

8 dicembre 2019

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

# TASSI DI INTERESSE DUALI PER STIMOLARE L'ECONOMIA: SI PUÒ FARE?

di Marcello Minenna

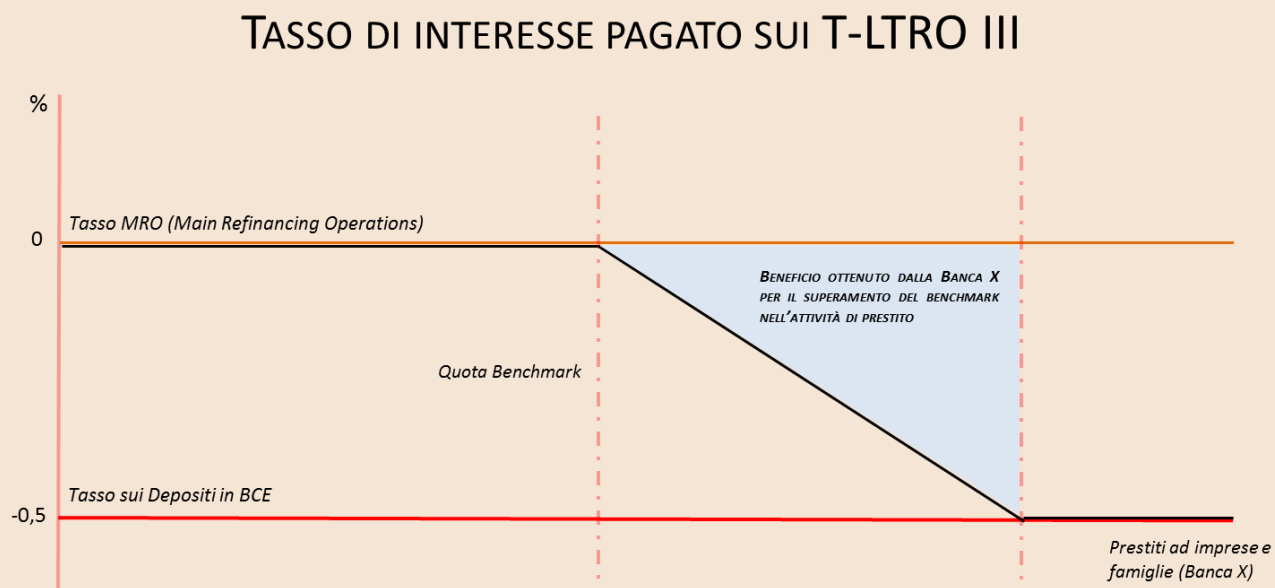
Ad un mese dall'avvio della Presidenza Lagarde, alla Banca Centrale Europea (BCE) e in diversi ministeri delle Finanze dei Paesi dell'Eurozona l'opposizione ad una politica di tassi di interesse negativi a lungo termine si fa meno sotterranea e più vocale. Nell'arco di pochi giorni sia il Governatore della Banca d'Italia che quello della Banca centrale danese hanno richiamato i rischi derivanti da uno stallo della politica monetaria della BCE nell'attuale situazione in cui i tassi di riferimento sono ben al di sotto dello 0%. Inoltre si è auspicato un ribilanciamento verso altri strumenti considerati più sicuri ed efficaci come l'acquisto di *asset* finanziari sul mercato secondario.

Tra i principali effetti indesiderati dei tassi negativi ci sono ovviamente il declino della profittabilità del sistema bancario ed il crollo dei tassi di rendimento a lungo termine di investimenti a basso rischio, essenziali nella gestione dei fondi pensione. Cresce inoltre la preoccupazione per la trasmissione dei tassi negativi ai conti di deposito di clienti *retail*, anche al di sotto della soglia assicurata dagli schemi nazionali di garanzia di 100.000 €.

Si è discusso a lungo sulla necessità di una “staffetta” tra politica monetaria e fiscale in un momento in cui l'economia europea è in rallentamento, con un'evidente recessione nel settore manifatturiero appena controbilanciata dalla tenuta del settore dei servizi. Le resistenze politiche di alcuni Paesi ad una decisa espansione fiscale restano tuttavia notevoli. Quali altri spazi di manovra potrebbe ricavare la BCE in caso di un peggioramento dell'economia globale pur rimanendo all'interno del quadro normativo attuale?

A livello teorico, è possibile spostare l'asticella della politica monetaria espansiva un po' più in là utilizzando proprio lo strumento dei tassi di interesse, evitando allo stesso tempo gli effetti più deteriori della *policy* di tassi molto negativi. Attualmente è in vigore un tasso indifferenziato sia per i depositi delle banche commerciali presso la BCE e sia per i prestiti nei confronti delle banche pari allo -0,5% (compresi i prestiti agevolati T-LTRO - *Targeted Long Term Refinancing Operations*), (cfr. Figura 1); tuttavia non è obbligatorio che questi due tassi debbano essere identici.

Figura 1



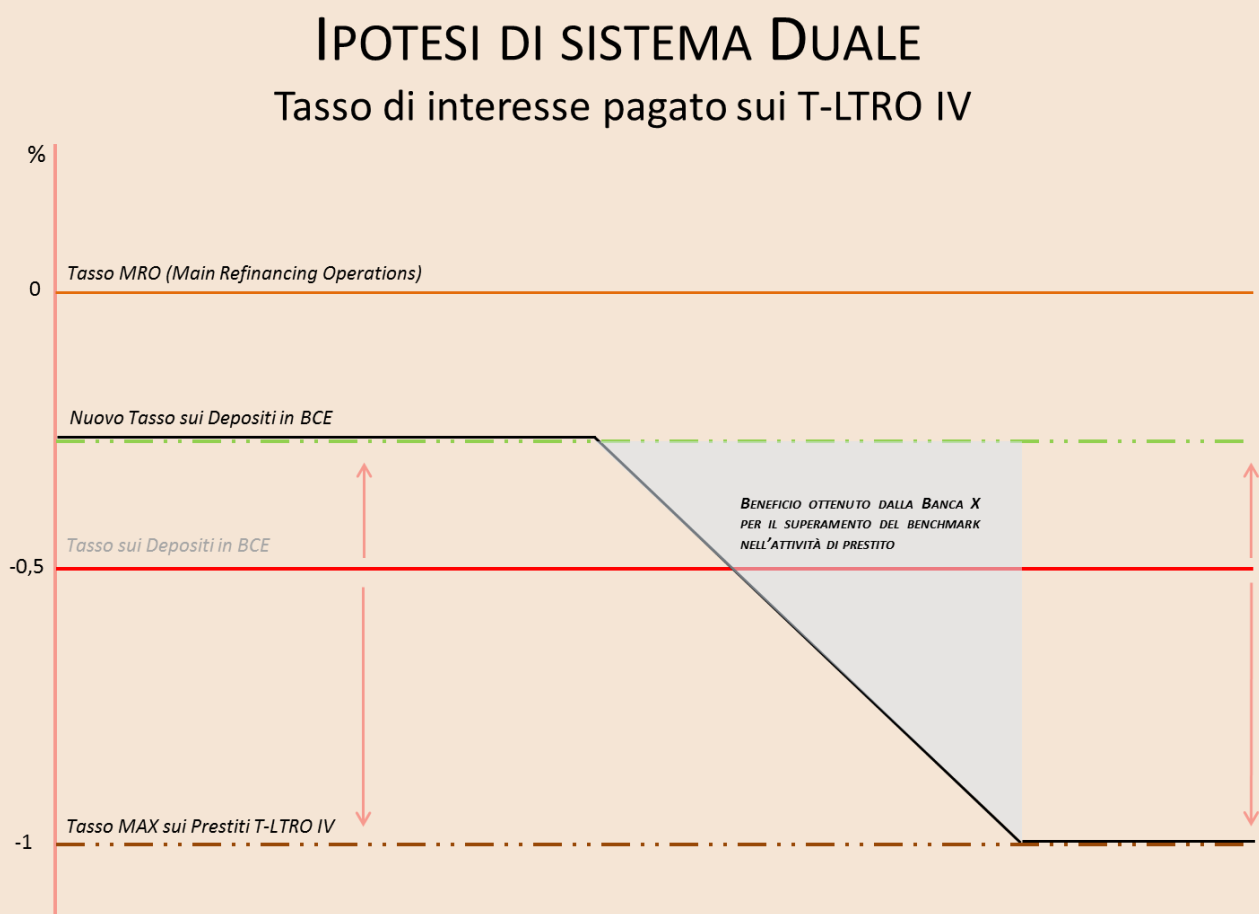
**Tasso T-LTRO III MAX = Tasso sui Depositi in BCE**

Le ultime misure espansive varate con il pacchetto annunciato il 12 settembre u.s. comprendono i prestiti T-LTRO III alle banche di durata triennale. Il meccanismo prevede come base un tasso dello 0%; se gli istituti erogano credito all'economia reale in quantità tale da superare dei livelli *benchmark* tarati sulla loro struttura patrimoniale, possono ottenere di “pagare” (ricevere) un tasso di interesse *fino* allo -0,5%, un livello pari a quello cui vengono tassati i depositi bancari in BCE.

Questo schema può essere trasformato agilmente in un sistema duale che amplifichi le capacità espansive dei prestiti T-LTRO, come proposto in forme simili da diversi

economisti europei, tra cui il britannico Eric Loneragan. Si consideri in questa prospettiva un ipotetico pacchetto di prestiti T-LTRO IV (cfr. Figura 2) che - a parità di durata con il precedente - sia offerto ad un tasso negativo del -1%; allo stesso tempo però la BCE non riduce il tasso di deposito della stessa misura ma lo lascia invariato, o addirittura lo *aumenta*, portandolo ad esempio al -0,2%. In questa maniera le banche potrebbero ricevere prestiti al -1% con la condizionalità di trasferire gran parte di questo beneficio alla clientela, ed allo stesso tempo pagherebbero sulle somme depositate in BCE un tasso più basso rispetto a quello attuale. Si conserverebbero quindi i benefici di uno stimolo espansivo alla crescita del credito e si ridurrebbero allo stesso tempo i principali effetti negativi della *policy* in vigore in termini di profittabilità delle banche.

Figura 2



Il vantaggio di questo approccio è la sua semplicità all'interno del quadro normativo *standard* della BCE, nonché la sua indubbia efficacia. L'incentivo alla crescita del credito

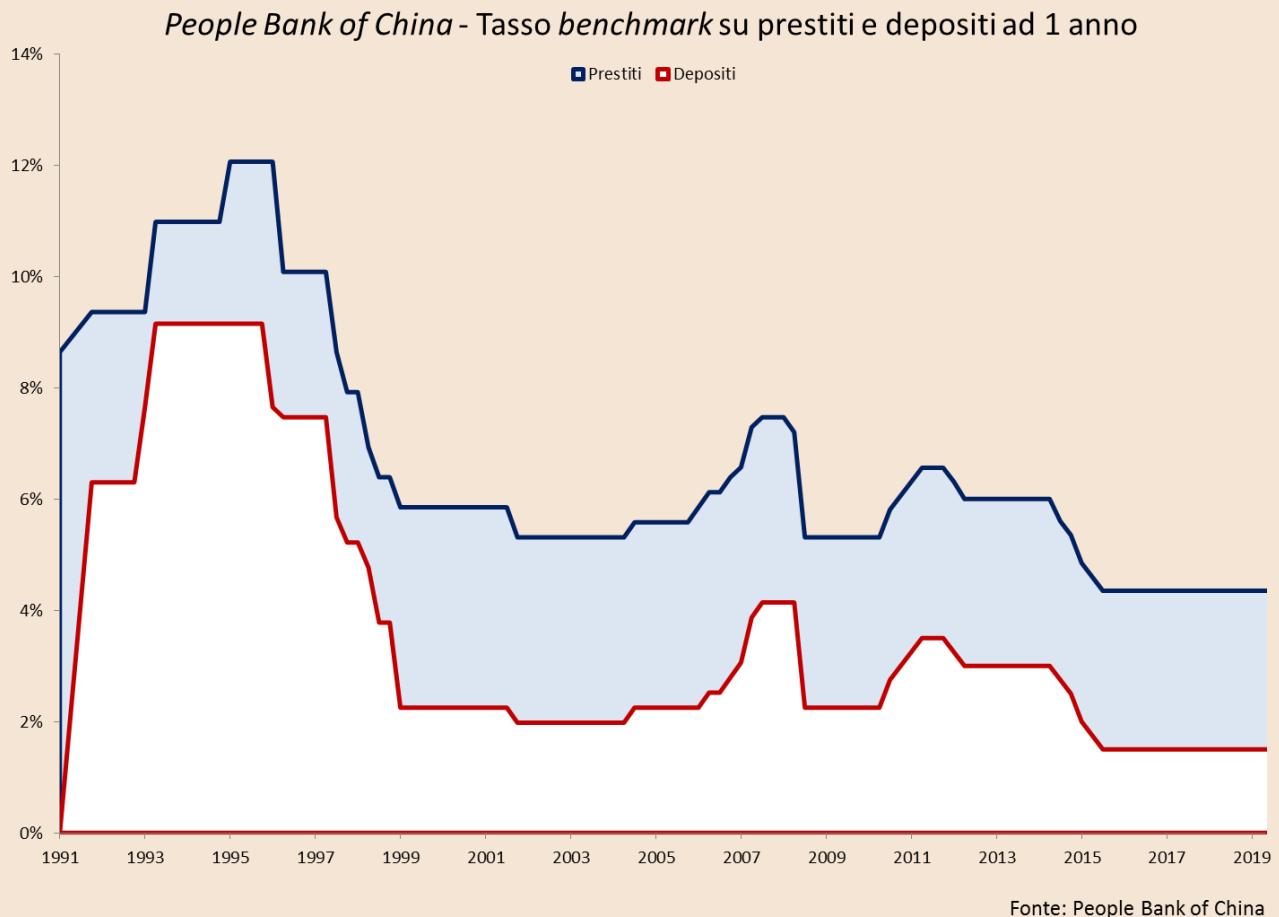
all'economia reale è ancora più evidente se consideriamo che i nuovi prestiti non verranno utilizzati da imprese e famiglie in un'unica soluzione, ma prevedibilmente verranno depositati in attesa di un utilizzo graduale. Di conseguenza, la crescita del credito provocherà un corrispondente aumento dei depositi bancari e dei conti di riserva in BCE, su cui le banche pagheranno un tasso di interesse meno penalizzante dell'attuale - 0,5%.

Questo sistema duale indubbiamente implica un trasferimento di risorse finanziarie dalla BCE al sistema economico, una fetta del quale viene "trattenuta" dal sistema bancario attraverso operazioni di arbitraggio. Tuttavia la proposta non è molto diversa dal sistema attualmente operativo di *tiering* delle riserve in eccesso sui conti correnti presso la BCE. In questo caso la banca centrale sta esentando parte delle riserve dal pagamento del tasso dello -0,5% e dunque *de facto* sta utilizzando 2 tassi di interesse per sostenere la profittabilità del sistema bancario, con un'iniezione di liquidità finanziata dalla riduzione degli utili appostati in bilancio. La natura del supporto è in entrambi i casi "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.

La differenza sta nelle finalità: il *tiering* è stato concepito esclusivamente come una misura di supporto al sistema bancario per mitigare gli effetti dei tassi negativi. Dai dati preliminari rilasciati a novembre 2019, il varo delle nuove norme ha innescato una grande operazione di arbitraggio tra i conti di banca centrale ed una riallocazione geografica delle riserve bancarie dell'Eurosistema. Il nuovo sistema duale, che differenzerebbe tra tassi di prestito e tassi di deposito, sarebbe invece un'operazione mirata a trasferire ulteriore liquidità all'economia reale, pur prevedendo che una parte dello stimolo rimanga "intrappolata" all'interno del sistema bancario.

Disporre di 2 tassi di interesse potenzia la flessibilità di questo strumento di politica monetaria, rendendo in realtà meno necessario ricorrere ad alternative non convenzionali come gli acquisti su larga scala di *asset* finanziari. L'esperienza cinese è in questo caso un buon esempio: la banca centrale cinese ha predisposto un sistema duale di tassi di interesse sui prestiti/depositi delle banche dagli anni '90, dapprima rigido (i tassi erano fissati *ex lege*) e poi liberalizzato successivamente (cfr. Figura 3).

Figura 3



Dopo l'ultima riforma di agosto 2019, la *People Bank of China* (PBOC) governa la propria politica monetaria principalmente attraverso la modulazione di 2 tassi di interesse *benchmark* sui depositi e sui prestiti (*Loan Prime Rate*) a 12 mesi. Altrettanto importante per la trasmissione degli intenti di *policy* della PBOC nel brevissimo termine è il tasso di riserva obbligatoria (*Reserve Requirement Ratio*). Com'è evidente dal grafico, in un contesto di tassi di interesse positivi il tasso sui prestiti è posto circa 300 punti base sopra quello dei depositi per garantire un adeguato margine di profittabilità al sistema bancario; più elevato/ridotto è il differenziale tra i due tassi, più restrittiva/espansiva è la politica monetaria.

Nel – singolare – caso europeo ovviamente ci troveremmo in una situazione speculare, dove il tasso sui prestiti sarebbe inferiore rispetto a quello sui depositi e più elevato/ridotto il differenziale tra i due tassi, più espansiva/restrittiva diverrebbe la

politica monetaria. È interessante notare come l'uso di tassi di interesse molteplici abbia consentito alla PBOC (fino ad oggi) una gestione adeguata della politica monetaria senza necessità di ricorrere ad altri strumenti non convenzionali. Allo stato attuale, la PBOC non ha mai implementato acquisti di titoli di Stato stile *Quantitative Easing* e secondo quanto affermato dal governatore Yi Gang solo pochi giorni fa non lo farà nemmeno in futuro.

In definitiva, non è vero che la politica monetaria abbia oramai tutte le armi spuntate e che l'unico passo in avanti possibile sia una misura radicale stile "*helicopter money*". Il varo del *tiering* ha già spinto la BCE in una direzione innovativa che apre a misure meno invasive, graduali e politicamente più accettabili.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna