

BANCHE CENTRALI

**VERSO TASSI
NEGATIVI
A OLTRANZA**

di **Marcello Minenna**

Nelle ultime settimane, in sincronia con il deterioramento del ciclo economico globale, il controvalore del debito – governativo e privato – negoziato a tassi di rendimento negativi ha superato la soglia simbolica di 10mila miliardi di dollari, dopo un aumento di oltre il 40% in sei mesi. I rendimenti impliciti negativi per gli asset obbligazionari sono esplosi dopo il taglio sotto zero dei tassi di interesse chiave da parte della Banca Centrale Europea (Bce) e della Bank of Japan nel 2015/2016. Dopo un picco a 12mila miliardi a

fine 2016 il fenomeno è rientrato grazie ad aspettative di maggiore inflazione che hanno rialzato i rendimenti nominali. Nel 2018 tuttavia il rallentamento marcato di Germania e Giappone ha riportato i rendimenti del debito governativo sotto zero.

—*Continua a pagina 11*

POLITICA MONETARIA

LE BANCHE CENTRALI E I TASSI NEGATIVI A OLTRANZA

di **Marcello Minenna**

—*Continua da pagina 1*

L'emissione di debito a rendimento negativo realizza un trasferimento netto di ricchezza verso i soggetti debitori, che viene sopportato dagli investitori e dagli intermediari (i.e. il settore bancario). In linea teorica le banche dovrebbero applicare tassi negativi ai depositanti ma de facto i risparmiatori sono stati protetti da un limite allo 0%. Ciò ha implicato un maggiore costo sopportato dal settore bancario, soprattutto quando la liquidità in eccesso è aumentata a seguito dei *Quantitative Easing* in Usa, Europa e Giappone. Per le banche europee i conti di deposito in Bce sono cresciuti dai 100 miliardi di fine 2014 ad oltre 1.800 miliardi di marzo 2019. Se consideriamo un tasso

negativo dello -0,4% il costo annuale della liquidità immobilizzata è pari a 7,5 miliardi, il 7,5% dei profitti totali

nel 2018. Poiché le riserve bancarie sono distribuite geograficamente in modo asimmetrico, le banche del Nord Europa (Finlandia, Lussemburgo, Olanda) sopportano un'erosione del 20% dei profitti, mentre in Germania l'incidenza non supera il 15%. L'impatto per le banche dei Paesi periferici è marginale.

Una soluzione logica per l'Eurozona potrebbe essere quella di esentare parte delle riserve bancarie dal pagamento della "tassa" dello -0,4% (il c.d. "tiering"). Questo intervento corrisponde a un aumento medio dei tassi di interesse, che favorisce il deposito di liquidità in Bce riducendone il costo-opportunità rispetto ai prestiti. Tuttavia il dato storico dice che il tasso *overnight* Eonia cresce solo quando le riserve bancarie scendono sotto i 300 miliardi. Di conseguenza la Bce avrebbe margine per esentare almeno mille miliardi di riserve,

restituendone all'industria bancaria circa 4-5. L'idea del *tiering* era stata accantonata dal *board* Bce per via delle distorsioni derivanti dalla distribuzione asimmetrica delle riserve. Strumenti alternativi come i prestiti T-Iltro a tasso negativo hanno permesso di compensare i costi sostenuti dal sistema bancario in maniera più nitida. Allo stato attuale però la Bce ha già annunciato un nuovo round di T-Iltro a tasso zero e ha escluso un rialzo dei tassi prima della fine nel 2019. Di conseguenza le banche non avranno protezione dai tassi negativi in un momento di naturale riduzione dei profitti dettata dal rallentamento



Peso: 1-4%, 11-21%

economico.
Il mercato potrebbe inoltre ritenere il varo del *tiering* come la conferma di un lungo periodo di tassi negativi tale da giustificare un intervento a sostegno del sistema bancario. Le aspettative degli operatori su tassi di interesse ed inflazione potrebbero paradossalmente "disancorarsi" in una direzione non gradita dalla Bce. I possibili sviluppi dipenderanno

dalla congiuntura economica. Ulteriori shock in un contesto in deterioramento - come la Brexit - potrebbero rendere ineludibile un intervento incisivo della Bce.

La Bce ha già annunciato un nuovo round di T-ltro a tasso zero e ha escluso un rialzo dei tassi prima della fine del 2019

PAROLA CHIAVE

Tltro

Le aste per le banche

L'acronimo di Targeted longer-term refinancing operation indica le maxi-iniezioni di liquidità a lungo termine della Bce per sostenere l'economia reale attraverso aste a basso costo con scadenza a quattro anni. Le operazioni sono finalizzate alla raccolta di denaro che dovrà essere «girato» a famiglie e imprese

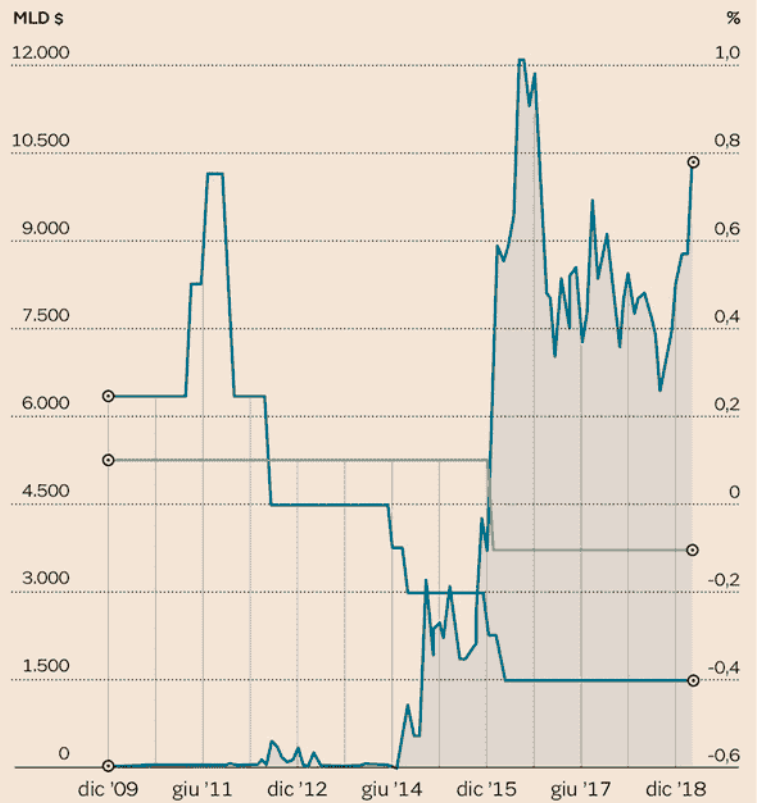
Debito negoziato a tassi di rendimento negativi (scala sx)

BOJ
Tasso di interesse guida a breve termine (scala dx)

BCE
Tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (scala dx)

Il debito a tassi d'interesse negativi

In circolazione sui mercati secondari, dato globale aggregato



Fonte: BOFA, Merrill Lynch, BOE, BOJ

