

# **La Bce e i tassi negativi ad oltranza**

di **Marcello Minenna**

8 aprile 2019

Nelle ultime settimane, in sincronia con il deterioramento del ciclo economico, sta tornando alla ribalta un fenomeno che le autorità monetarie delle principali economie del mondo non possono più permettersi di ignorare: il controvalore del debito – governativo e privato – negoziato a tassi di rendimento negativi sta superando di nuovo la soglia simbolica di 10mila miliardi di \$, dopo un aumento di oltre il 40% in soli 6 mesi. La rilevazione di rendimenti impliciti negativi per gli asset obbligazionari, pressoché sconosciuta nel mondo finanziario fino al 2014, è esplosa dopo il taglio multiplo sotto lo 0% dei tassi di interesse chiave da parte della Banca Centrale Europea nel 2015 e della Bank of Japan nel 2016.



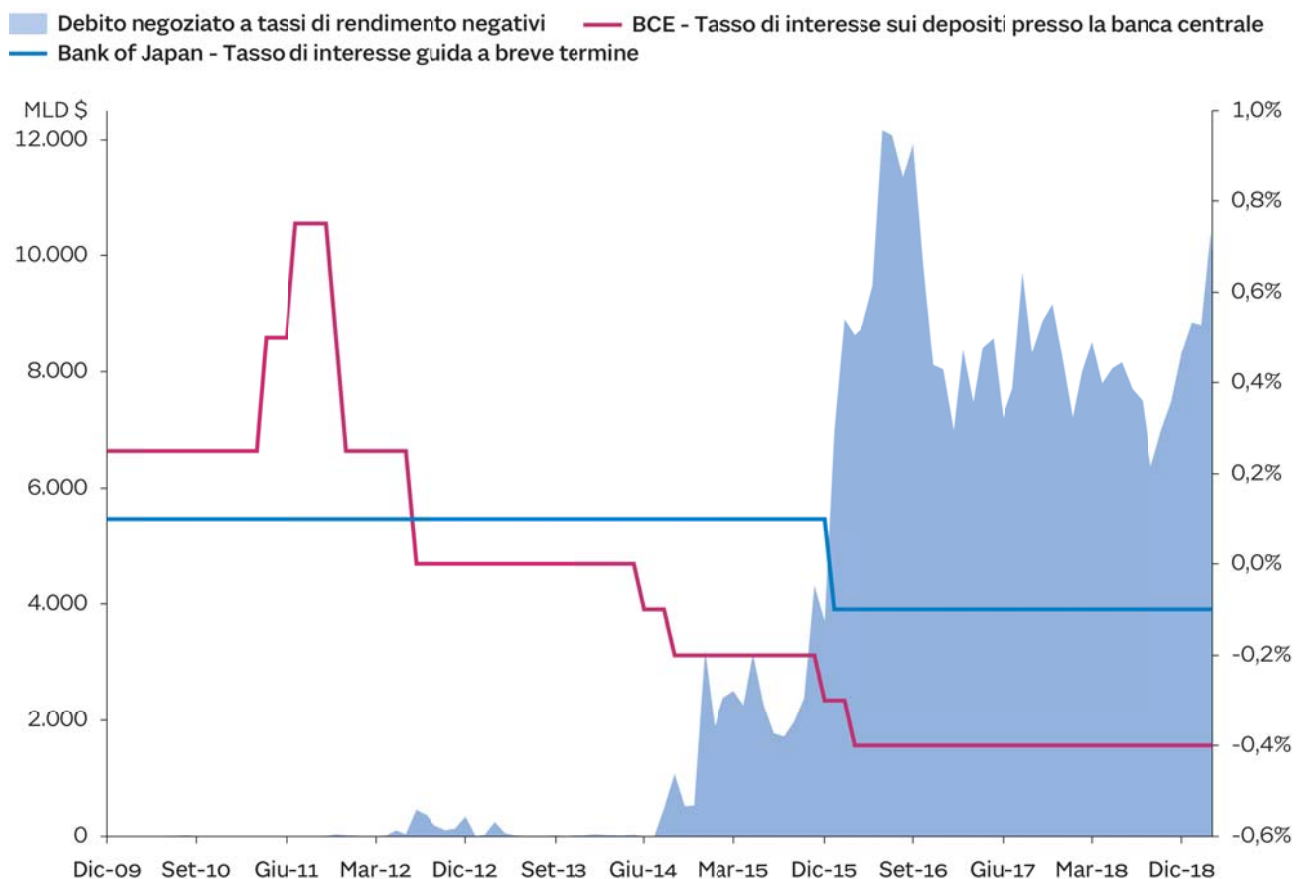
**SEDE BCE**

Dopo un picco a 12mila miliardi a fine 2016 il fenomeno era rientrato, grazie all'irrobustimento della ripresa economica e al risveglio delle aspettative di inflazione che aveva guidato i rendimenti nominali in territorio positivo. Nel

2018 tuttavia il rallentamento marcato delle economie di Germania e Giappone ha riportato i rendimenti di buona parte del debito governativo di questi Paesi sotto lo 0%, con un effetto traino sul mercato obbligazionario corporate più solido. L'emissione di debito a rendimento negativo realizza un trasferimento netto di ricchezza verso i soggetti debitori, che in generale viene sopportato dagli investitori e dai soggetti intermediari (i.e. il settore bancario). In linea teorica le banche dovrebbero trasferire il costo ai risparmiatori, applicando tassi negativi ai propri depositanti. Sebbene questo pass-through sia stato a volte applicato nei confronti di grandi investitori corporate ed istituzionali, i risparmiatori retail sono stati largamente protetti dagli effetti dei tassi di interesse negativi.

#### IL DEBITO A TASSI DI INTERESSE NEGATIVI IN CIRCOLAZIONE SUI MERCATI SECONDARI

Dato globale aggregato - Fonti: BOFA/Merrill Lynch, BCE, BOJ

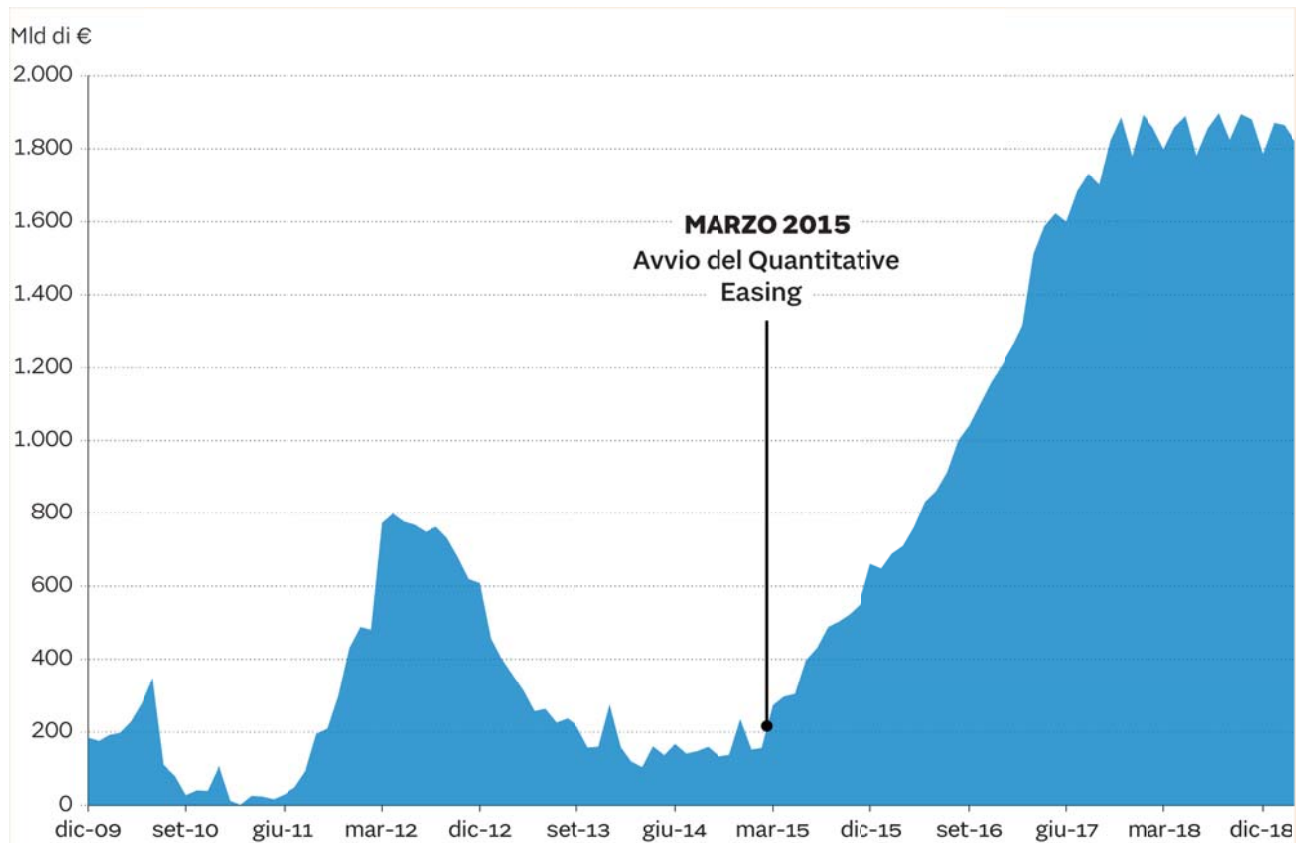


Il limite allo 0% per i depositi retail ha implicato un maggiore costo sopportato dal settore bancario, soprattutto nel momento in cui la liquidità in eccesso nel sistema finanziario è drammaticamente aumentata a seguito del

varo dei Quantitative Easing in USA, Europa e Giappone. Per le banche europee, le riserve volontarie detenute presso i conti di deposito della BCE sono cresciute dai 100 miliardi di fine 2014 ad oltre 1.800 miliardi di marzo 2019.

#### LIQUIDITÀ IN ECCESSO NEL SISTEMA FINANZIARIO DELL'EUROZONA

Fonte: BCE



#### 1 LIQUIDITÀ IN ECCESSO NEL SISTEMA FINANZIARIO DELL'EUROZONA

Se consideriamo un tasso negativo dello  $-0,4\%$  il costo annuale medio di questa liquidità immobilizzata in BCE è pari a 7,5 miliardi, una percentuale non irrilevante dei profitti totali del sistema bancario dell'Eurozona (circa 100 miliardi nel 2018). Poiché in genere le riserve bancarie sono distribuite in modo fortemente asimmetrico, questa componente di costo sarà assai rilevante per le banche più grandi che detengono riserve cospicue, mentre potrebbe essere inesistente per soggetti più piccoli. Anche la distribuzione geografica delle riserve ha il suo impatto: le banche dei piccoli Paesi del Nord-Europa (Finlandia, Lussemburgo, Olanda) sopportano un costo che arriva ad

erodere il 20% dei profitti, mentre in Germania l'incidenza non supera il 15%. L'impatto per le banche dei Paesi periferici è marginale.

Fino ad ora le banche centrali non hanno ritenuto fosse opportuno intervenire a sostegno della profittabilità delle banche, dato che questa era già abbondantemente sostenuta dal trading di titoli obbligazionari nell'ambito del Quantitative Easing e dalla crescita degli impieghi nell'economia reale. La situazione attuale vede però una frenata dei prestiti ad imprese e consumatori ed una riduzione degli stimoli monetari su scala globale: per la prima volta, una misura finalizzata alla sterilizzazione dei costi connessi all'implementazione dei tassi negativi potrebbe essere necessaria.

Una soluzione logica ed immediata applicabile all'Eurozona potrebbe essere quella di esentare parte delle riserve bancarie dal pagamento della "tassa" dello -0,4%, prevedendo un tasso meno penalizzante (ad esempio lo 0%); una misura definita in gergo tecnico "tiering". In linea teorica questo intervento corrisponderebbe ad una riduzione dello stimolo monetario, perché è come se la BCE stesse alzando in media i tassi di interesse, favorendo il deposito della liquidità presso la banca centrale e riducendone il costo-opportunità rispetto agli impieghi nell'economia reale. Tuttavia il dato storico ci dice che nell'Eurozona il tasso overnight EONIA a cui le banche si scambiano fondi nel brevissimo termine tende a crescere solo quando le riserve bancarie scendono al di sotto della soglia dei 300 miliardi. Di conseguenza la BCE avrebbe il margine per esentare almeno 1.000 miliardi di riserve dal pagamento di un tasso di interesse negativo, restituendo all'industria bancaria circa 4-5 miliardi. Il tiering era già stato considerato dal board BCE al momento del taglio dei tassi al di sotto dello zero; tuttavia l'idea era stata accantonata per via degli effetti distorsivi derivanti dalla distribuzione asimmetrica delle riserve bancarie. Strumenti alternativi come i prestiti T-LTRO a tasso negativo (dove era la BCE a pagare le banche per il privilegio di prestare loro fondi) hanno permesso poi di riequilibrare i costi sostenuti dal sistema bancario in maniera più nitida. Allo stato attuale però il tiering potrebbe avere maggiori chances di essere implementato. Infatti la BCE ha già annunciato un nuovo round di prestiti T-LTRO in autunno, che però sarà a tasso zero e per un periodo più breve (2 anni). Allo stesso tempo la forward guidance del Presidente Draghi ha escluso qualsiasi rialzo dei tassi prima della fine del 2019, collocando idealmente un primo aggiustamento a metà del 2020. Di conseguenza le banche europee non avranno più protezione dall'impatto dei tassi negativi in un momento di naturale riduzione dei profitti dettata dal rallentamento economico.

La Danimarca è l'unico Paese che finora ha implementato il tiering per un periodo di tempo prolungato. Il sistema danese prevede la sottoscrizione obbligatoria di certificati di deposito per le banche ad un tasso negativo dello -0,65%; allo stesso tempo è prevista un'area di esenzione, rappresentata da una quota limitata di depositi in conto corrente con un costo pari a 0. Quest'area può essere estesa o ristretta in maniera flessibile, fornendo un ulteriore strumento di politica monetaria alla banca centrale per sterilizzare gli effetti dei tassi negativi. Il sistema bancario danese però è piccolo ed omogeneo, con molta liquidità in eccesso ed un obiettivo di controllo del tasso di cambio fisso con l'Euro; queste caratteristiche rendono l'esperienza danese non completamente utile a prevedere gli effetti del tiering su un sistema bancario fortemente frammentato ed incentrato sul controllo dell'inflazione come quello dell'Eurozona.

Il capo-economista della BCE Peter Praet si è mostrato scettico sull'effettiva utilità del tiering, ammettendo però che la misura è in discussione. Dal mio punto di vista, il varo del tiering potrebbe portare con sé un ulteriore rischio: in maniera paradossale il mercato potrebbe ritenere il varo di una misura che è de facto restrittiva come la conferma di un lungo periodo di permanenza dei tassi negativi, tale da giustificare un intervento a sostegno del sistema bancario. Le aspettative degli operatori su tassi di interesse ed inflazione potrebbero di conseguenza “disancorarsi” e precipitare verso lo zero, in una direzione non gradita dalla BCE.

I possibili sviluppi dipenderanno dall'evoluzione della congiuntura economica. Ulteriori shock in un contesto già in deterioramento - come la Brexit - potrebbero rendere ineludibile un intervento più incisivo della BCE.

\* Economista

@MarcelloMinenna