

## Macro Rapid Response

### La BCE annuncia le future modalità di gestione della liquidità

13 marzo 2024

A regime, la BCE punta a un minore eccesso di riserve. La componente strutturale della liquidità fornita dalla banca centrale sarà costituita da un portafoglio di titoli e da LTRO strutturali. Al margine, il ruolo principale sarà affidato alla MRO e alle LTRO ordinarie. Il tasso guida continuerà a essere costituito dal DFR. Il cambiamento più immediato sarà la riduzione del differenziale tra refi e DFR da 50 a 15pb, che diverrà effettiva dal 18 settembre 2024.

Direzione Studi e Ricerche

■ La BCE ha annunciato oggi le modalità operative di gestione della liquidità che si aspetta di adottare quando l'eccesso di riserve si ridurrà a sufficienza (v. [qui](#) per i dettagli). L'approccio che ci aspettavamo è confermato: al margine, si tratterà di un sistema *floor* guidato dalla domanda, con un corridoio stretto tra DFR e tasso MRO (15 pb); il tasso guida continuerà a essere il DFR, come è oggi. Alcuni aspetti del nuovo regime saranno definiti più avanti, quando la fase di riduzione delle riserve sarà più avanzata (fine 2025, o addirittura nel 2026).

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

■ **Il restringimento del corridoio sarà attuato già il 18 settembre.** Perché cambiare il corridoio a settembre e non subito? La ragione è che la BCE non vuole che la decisione di oggi venga scambiata per una decisione di politica monetaria. Quindi ha preferito mantenere un certo spazio tra l'annuncio e l'attuazione.

■ Alcuni si aspettavano ancora un sistema guidato dall'offerta con un ampio portafoglio di APP, ma ci pare che i segnali andassero chiaramente in un'altra direzione. La BCE accetta che il pavimento del corridoio dei tassi possa essere permeabile, fino a un certo punto, piuttosto che dare accesso a operatori non bancari al bilancio dell'Eurosistema. La ragione per cui ha scelto questa impostazione è che può meglio soddisfare le esigenze delle singole banche nel sistema finanziario dell'area dell'euro, mentre lascia un certo spazio a un libero mercato della liquidità.

■ **La domanda marginale di liquidità sarà coperta con le MRO e le LTRO a 3 mesi**, che resteranno gestite **con aste a piena aggiudicazione e a tasso fisso** (lo stesso tasso delle MRO per entrambe). Anche questo è in linea con le aspettative. Riteniamo che il ricorso alle MRO e alle LTRO crescerà nei prossimi anni più rapidamente rispetto alle aspettative mediane della Survey of Monetary Analysts, ancora molto basse all'inizio di marzo: ci attendiamo un volume di rifinanziamento compreso tra l'1,8 e il 3,6% delle attività totali del sistema entro la fine del 2026. Anche la BCE pare attendersi che il ricorso alle MRO aumenti nel tempo, dato il piccolo premio richiesto per la fornitura di liquidità; ma si aspetta anche che le banche trovino risposte basate sul mercato alle singole esigenze di liquidità.

■ **La BCE prevede la successiva introduzione di LTRO strutturali che, insieme al portafoglio strutturale di titoli, quando saranno pienamente attuate, costituiranno la maggior parte dell'offerta di riserve al sistema bancario.** Anche questo aspetto non è sorprendente: giustamente, la BCE non vuole sovraccaricare le MRO e le LTRO ordinarie. Ma, essendo questo lo scopo, non dovrebbe sorprendere che tale componente sia introdotta quando il bilancio ricomincerà a salire.

Perché non fornire tutta la liquidità attraverso le LTRO strutturali? Perché assorbono comunque garanzie; quindi la BCE ritiene più efficiente fornire parte della liquidità strutturale attraverso un portafoglio di obbligazioni. Quanto in ciascuna forma, non è stato deciso ora: avverrà più avanti, forse nel 2026.

L'LTRO strutturale sarà gestita attraverso aste competitive, ovviamente - dato che la BCE avrà un obiettivo per i volumi.

■ **Il portafoglio obbligazionario strutturale non sarà né l'APP, né il PEPP.** La ragione è costituita dal fatto che lo scopo dell'APP era il QE, cioè influenzare le condizioni finanziarie, mentre il

nuovo portafoglio ha motivazioni meramente tecniche. Quindi il quadro giuridico del nuovo portafoglio di liquidità sarà diverso, così come la sua composizione. Nel frattempo, continuerà la riduzione dei portafogli APP e PEPP.

- Per quanto riguarda il **regime delle garanzie**, la BCE afferma che **rimarrà accomodante**. Questo è un altro aspetto molto caro al sistema bancario europeo, che dovrebbe favorire una tranquilla transizione al nuovo regime.
- Ricordiamo che l'annuncio non vuole avere, e non ha, implicazioni per le condizioni finanziarie correnti: quelle vengono decise soltanto nelle riunioni di politica monetaria.

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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 Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-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.

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 si 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, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

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

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 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 pubblicazione sul 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

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-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://group.intesasnpaolo.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 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://group.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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 S.p.A. 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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mamei (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

[paolo.mamei@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mamei@intesasnpaolo.com)

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)