

BANCHE CENTRALI

**DUE LINEE
DI GESTIONE
PER I TASSI**

di **Marcello Minenna**

La recessione globale incombe: quasi tutti i Paesi europei hanno un piano di espansione fiscale mentre si attende un massiccio programma di stimoli dagli Usa. La Bank of England, la Federal Reserve (Fed) e la Banca centrale europea (Bce) hanno lanciato 1-2 round di misure a sostegno dell'economia ed è quasi certo che l'allentamento monetario proseguirà: lo shock provocato dal coronavirus è troppo intenso.

I primi dati arrivati dalla Cina mostrano una contrazione dell'attività industriale di magnitudo paragona-

bile alla crisi finanziaria del 2008-09. Le banche d'investimento internazionali hanno aggiornato le stime per il calo del Pil italiano al -3,6% annuo (nel 2009 il Pil si contrasse largo circa del -6%). La Fed ha tarato lo stimolo in risposta ad uno shock stile 2008: taglio dei tassi di interesse-chiave di 100 punti base e riavvio in grande stile del Quantitative Easing (QE) per 700 miliardi di \$ di Treasuries e di Mortgage-Backed Securities (i titoli strutturati che impacchettavano mutui immobiliari subprime).

Continua a pagina 13

FED E BCE, BANCHE CENTRALI IN AZIONE

DUE LINEE PER LA GESTIONE DEI TASSI

di **Marcello Minenna**
— *Continua da pagina 1*

Negli stessi giorni, la Bce non è intervenuta sui tassi di interesse ed ha potenziato il QE solo per 120 miliardi di euro fino alla fine del 2020, facendo affidamento su una serie straordinaria di finanziamenti a tassi di interesse negativi al sistema bancario (LTRO - Longer Term Financing Operations) come nel 2011.

Si doveva fare di più, ed infatti nella notte del 19 marzo la Bce - dopo un meeting telefonico d'emergenza - ha potenziato il QE di 750 miliardi varando uno specifico Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).

Sia Fed che Bce infatti hanno sostenuto i prestiti all'economia reale - in progressivo arresto - attraverso un approccio "duale" nella gestione dei tassi di interesse.

Prima del meeting del 12 marzo scorso nell'area Euro era in vigore un tasso indifferenziato sia per i depositi delle banche commerciali presso la Bce e sia per i prestiti agevolati T-LTRO III (Targeted Long Term Refinancing

Operations) pari allo -0,5%.

Questo schema è stato trasformato in un sistema duale che amplifica le capacità espansive dei prestiti T-LTRO. Ora i prossimi round di prestiti sono offerti a parità di durata e con un plafond maggiore ad un tasso negativo minimo dello -0,25% che può arrivare, in dipendenza dal raggiungimento dei livelli benchmark, ad un tasso dello -0,75%. Allo stesso tempo la Bce non ha ridotto il tasso di deposito ma lo ha lasciato invariato. In questa maniera le banche potranno ricevere prestiti allo -0,75% con la condizionalità di trasferire il beneficio alla clientela, mentre pagheranno un tasso più basso sulle somme depositate in Bce.

Lo scostamento tra il tasso sui depositi e quello sui prestiti al sistema bancario è ancora contenuto, ma l'esperienza cinese mostra come questo divario possa essere ampliato oltre 400 punti base in dipendenza dalla necessità di stimolare l'economia. La Fed attraverso una misura analoga ha tagliato i tassi per 150 punti base sui prestiti a breve termine alle banche attraverso l'utilizzo della così detta discount

window, cioè per 50 punti base in più rispetto ai tassi di interesse-chiave (-100 bps).

Questo sistema duale indubbiamente implica un trasferimento di risorse finanziarie dalla Bce al sistema economico. La natura del supporto è "quasi" fiscale, perché l'erosione del margine di utile della Bce si riflette in minori profitti restituiti ai governi dell'area Euro nell'esercizio successivo. Secondo i calcoli dell'economista britannico Christopher Marsh, con queste misure l'Eurosistema delle banche centrali nazionali vedrebbe 4,5 miliardi (dato 2018) di utili azzerati.

I cambiamenti posti in essere si muovono con decisione verso una logica di maggiore risk-



sharing. Lo stesso dovrebbe accadere per le modalità di ingaggio del QE: se c'è un momento per invocare una presa di posizione della Bce netta, è questo.

@MarcelloMinenna

Direttore dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli

Le opinioni espresse sono strettamente personali

Sia Fed che Bce hanno sostenuto i prestiti all'economia reale in progressivo arresto attraverso un approccio "duale" nella gestione dei tassi di interesse

Sistema interbancario

Rappresentazione dello schema di funzionamento di un prestito T-LTRO III nell'innovativo approccio "duale" post meeting BCE del 12 marzo, con un tasso di interesse per i prestiti alle banche inferiore al tasso sui depositi in BCE che rimane invariato.

Dati in %

