli analisti stanno attentamente monitorando l'impatto di queste misure sul contesto economico più ampio.

L'approccio futuro della BCE in materia di liquidità.

La Banca centrale europea si trova davanti a un bivio cruciale. Dopo aver governato l'eurozona nel corso della crisi finanziaria del 2008, la crisi del debito sovrano, la crisi del Covid-19 e le successive sfide economiche, ora affronta una sfida nuova e complessa: ridurre le significative misure in materia di liquidità attuate durante questi periodi. Se le precedenti strategie hanno affrontato con competenza le sfide del loro tempo, l'attuale contesto richiede un approccio ricalibrato. La BCE deve esercitare un delicato gioco d'equilibrio nel cercare di orchestrare una transizione serena verso un approccio di politica monetaria normalizzato.

Meccanismi Corridor contro Floor e implicazioni per i tassi

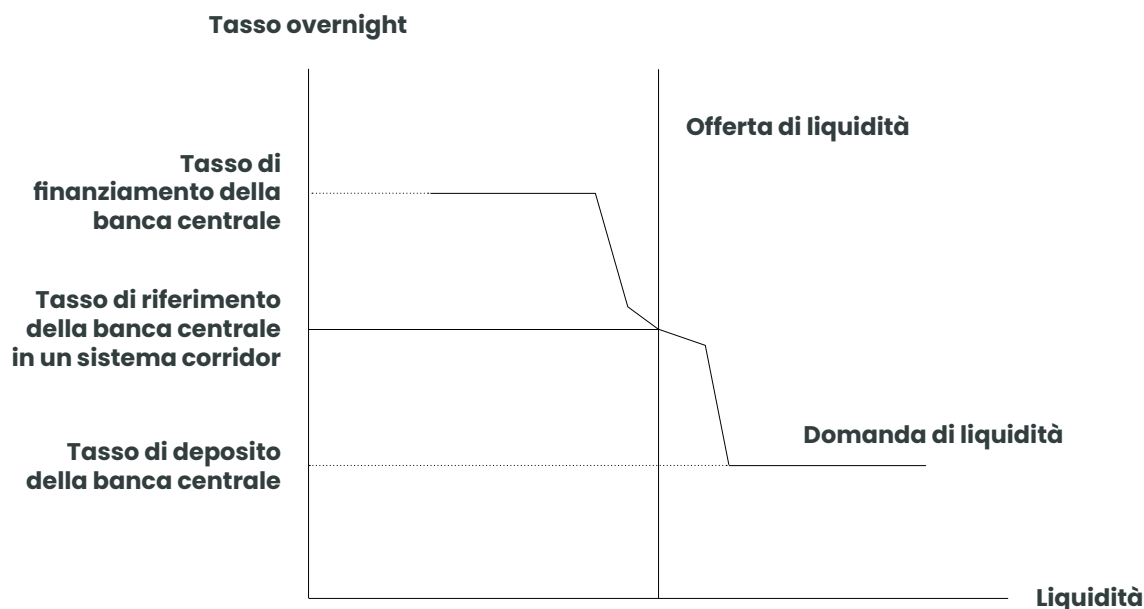
In tutta la sua storia, la BCE si è avvalsa principalmente di due sistemi per controllare la quantità di denaro detenuta dalle banche: il sistema corridor e il sistema floor. Il sistema corridor pre-2008 fornisce un controllo preciso sui tassi d'interesse a breve termine, ma ha comportato difficoltà nel valutare accuratamente i bisogni di liquidità delle banche. Al contrario, il sistema floor post crisi ha semplificato le operazioni, ma ha portato alla riduzione dell'attività interbancaria e ad altri svantaggi.

Il sistema corridor: gestione dei flussi

Prima del 2008, la BCE adottava una politica monetaria con sistema "corridor": forniva alle banche riserve su misura per tenere i tassi d'interesse interbancari a breve termine entro un range specifico. Lo scopo era fare in modo che le banche scambiassero liquidità sul mercato interbancario piuttosto che prendere in prestito denaro dalla linea di finanziamento marginale della BCE¹ o depositare nella deposit facility.

Nella pratica, l'idea alla base di questo sistema era che i tassi interbancari si sarebbero spostati tra il tasso di deposito (limite inferiore) e il tasso del finanziamento marginale (limite superiore); la BCE avrebbe aggiustato la liquidità fornita attraverso operazioni di rifinanziamento per far tendere i tassi verso la metà del corridor (T1 nell'Immagine 4).

Figura 3:
Il sistema corridor



Domanda e offerta di liquidità in un sistema corridor con requisiti di riserva su un periodo di mantenimento.

Fonte: Candriam, marzo 2024

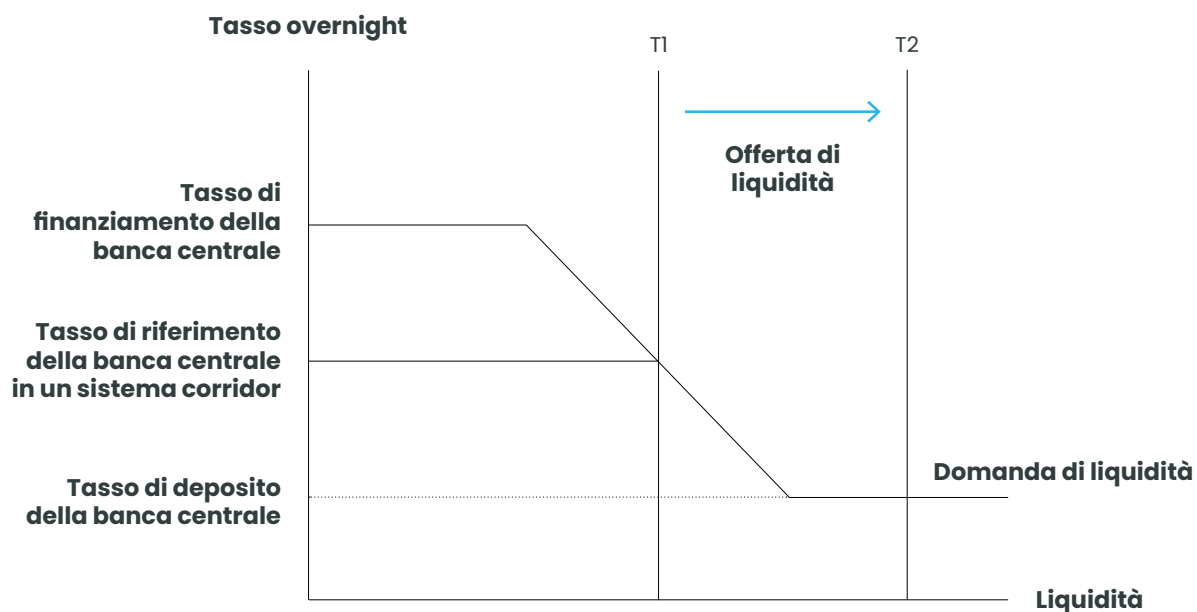
¹ - Il tasso della linea di finanziamento marginale è il tasso di interesse che le banche pagano quando prendono in prestito denaro dalla BCE overnight. In tal caso, devono fornire un collaterale, per esempio titoli, a garanzia del rimborso del denaro.

Tuttavia, questo sistema poneva dei problemi, in particolare nel calcolare accuratamente il fabbisogno di liquidità delle banche. Una sopravvalutazione potrebbe impattare negativamente i tassi d'interesse a breve termine, mentre una sottostima potrebbe portare a carenze di liquidità, specialmente in alcuni momenti. Inoltre, un ricorso frequente alla linea di finanziamento marginale potrebbe comportare una debolezza finanziaria, che potrebbe danneggiare la reputazione di una banca e scoraggiarne l'uso, riducendone in tal modo l'efficacia.

Il sistema floor: Una pioggia di liquidità

Dal 2014, la Banca centrale europea, proprio come la Federal Reserve (Fed), svolge il ruolo di "pompieri" della finanza, ma le fiamme si stanno estinguendo. Ciò comporta un'iniezione di liquidità nel sistema finanziario attraverso acquisti obbligazionari e operazioni regolari di finanziamento bancario (operazioni di rifinanziamento). Al momento, le riserve delle banche sono piene, potendo ancorare i tassi d'interesse a breve termine vicino al tasso di deposito della BCE (T2 nell'immagine 4), il tasso al quale le banche possono depositare l'eccesso di liquidità.

Figura 4:
Il sistema floor



Domanda e offerta di liquidità dal sistema corridor a quello floor.

Fonte: Candriam, marzo 2024

Il sistema floor appare essere semplice e diretto, in quanto la BCE non deve più calcolare con precisione e meticolosamente i bisogni esatti di liquidità delle banche. Tuttavia, questa soluzione apparentemente semplice maschera due effetti collaterali sottostanti:

- **Ridotta attività interbancaria:** Minore propensione al rischio a causa di linee di credito interbancarie ridotte.
- **Scarsità di asset:** Gli acquisti obbligazionari da parte della BCE hanno ridotto la disponibilità di asset di alta qualità.
- **Alti costi di finanziamento:** Mantenere un eccesso di liquidità a tassi d'interesse positivi è costoso per la BCE.
- **Premio a termine compresso:** L'eccesso di liquidità riduce i premi per il rischio, appiattendolo la curva dei rendimenti. Se l'obiettivo iniziale della BCE era la riduzione del differenziale dei tassi di interesse tra i Paesi europei, successivamente sono sorti effetti negativi, in quanto il rischio associato ai Paesi e agli emittenti di debito non era più percepito.

Figura 5:

Le differenze cruciali tra i due meccanismi

Elemento in esame	Il sistema corridor	Il sistema floor
Attività interbancaria	Forte incentivo a scambiarsi le riserve di bilancio, ridurre l'affidamento del sistema finanziario alla liquidità della banca centrale	Meno incentivi all'attività interbancaria
Premio per il rischio	Il rischio è pienamente incorporato nel prezzo, trasparente negli strumenti	Curva dei rendimenti appiattita e componente "premio a termine" dei rendimenti obbligazionari compressa in tutta la struttura a termine. Asset swap spread e collaterale disponibile impattati dalla riduzione graduale da parte della BCE
Costo finanziario	Costi molto limitati per la BCE	L'attuale contesto di tassi di interesse positivi, insieme al notevole eccesso di liquidità della BCE e a un bilancio molto "gonfio", stanno rendendo la situazione estremamente costosa per la banca centrale ²

2 - È dovuto alla differenza tra il tasso al quale la BCE remunera le riserve e quel che percepisce sugli asset; è ora estremamente costoso per la BCE nell'attuale contesto.

Sul filo del rasoio dell'eccesso di liquidità

In risposta a un nuovo contesto economico caratterizzato da pressioni inflazionistiche, la BCE deve affrontare un compito problematico e poliedrico: assorbire il notevole eccesso di liquidità nel sistema finanziario dell'eurozona senza causare inavvertitamente conseguenze non volute.

Un delicato equilibrio

Questa situazione richiede un delicato gioco d'equilibrio tra diverse considerazioni cruciali:

- **Inflazione contro Crescita:**

- **Domare l'inflazione:** un eccesso di liquidità può alimentare le pressioni inflazionistiche distorcendo i prezzi. La BCE deve gradualmente ridurre la liquidità per impedire che l'inflazione vada fuori controllo.

- **Supporto alla crescita economica:** ridurre la liquidità troppo rapidamente potrebbe ridurre l'attività economica e bancaria rendendo il credito troppo caro per aziende e famiglie. La BCE deve assicurare che il ritmo della riduzione sia misurato, in modo da non ostacolare la crescita.

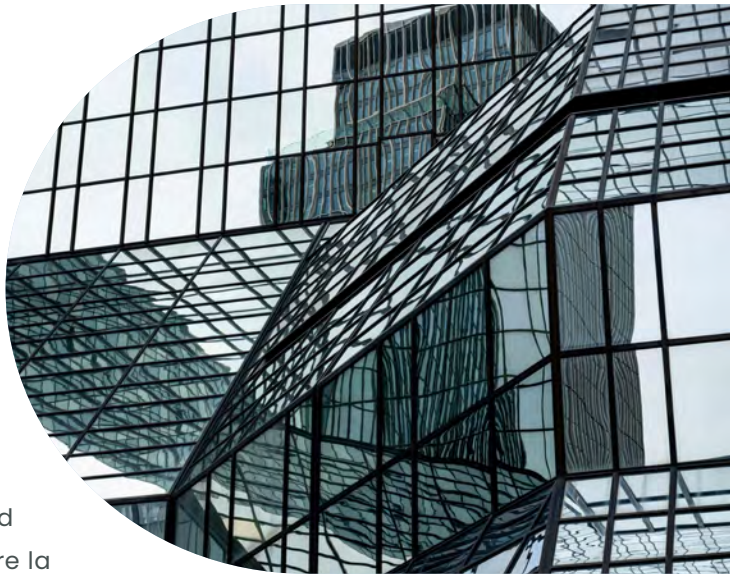
- **Stabilità finanziaria contro Dissesti di mercato:**

- **Mantenere la stabilità finanziaria:** un ritiro improvviso o aggressivo di liquidità potrebbe innescare instabilità finanziaria, creando una stretta di liquidità nel sistema bancario. La BCE deve fare in modo che il processo di riduzione minimizzi i rischi per le banche e gli altri istituti finanziari.

- **Evitare i dissesti di mercato:** rapidi mutamenti nelle condizioni relative alla liquidità possono condurre a volatilità del mercato e a correzioni dei prezzi degli asset. La BCE deve gestire il processo con attenzione per minimizzare i dissesti sui mercati finanziari.

- **Trasparenza e comunicazione:**

- **Comunicazione chiara:** la BCE deve comunicare in modo efficace i propri piani e le proprie strategie per la gestione degli eccessi di liquidità ai partecipanti al mercato. Ciò aiuta a gestire le aspettative e a evitare un'inutile volatilità sul mercato.

- 
- **Mantenere la credibilità:** l'istituzione deve dimostrare il proprio impegno per raggiungere l'obiettivo relativo all'inflazione e alla stabilità dei prezzi. Ciò ne rafforza la credibilità e aiuta ad ancorare le prospettive sull'inflazione e a limitare la volatilità degli asset nell'eurozona.

Gli attuali strumenti a disposizione della BCE

Oltre ai tassi di riferimento, le misure non convenzionali sono divenute cruciali per la condotta della politica monetaria durante la crisi. Il ritiro di alcune di esse sarà essenziale per gestire il processo di riduzione. Per esempio:

- **Ridurre la dimensione del portafoglio di asset della BCE (Quantitative tightening, QT):** graduale eliminazione dal bilancio degli asset in scadenza, senza reinvestire i rimborsi di capitale. Questo processo diminuisce direttamente la quantità di liquidità nel sistema.
- **Tassi e procedure di assegnazione per le iniezioni di liquidità:** La liquidità potrebbe essere ridotta dai tassi fissi o variabili applicati alle operazioni di rifinanziamento a una settimana o a tre mesi e tramite assegnazione parziale.
- **Riserve obbligatorie:** la BCE può aumentare gradualmente le riserve minime, obbligando le banche ad aumentare la quantità di liquidi che detengono sui conti BCE. Ciò può aiutare ad assorbire l'eccesso di liquidità.
- **Depositi pubblici:** una modifica del tetto alla remunerazione dei depositi pubblici potrebbe drenare liquidità dal sistema bancario (attorno a €150 miliardi).

Alla fine, il successo del gioco d'equilibrio della BCE dipende dall'attenta calibrazione delle azioni svolte. Il ritmo e la portata della riduzione di liquidità, oltre allo strumento, devono essere su misura per lo scenario economico in evoluzione e per le dinamiche di mercato. Ciò richiede un'analisi completa e la volontà di adattare l'approccio nel momento in cui mutano le circostanze.

Il futuro della gestione della liquidità nella zona euro.

In un contesto economico rafforzato e un'inflazione che ritorna al 2%, non vi sono ragioni impellenti perché la BCE continui a mantenere un quadro di eccesso di liquidità e un floor.

Figura 6:

Un futuro economico più luminoso

	2022	2023	2024	2025
PIL	3,4	0,5	0,4	1,0
Inflazione	8,4	5,4	2,4	2,0
Tasso di deposito BCE	2,0	4,0	3,25	2,5
Tasso a 10 anni	2,6	2,0	2,5	2,4

Fonte: Candriam, Bloomberg, ECB, marzo 2024

Per normalizzare il proprio approccio, l'istituzione ha avviato misure di quantitative tightening, riducendo per gradi il bilancio tramite una contrazione graduale degli acquisti obbligazionari e permettendo ai bond in scadenza di maturare naturalmente. Questa significativa mutazione da stimoli monetari senza precedenti a cauta normalizzazione mira a contenere l'inflazione e l'inflazione dei prezzi degli asset, sostenendo al contempo la stabilità finanziaria e la crescita economica. La BCE necessita di gestire queste misure attentamente, per assicurare una transizione serena, priva di dissesti sui mercati o nell'economia più ampia.

Tracciare la rotta per il futuro

Il percorso futuro della gestione dell'eccesso di liquidità nell'eurozona è incerto. Con tre potenziali scenari, ognuno con diverse implicazioni per gli istituti finanziari, la stabilità di mercato e il ritmo complessivo della normalizzazione, l'innovazione sarà cruciale perché la BCE gestisca l'eccesso di liquidità che ha creato.

Portafogli monetari e presupposti

Secondo Isabel Schnabel, membro del Comitato esecutivo della BCE, l'eccesso di liquidità nell'eurozona dovrebbe calare di un ulteriore €1,4 mila miliardi, raggiungendo circa €2,1 mila miliardi entro la fine del 2025. Come è possibile?

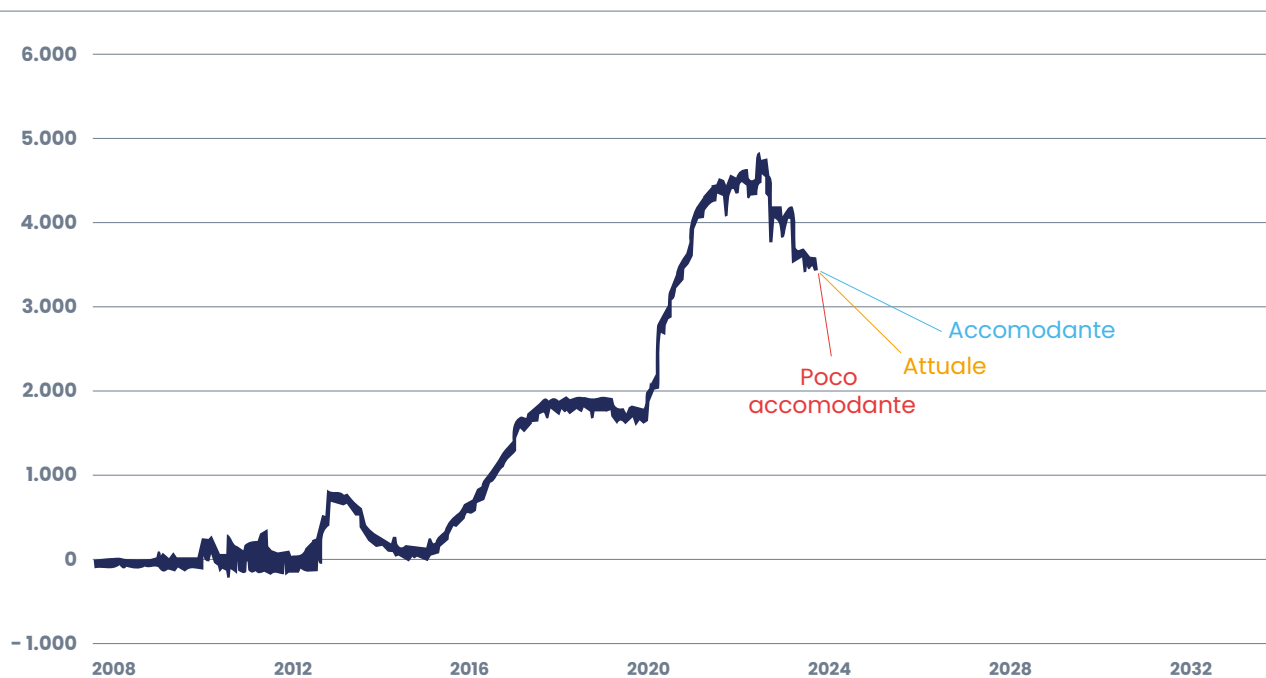
Richiede all'istituzione di cambiare approccio, una sfida che si dispiega in tre diversi scenari:

- **Mantenere il flusso:** In questo scenario accomodante, la BCE continua a reinvestire in portafoglio i riscatti degli asset giunti a scadenza. Si mantiene il livello corrente di liquidità, minimizzando i dissesti, ma potenzialmente prolungando il processo di riduzione e ostacolando gli sforzi per combattere l'inflazione.
- **Una riduzione morbida:** La BCE sta attuando una riduzione graduale della liquidità rallentando il reinvestimento degli asset in scadenza. Questo approccio bilanciato mira a controllare l'inflazione, minimizzando al contempo la volatilità del mercato. Il ritmo della riduzione sarebbe calibrato attentamente sulla base dei dati economici e delle condizioni di mercato.
- **Una rapida riduzione:** Questo scenario poco accomodante comporterebbe un approccio aggressivo: la BCE ridurrebbe rapidamente la liquidità attraverso una notevole riduzione dei reinvestimenti o persino vendendo definitivamente degli asset. Se è vero che potrebbe sedare rapidamente le preoccupazioni relative all'inflazione, comporta anche un rischio maggiore di turbolenza dei mercati e di instabilità finanziaria, innescando potenzialmente una stretta di liquidità per le banche.

Figura 7:

Le strategie di gestione della liquidità della BCE

Eccesso di liquidità



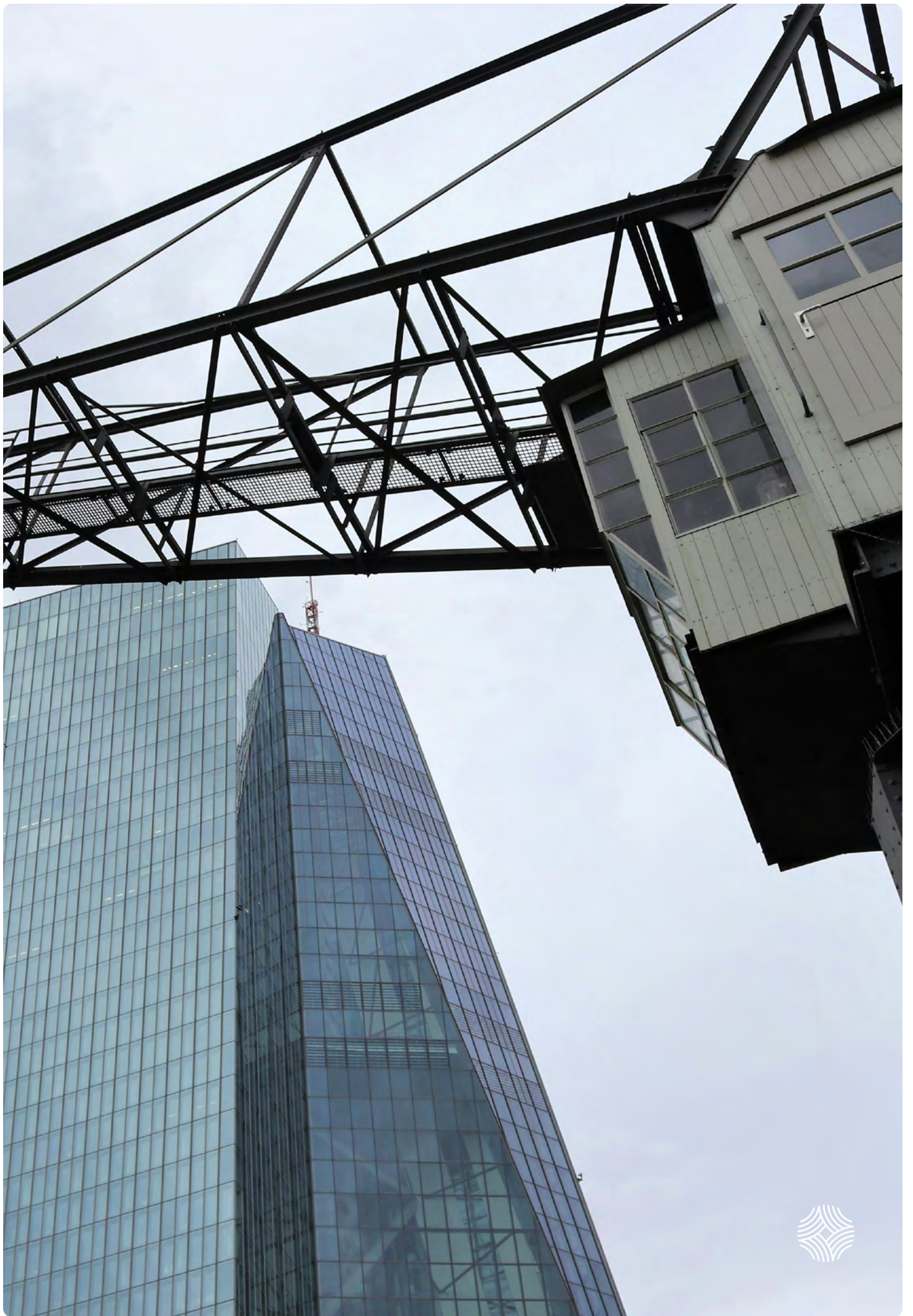
Fonte: Candriam, Bloomberg, marzo 2024

Basandosi su una traiettoria di riduzione graduale, l'eccesso di liquidità nell'eurozona dovrebbe raggiungere circa €3 mila miliardi entro la fine del 2024, superando le proiezioni di Isabel Schnabel. Entro la fine del 2025, si prevede che cali ancora a circa €2,4 mila miliardi. Questo livello elevato di eccesso di liquidità si prevede persista almeno fino al 2028, rimanendo leggermente al di sopra di €1.000 miliardi.

Direzioni future: Innovazione per la resilienza

Di conseguenza, la BCE ha stabilito che il 2026 sarà la data target per la fornitura di informazioni più dettagliate sui due ulteriori programmi innovativi, che mirano a facilitare una transizione morbida durante il periodo prolungato di maggiore liquidità: un portafoglio strutturale di titoli e operazioni strutturali sul credito a più lungo termine.

- **Portafoglio strutturale di titoli:** la BCE ha fornito alcuni dettagli sul nuovo portafoglio, sottolineando che non creerà dissesti nella politica monetaria. Sarà data precedenza alle obbligazioni statali a breve scadenza per evitare distorsioni nei credit spread e nei premi a termine. La ripartizione di capitali rimarrà immutata per garantire la neutralità del mercato.



Siccome questo portafoglio mira a diversificare gli strumenti di liquidità e a ottimizzare la ripartizione di risorse permettendo iniezioni mirate e l'accettazione di una più ampia gamma di titoli, potrebbe rispondere a specifici bisogni di liquidità nel sistema finanziario, promuovendo al contempo la stabilità.

- **Operazioni strutturali sul credito a più lungo termine:** la BCE ha rinviato l'introduzione di nuove LTRO che potrebbero tenere conto delle considerazioni sul cambiamento climatico. Dettagli quali i metodi di assegnazione, i tassi d'interesse, le scadenze e i requisiti di garanzie collaterali sono ancora in discussione. Queste LTRO, una volta introdotte, potrebbero fornire alle banche un accesso regolare ai finanziamenti a più lungo termine (oltre tre mesi), a potenziale beneficio delle banche con rating più basso. La BCE mira a progettare queste LTRO in un modo che promuova la stabilità finanziaria e supporti l'attività economica.

Risorge “la fenice” del mercato monetario

Siccome le condizioni economiche sono migliorate e le pressioni inflazionistiche rimangono presenti, la BCE sta rivedendo il proprio approccio sulla politica monetaria espansionistica, un cambiamento che potrebbe avere importanti implicazioni per i mercati del denaro.

Informazioni sul tasso del mercato monetario

A seguito dei recenti annunci della BCE, diversi importanti cambiamenti potrebbero svolgersi sui mercati del denaro:

- **Futuro incerto per i tassi overnight:** L'introduzione dell'€STR³, un benchmark sui tassi d'interesse per le banche dell'eurozona, ha creato ambiguità nella dinamica dei tassi overnight, tradizionalmente misurati da Eonia⁴. Vari regolamenti attuati dal 2014 (sistema di liquidità bancaria) potrebbero complicare ulteriormente l'evoluzione dei costi di finanziamento overnight, portando all'incertezza nel prossimo futuro. Inoltre, la BCE ha

3 - L'Euro Short-Term Rate (€STR) è un benchmark del tasso d'interesse overnight, che riflette i costi di finanziamento delle banche nell'eurozona, calcolati e pubblicati dalla Banca centrale europea.

4 - L'Euro Overnight Index Average (Eonia) è il tasso di interesse medio di riferimento nelle operazioni a brevissima scadenza al quale le banche europee si finanziano reciprocamente in euro.



deciso di non concedere a istituti non bancari l'accesso diretto al deposit facility in questa fase, mitigando in tal modo l'impatto immediato sull'€STR.

- **Riduzione dell'eccesso di liquidità:** Si prevede che le misure di stretta della BCE riducano gradualmente l'eccesso di liquidità nel sistema finanziario dell'area euro. Questa riduzione potrebbe portare a un disaccoppiamento dell'€STR dal tasso di deposito, ampliando potenzialmente la base €STR/BOR⁵ e aumentando i costi di finanziamento a breve termine per banche e altri istituti. Una notevole riduzione dell'eccesso di liquidità, stimata a circa EUR 500-750 miliardi, potrebbe essere necessaria per osservare un impatto significativo sui tassi d'interesse a breve termine.
- **Revival del mercato interbancario:** Con un accesso diretto a fondi BCE convenienti, le banche potrebbero affidarsi sempre di più al finanziamento interbancario per la liquidità. Ciò potrebbe portare a un revival dei finanziamenti interbancari, che nel tempo potrebbero accrescere l'emissione di commercial paper bancarie e avere un'influenza sui tassi di interesse a breve termine, quali l'Euribor⁶. La portata di questo revival dipenderà dalla gravità del ritiro della liquidità e dalle condizioni di mercato.

La BCE mira a gestire questa transizione riducendo lo spread tra il suo tasso d'interesse principale e il tasso di deposito. Questo aggiustamento è mirato al controllo della volatilità potenziale nei tassi overnight e al mantenimento dei costi di finanziamento a breve entro limiti gestibili.

Una potenziale rinascita dei fondi del mercato monetario?

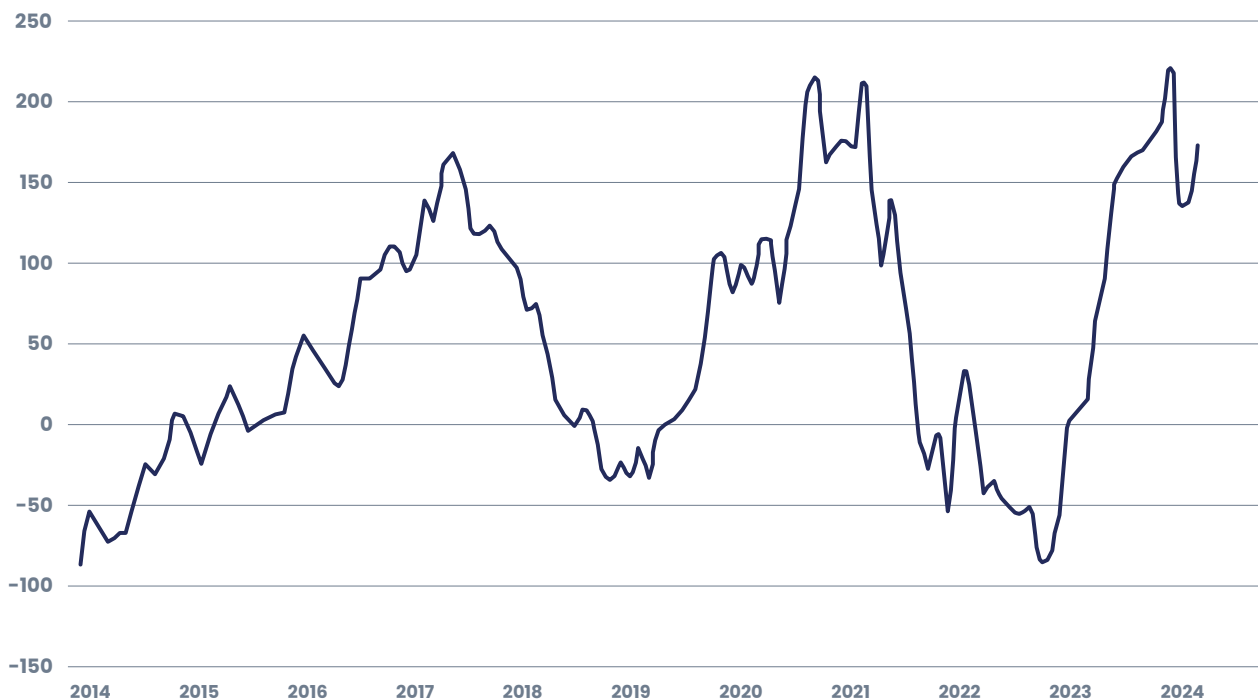
Nel momento in cui la Banca centrale europea esercita un fermo controllo sull'offerta di moneta, vi è un cambiamento in atto che potrebbe ravvivare un beniamino dei mercati: i fondi del mercato monetario (FMM). Questi fondi dovrebbero riacquisire prominenza quale canale chiave per la trasmissione di liquidità all'interno del sistema finanziario europeo.

5 - Si tratta dello spread tra il tasso d'interesse overnight e il periodo del tasso interbancario a tre mesi. Un buon indicatore della salute del settore finanziario, misura il premio per il rischio richiesto da una banca per prestare liquidità a un'altra banca.

6 - L'Euro Interbank Offered Rate (Euribor) serve da tasso base per i crediti interbancari nell'Unione europea e viene anche utilizzato quale riferimento per la definizione di tassi d'interesse su vari finanziamenti.

Figura 8:

Fondi del mercato monetario europeo sperimentano afflussi record



Fonte: Fondi del mercato monetario EFAMA, vendite nette di UCITS in miliardi di EUR, flusso annuale, ultima osservazione del dicembre 2023.

I FMM potrebbero diventare una valida scelta per gli investitori che cercano al contempo sicurezza e rendimenti potenziali. Nelle attuali condizioni di mercato, detenere liquidi nei FMM potrebbe risultare vantaggioso, specialmente in quanto la curva dei rendimenti potrebbe rendere il denaro liquido più redditizio dei tradizionali depositi bancari. Inoltre, i FMM offrono benefici di diversificazione investendo in diversi asset a breve termine e di alta qualità per differenziare il rischio e mitigare le fluttuazioni del mercato. Ciò consente agli investitori di gestire la volatilità, generando al contempo reddito dalle liquidità detenute.

In tempi di incertezza economica, gestire i mercati finanziari potrebbe essere sconcertante. I FMM offrono una soluzione più semplice, creando pool di fondi degli investitori e avvalendosi di una gestione professionale, consentendo a risparmiatori di partecipare al mercato monetario pur non avendo grandi conoscenze in materia finanziaria.

È una questione di volatilità di mercato più che di Corridor o Floor

Siccome i limiti dei tradizionali sistemi corridor e floor diventano evidenti, l'istituzione con sede a Francoforte riconosce la necessità di un approccio meglio adattabile alla gestione della liquidità nell'eurozona. Tuttavia, la BCE vuole tenere aperte le opzioni per mantenere una massima flessibilità senza dare troppe informazioni agli investitori, e pertanto tenere il controllo sulla volatilità di mercato al massimo fino al 2026.

In un tale contesto, la BCE potrebbe scegliere tra i due sistemi di gestione della liquidità: un sistema floor guidato dalla domanda o un approccio ibrido.

Un sistema floor dinamico guidato dalla domanda

In questo approccio, la BCE si sposterebbe a una strategia più guidata dalla domanda, nel quadro di un sistema in cui le banche possono prendere in prestito denaro dalla BCE quando ne hanno bisogno. Questo approccio consentirebbe alle banche di richiedere liquidità all'occorrenza, tramite operazioni di pronti contro termine quando ne hanno bisogno, ovvero le operazioni con le quali le banche mutuano denaro dalla BCE in cambio di collateral, come fatto dalla Banca d'Inghilterra.

In contrasto al modello tradizionale, questo metodo mira a migliorare la capacità della BCE di rispondere prontamente alle fluttuazioni della domanda di liquidità. Allineando attentamente la fornitura di liquidità ai bisogni del mercato, promuove

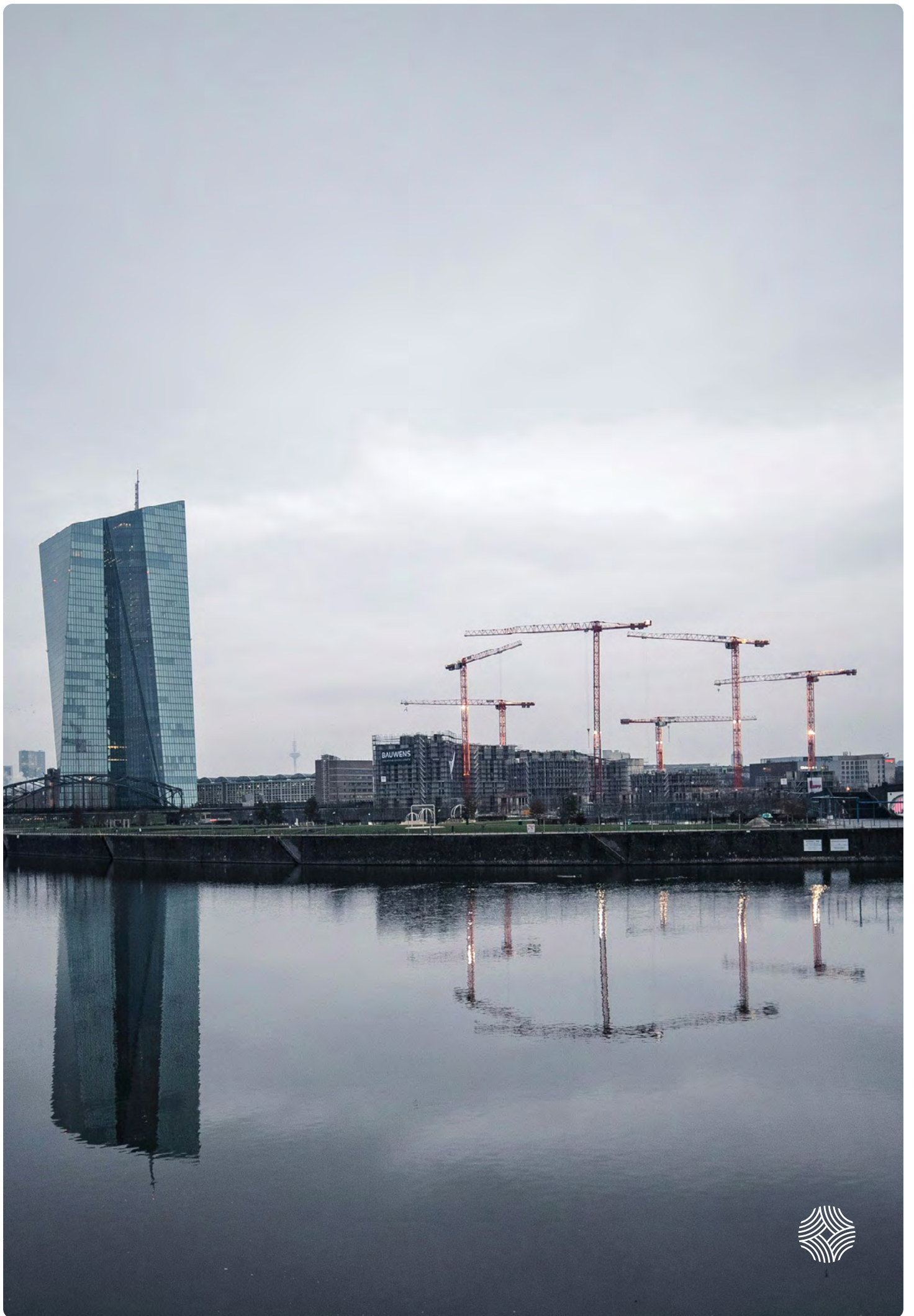
l'efficienza, una distribuzione equa di liquidità tra gli istituti finanziari e una stabilità complessiva del mercato.

L'approccio ibrido

Questo modello combina elementi dei sistemi corridor e floor, in equilibrio tra precisione e flessibilità nella gestione della liquidità. Mantenendo un livello di riserve in eccesso che consente una volatilità molto bassa nei tassi d'interesse a breve termine, incorporando al contempo aspetti della precisione del sistema corridor, la BCE mira a ottimizzare l'efficacia delle sue operazioni di politica monetaria.

Questa strategia consente una risposta sfumata alle condizioni di mercato in evoluzione, mitigando al contempo svantaggi potenziali quali un eccesso di liquidità o volatilità nei tassi d'interesse a breve termine, rafforzando in tal modo la resilienza e l'efficacia del suo quadro di gestione della liquidità.

Qualsiasi sarà il sistema futuro, la BCE è a un bivio cruciale, di fronte alla complessa sfida della transizione da una politica monetaria non convenzionale a un approccio più normalizzato. Sarà critica l'abilità della BCE di affrontare con efficacia l'eccesso di liquidità, preservare la stabilità finanziaria e promuovere la crescita economica sostenibile nell'eurozona. Gestire questo percorso richiederà una pianificazione attenta, un approccio innovativo e una profonda comprensione delle dinamiche di mercato in evoluzione.



Conclusione: Essere flessibili in un ambiente in evoluzione?

Mentre i membri dell'eurozona cercano di arrivare a un'unità in Europa, la Banca Centrale Europea ha subito una notevole trasformazione, passando da osservatrice passiva a guardiano attivo della stabilità finanziaria nell'eurozona. Questa evoluzione sottolinea il suo impegno non solo a tenere l'inflazione sotto controllo e a correggere le distorsioni del mercato, ma anche a produrre una crescita sostenibile. Tuttavia, gestire l'attuale contesto complesso richiede di mantenere un delicato equilibrio.

La BCE deve rispondere con decisione a questioni pressanti come l'inflazione, conservando al contempo la flessibilità per adattarsi a circostanze impreviste. Il deliberato ritardo nell'annuncio di nuovi strumenti di politica fino al 2026 è emblematico di questo approccio e della maturità dell'istituzione nella comunicazione. Questa mossa strategica consente alla BCE di minimizzare i dissesti del mercato e di ottimizzarne la capacità per rispondere efficacemente alle dinamiche economiche in evoluzione.

Adottando un approccio misurato con informazioni pubblicate gradualmente, la BCE può consentire una transizione serena verso un nuovo quadro di politica monetaria. Ciò promuove la stabilità di mercato, consentendo agli investitori l'opportunità di rettificare le strategie, riducendo così il rischio di shock potenziali.

Inoltre, la stretta della BCE sull'offerta di moneta apre le porte al revival dei fondi del mercato monetario quale attore principale nel sistema finanziario europeo. Questi fondi offrono un'alternativa valida ai tradizionali depositi bancari, particolarmente alla luce di una curva dei rendimenti potenzialmente più redditizia. Gestendo professionalmente un pool di asset a breve termine e di alta qualità, i fondi del mercato monetario possono aiutare gli investitori a governare la volatilità del mercato e a generare reddito dalle liquidità detenute anche in tempi incerti.

Malgrado le incertezze dietro l'angolo, la determinazione irremovibile della BCE nel preservare la stabilità finanziaria ispira fiducia nelle prospettive a lungo termine dell'eurozona. Se l'istituzione con sede a Francoforte continua a evolvere e ad adattarsi, il suo focus nel promuovere un'economia solida nell'area euro rimane una pietra d'angolo di stabilità in un contesto globale sempre più incerto.



145 Mld€

AUM a fine
dicembre 2023*



+600

Professionisti
esperti



+ 25 anni

leader negli
investimenti sostenibili

Questo documento viene fornito unicamente a scopo informativo e illustrativo e potrebbe contenere opinioni e informazioni proprietarie di Candriam; esso non costituisce un'offerta di acquisto né di vendita di strumenti finanziari, non rappresenta un consiglio di investimento né conferma alcuna transazione, salvo ove espressamente concordato. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.

*A partire dal 31/12/2022, Candriam ha modificato la metodologia di calcolo degli asset in gestione (AUM) e l'AUM ora include determinati asset, come l'AUM non discrezionale, la selezione di fondi esterni, i servizi di overlay, inclusi i servizi di screening ESG, servizi di [consulenza], servizi di white labeling e servizi di consegna di portafogli modello che non si qualificano come asset in gestione regolamentare, come definito nel modulo ADV della SEC. L'AUM è riportato in USD. L'AUM non denominato in USD è convertito al tasso spot del 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTIRE PER DOMANI.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY