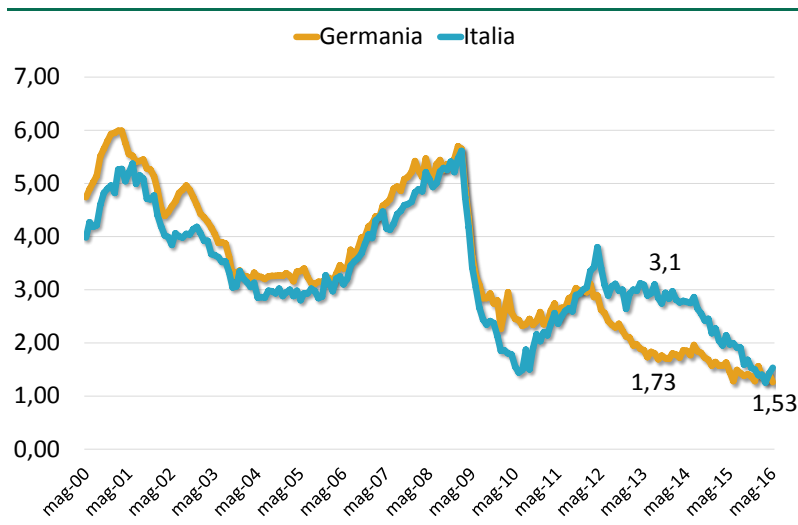


Tassi sui prestiti alle imprese

(%; nuove op.; >€1m. fino a 1 anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Banca d'Italia

Una larga parte del circuito finanziario internazionale è da tempo caratterizzata da **tassi d'interesse negativi**. Aperto dalle banche centrali di Svezia e Danimarca, questo inusuale scenario ha conquistato una dimensione internazionale dal giugno 2014 con la decisione della Bce di posizionare in territorio negativo la remunerazione corrisposta sui depositi overnight ricevuti dalle banche. Nel febbraio scorso questo orientamento è stato condiviso anche dalla Bank of Japan.

Malgrado sia stato accresciuto l'onere richiesto (a -0,40% dal marzo scorso) i depositi delle banche dell'eurozona presso la Bce sono aumentati a livelli record. A determinare questo andamento è il crescente ammontare dei **titoli sovrani con rendimenti negativi**, conseguenza delle politiche di acquisto da tempo attivate da numerose banche centrali (Bce e BoJ soprattutto). Da qualche mese anche nel mercato dei corporate bond si osserva una forte caduta dei rendimenti.

n. 27

15 luglio 2016



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

Tassi d'interesse negativi: uno scenario ancora da esplorare

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

Una larga parte del circuito finanziario internazionale è da tempo caratterizzata da tassi d'interesse negativi. Aperto dalle banche centrali di Svezia e Danimarca, questo inusuale scenario ha conquistato una dimensione internazionale dal giugno 2014 con la decisione della Bce di posizionare in territorio negativo la remunerazione corrisposta sui depositi overnight ricevuti dalle banche. Nel febbraio scorso questo orientamento è stato condiviso anche dalla Bank of Japan. La Federal Reserve, invece, continua a remunerare positivamente le riserve in eccesso di cui sono titolari gli istituti di credito.

Malgrado sia stato accresciuto l'onere richiesto (a -0,40% dal marzo scorso) i depositi delle banche dell'eurozona presso la Bce sono aumentati a livelli record. A determinare questo andamento è il crescente ammontare dei titoli sovrani con rendimenti negativi, conseguenza delle politiche di acquisto da tempo attivate da numerose banche centrali (Bce e BoJ in testa). Da qualche mese anche nel mercato dei corporate bond si osserva una forte caduta dei rendimenti.

Con il passare dei mesi cresce il dibattito sull'opportunità e l'efficacia di questo orientamento di politica monetaria. Chi lo sostiene sottolinea che la discesa dei rendimenti finanziari non è fenomeno recente ma ha avuto inizio alcuni decenni fa: il problema non sono i tassi bassi ma la deflazione che se protratta rende insostenibile qualunque forma di debito. Viceversa, chi assume una posizione critica ritiene che le scelte della Bce minano le prospettive di sviluppo dell'eurozona perché impediscono il dispiegarsi del "processo di distruzione creatrice", quello cioè che porta all'eliminazione delle imprese senza prospettive e al contempo apre spazi di sviluppo alle imprese dotate di potenziale innovativo.

L'affermarsi di uno scenario di tassi d'interesse negativi

Una larga parte del circuito finanziario internazionale è da tempo caratterizzata da tassi d'interesse negativi, una "innaturale condizione" analoga a quella che si proverebbe "camminando a testa in giù sul soffitto di una stanza"¹.

L'affermarsi di questo scenario può essere analizzato distinguendo tre diversi ambiti: i rapporti tra istituti di credito e banca centrale; il mercato dei titoli pubblici; il mercato dei *corporate bond*. Si tratta di una schematizzazione con finalità solo espositive, essendo le dinamiche di questi tre contesti parte di un unico scenario e quindi inevitabilmente legate tra loro.

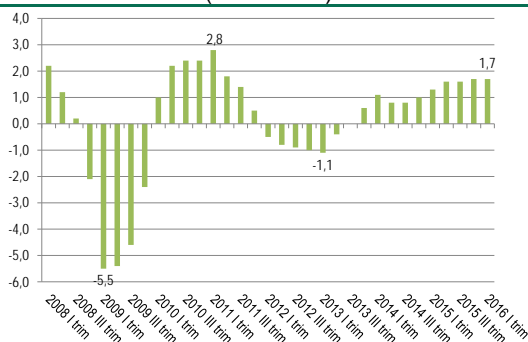
Ad aprire la stagione dei tassi negativi è stata la Riksbank (Banca centrale della Svezia) che nel luglio 2009 ha posizionato a -0,25% la remunerazione riconosciuta sui depositi ricevuti dalle banche svedesi. Da allora questo tasso è stato ritoccato più volte al ribasso fino all'attuale -1,25%; parallelamente, è stato ridotto il costo dei prestiti overnight fino a +0,25%.

Nel luglio 2012 la Banca centrale della Danimarca (DNB, Danmarks Nationalbank) ha adottato una strategia analoga a quella della Riksbank, facendo diventare onerosa la sottoscrizione dei suoi certificati di deposito (sette giorni di durata). A gennaio 2016 il

¹ Cfr. Salvatore Rossi - Relazione sull'attività svolta dall'IVASS nell'anno 2015, Roma, 15 giugno 2016.

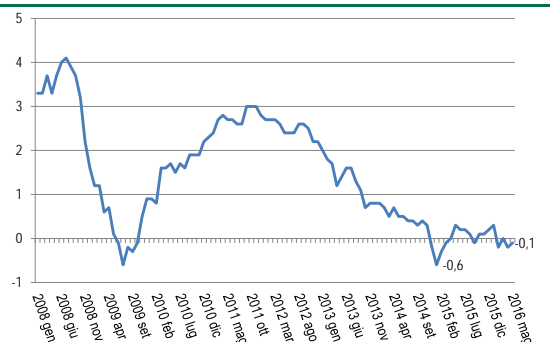
compenso richiesto alle banche per sottoscrivere questi certificati di deposito è stato elevato a 0,65%.

**Area Euro:
crescita economica**
(var. Pil a/a)



Fonte: Eurostat

**Area Euro:
prezzi al consumo**
(var. a/a)



Fonte: Eurostat

Questa linea di politica monetaria ha però assunto una dimensione veramente internazionale da quando è stata fatta propria anche dalla Bce. Per condizionare la congiuntura economico-finanziaria la Banca Centrale Europea può manovrare i tassi applicati su tre diversi tipi di operazione con le banche: quello relativo ai prestiti overnight (marginal lending facility), quello richiesto per la tipica operazione di rifinanziamento (main refinancing operations), quello corrisposto sui depositi ricevuti. Da giugno 2014 quest'ultimo risulta posizionato in territorio negativo e nel marzo scorso è stato portato a -0,40%. Alla modifica del tasso sui depositi overnight si sono affiancate revisioni dei due tassi attivi prima indicati (il tasso sulle main refinancing operations è ora allo 0%, quello sui prestiti overnight allo 0,25%).

Successivamente, a dare ulteriore forza a questo orientamento di politica monetaria è stata la Svizzera (gennaio 2015) e poi soprattutto il Giappone che più recentemente (febbraio 2016) ha stabilito un costo dello 0,10% per accogliere i depositi delle banche. In molti paesi² per mitigare l'impatto di questa decisione sui ricavi degli istituti di credito sono state stabilite alcune esenzioni. La Bank of Japan ha stabilito un *three-tier system*: utilizzando specifici parametri, il deposito di ciascun istituto di credito viene suddiviso in tre parti cui viene attribuito un rendimento positivo, nullo, negativo³.

Tra i paesi che non hanno adottato tassi monetari negativi ci sono gli Stati Uniti. La Federal Reserve, infatti, remunera positivamente (+0,50%) le riserve in eccesso di cui sono titolari gli istituti di credito.

La gestione della liquidità in eccesso

La decisione di imporre una remunerazione negativa condiziona ovviamente la gestione della liquidità in eccesso delle banche ma non è l'unico parametro rilevante.

I depositi detenuti dagli istituti di credito dell'eurozona presso la Bce dopo aver superato nella seconda metà del 2012 i €400 mld, sono poi progressivamente diminuiti

² Svizzera, Svezia, Danimarca.

³ Cfr. Bank of Japan, Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate", 29 gennaio 2016.

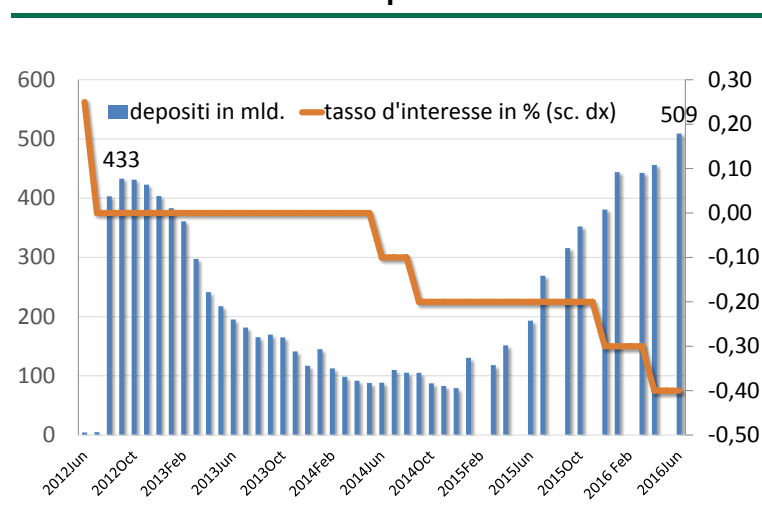
fino a scendere al di sotto dei €100 mld nei mesi finali del 2014. Da allora si è registrata un'intensa ripresa culminata nel superamento di quota €500 mld alla rilevazione più recente (giugno 2016). La dinamica dell'aggregato non sembra quindi sensibilmente ostacolata dall'ulteriore inasprimento del costo di questa scelta (a -0,40%) deciso dalla Bce all'inizio di marzo scorso.

Per comprendere questo andamento si deve considerare che il deposito presso la Banca centrale non è l'unica modalità a disposizione di un istituto di credito per gestire l'eventuale eccesso di liquidità. Se ne possono considerare almeno altre tre: il circuito dei prestiti interbancari, la detenzione diretta di questa liquidità, l'investimento in titoli. La scelta dipende dal costo e dall'effettiva praticabilità di ciascuna ipotesi.

In questa fase, la prima opzione non è di fatto disponibile: l'eccesso di liquidità è caratteristica comune alla quasi totalità degli operatori bancari, sia nel circuito nazionale che internazionale.

La seconda alternativa ha recentemente cominciato a guadagnare qualche spazio. Richiede la disponibilità di forzieri e comporta oneri di diverso tipo (per l'immagazzinamento, la copertura assicurativa, etc.). La stampa riferisce che alcuni operatori finanziari tedeschi (Commerzbank, il gruppo assicurativo Munich Re, alcune casse di risparmio della Baviera) starebbero valutando seriamente questa possibilità.

Remunerazione e ammontare dei depositi delle banche presso la Bce



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Considerata la dimensione dei flussi finanziari coinvolti, la più importante alternativa al deposito presso la Banca centrale resta l'investimento in titoli pubblici. L'incremento dei depositi delle banche dell'eurozona presso la Bce sembra in larga misura spiegato proprio dal parallelo andamento del mercato dei titoli pubblici. Secondo una recente rilevazione⁴, a livello globale i titoli di debito pubblico con rendimento negativo avrebbero raggiunto a fine giugno gli \$11,7 trilioni; di essi, \$7,9 trilioni sono giapponesi e \$3,2 trilioni titoli europei (un trilione di dollari ciascuno i titoli tedeschi e francesi). Rispetto a fine maggio 2016 l'aggregato registra una crescita complessiva di \$1,3 trilioni, un incremento per circa \$0,6 trilioni di natura contabile essendo dovuto

⁴ Cfr. Fitch Ratings, comunicato stampa del 29 giugno 2016.

all'indebolimento del dollaro rispetto allo yen. Alla fine di giugno, i titoli con rendimento negativo e scadenza ravvicinata ammontavano a \$3,2 trilioni, quelli a più lunga scadenza a \$8,5 trilioni⁵.

All'inizio di luglio 2016 i titoli del debito pubblico francese offrivano un rendimento positivo solo per scadenze superiori a 9 anni; nel caso di quelli tedeschi si osservano rendimenti negativi per tutte le scadenze fino a quella decennale compresa; nel caso del Giappone è negativo anche il rendimento dei titoli con scadenza a 15 anni. I titoli di stato del Giappone o anche dell'Italia propongono già sulle scadenze più brevi un rendimento migliore dell'attuale -0,40% applicato sui depositi presso la Bce; nel caso dei titoli sovrani della Francia o della Germania, invece, questo avviene solo per scadenze medio-lunghe (almeno 6 e 8 anni, rispettivamente).

L'intensa crescita dell'ammontare dei titoli di debito pubblico con rendimento negativo è evidente conseguenza delle politiche di acquisto attuate da molte banche centrali, politiche in alcuni casi (Bank of Japan) in corso da anni, in altri casi esperienza invece più recente. Da marzo 2015 la Bce ha avviato un programma di acquisti per €60 mld al mese circa, ammontare incrementato a partire da marzo di quest'anno; programmi analoghi sono in corso di attuazione anche da parte della Bank of England e della Risksbank (complessivamente circa \$30 mld alla fine dell'anno in corso).

Oltre ai titoli del debito sovrano emessi dai paesi dell'eurozona, la Bce è autorizzata ad acquistare anche i titoli delle agenzie e delle istituzioni europee, i titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (ABSPP, asset-backed securities purchase programme) e le obbligazioni garantite (CBPP, covered bond purchase programme). Nel dicembre 2015 la lista dei titoli acquistabili è stata estesa a quelli emessi dalle autorità regionali e locali. Nel marzo di quest'anno, oltre ad incrementare l'importo mensile degli acquisti (fino a €80 mld) ed allungare la durata dell'intero programma (anche oltre marzo 2017), la Bce ha ulteriormente ampliato la gamma dei titoli interessati includendo le obbligazioni *investment grade* denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro (CSPP, corporate sector purchase programme).

Ampliando la gamma dei titoli candidabili la Bce intende da un lato rafforzare la trasmissione dell'impulso monetario al sistema economico, dall'altro lato contrastare il restringimento della platea di titoli acquistabili. Il regolamento del programma vieta infatti l'acquisto di titoli pubblici il cui rendimento sia inferiore a quello stabilito per i depositi overnight ricevuti dalle banche operanti nell'area. Questa disposizione determina l'esclusione di circa €700 mld di titoli pubblici dell'eurozona, titoli posizionati sulla prima parte della curva dei rendimenti e per poco meno della metà tedeschi.

L'intervento sul mercato dei corporate bond, cominciato a inizio giugno, dovrebbe determinare acquisti mensili per circa €8 mld. Già indirettamente influenzati dalla dinamica del mercato dei titoli pubblici, i rendimenti dei titoli societari dell'eurozona hanno registrato una ulteriore tendenza al ribasso dopo la decisione della Bce di includere questi titoli tra quelli acquisibili. La quota dei *corporate bond* con rendimenti negativi è così passata dal 5% di inizio maggio al 16% di metà giugno (€440 mld su un totale di €2800 mld). Una sensibile riduzione di rendimento si osserva anche per le obbligazioni societarie con più elevato profilo di rischio (non obiettivo degli interventi della Bce perché con rating inferiore a *investment grade*).

⁵ Tra questi ultimi quelli con scadenza pari o superiore a 7 anni hanno raggiunto i \$2,6 trilioni, a fronte di \$1,4 trilioni registrati a fine aprile 2016. Nel caso della Bce, la durata media dei titoli in portafoglio è di poco inferiore ai 7 anni ma i titoli acquistati a giugno hanno una vita media di quasi 10 anni.

Rendimenti negativi: le ricadute sugli operatori finanziari

Il prevalere di tassi marginalmente positivi o negativi ha un inevitabile impatto sulla capacità di reddito degli operatori finanziari. Nel caso delle assicurazioni in alcuni paesi si osserva da tempo una significativa differenza tra tasso di rendimento minimo garantito e rendimento dei titoli pubblici. Il problema sembra riguardare soprattutto le compagnie tedesche e svedesi. La conferma di questa differenza per un lungo periodo di tempo può indebolire la solidità patrimoniale di questi operatori e/o indurre le compagnie assicuratrici a considerare politiche d'investimento con una più elevata combinazione rischio/rendimento. Nell'esaminare il problema, si deve tuttavia considerare che ad essere toccato è il solo ramo vita, mentre non sembrano esserci conseguenze per i rami (altrettanto importanti) danni e salute.

Per quanto riguarda le banche l'effetto finale del protrarsi di questo scenario di tassi è di complessa determinazione. L'onere richiesto per il deposito di liquidità presso la banca centrale rappresenta un costo aggiuntivo che incide direttamente sul risultato finale. Per attenuare questa negativa ricaduta, alcune banche hanno cominciato a richiedere un compenso per accogliere depositi di rilevante ammontare e/o per quelli di cui sono titolari gli investitori professionali. Questo orientamento è stato adottato da alcune banche statunitensi o con sede fuori dell'area euro, mentre ha trovato poca diffusione nell'eurozona (Commerzbank, Danske Bank). Ai fini della compensazione del nuovo onere, molto più diffuso risulta il rialzo del costo di numerosi servizi bancari erogati alla clientela.

I tassi d'interesse passivi hanno uno spazio di discesa minore di quanto generalmente non si registra per quelli attivi. Nell'insieme il margine d'interesse sembra destinato a risentire in maniera sfavorevole dell'attuale scenario dei rendimenti finanziari, un effetto che può variare sensibilmente da gruppo a gruppo a causa, ad esempio, della diversa quota di prestiti in essere definiti a tasso fisso nel passato. D'altra parte, il contenuto livello dei tassi attivi può stimolare una più intensa domanda di finanziamenti, un effetto positivo che però tende a cristallizzare su un ampio arco di tempo lo scenario attuale. In Italia, ad esempio, i nuovi contratti di mutuo sono per il 60-70% a tasso fisso.

La discesa molto pronunciata dei rendimenti finanziari ha però determinato anche ricadute favorevoli di particolare rilievo quale, ad esempio un più intenso sviluppo dell'attività di gestione del risparmio (in Italia, nell'ultimo biennio la raccolta netta ha superato i €300 mld). Certamente rilevante, poi, l'ammontare delle plusvalenze generate nel portafoglio obbligazionario per effetto delle intense politiche di acquisto attivate dalle Banche centrali.

Secondo le rilevazioni della Banca d'Italia per le banche del nostro Paese la somma delle correzioni (positive e negative) indotte da questo scenario di tassi d'interesse ha prodotto nel 2015 un risultato ancora (limitatamente) favorevole. Rispetto all'anno precedente il margine d'interesse ha registrato una flessione del 3,5% (- €1,6 mld circa) dovuta ad una diminuzione del tasso medio attivo superiore (di quattro decimi) alla diminuzione del costo medio della provvista. La riduzione degli interessi attivi è per due terzi dovuta ai contratti di prestito e per il resto al rendimento dei titoli. Alla contrazione del margine d'interesse si è contrapposto un aumento delle commissioni (in particolare, quelle riconducibili all'attività di gestione del risparmio) e un forte incremento dell'attività di negoziazione. Nell'insieme i ricavi sono aumentati dell'1,7% (+€1,5 mld).

Le diverse valutazioni di questa fase di politica monetaria

Sulla base delle più recenti risultanze statistiche le spinte deflazionistiche non sembrano ancora essere state sconfitte. Secondo stime effettuate dalle autorità monetarie, senza le scelte effettuate nel 2015 il consuntivo dell'eurozona sarebbe stato peggiore sia in termini di crescita sia di inflazione (una differenza di 0,6 punti percentuali nel primo caso, di mezzo punto percentuale nel secondo).

Lo scenario caratterizzato da rendimenti finanziari negativi (o al più marginalmente positivi) è oggetto di letture assai diverse, da cui derivano valutazioni ancor più articolate sulle necessarie scelte di politica monetaria.

Un primo punto di vista è quello che ritiene che un contesto di rendimenti negativi condizioni sfavorevolmente e in misura rilevante tanto gli investimenti quanto i risparmi. Secondo questa tesi la condotta della Bce ha prodotto un significativo effetto distortivo sin dalla fase iniziale. La politica monetaria decisamente accomodante, infatti, ha allentato fondamentali vincoli di finanza pubblica e di conseguenza offerto a molti governi la possibilità di rinviare le necessarie riforme strutturali. Chi sostiene questa posizione (tra essi, David Folkerts-Landau, capo economista della Deutsche Bank) ritiene che le scelte della Bce non solo hanno indebolito il processo di rilancio dell'attività economica ma determinano rilevanti rischi di tenuta per l'intera costruzione europea.

Questa posizione è in ampia misura condivisa anche dall'Ocse che sembra criticare non tanto l'orientamento di politica economica in sé (scelta inizialmente giustificabile) quanto piuttosto la durata e il suo protrarsi ulteriore nel futuro. Tassi d'interesse negativi determinano incentivi perversi per gli investitori e andamenti irrazionali dei mercati compromettendo la riacquisizione di una duratura capacità di crescita: viene impedito il dispiegarsi del "processo di distruzione creatrice", quello cioè che porta all'eliminazione delle imprese senza prospettive e al contempo apre spazi di sviluppo alle imprese dotate di potenziale innovativo.

Sembrano un po' attenuate le perplessità di chi teme che la rilevante liquidità monetaria resa disponibile possa tradursi in nuove bolle speculative. Se non mancano paesi in cui le quotazioni immobiliari crescono a velocità intensa (Irlanda, Svezia, Turchia, Regno Unito in misura più contenuta), nel complesso tuttavia la dinamica dei prezzi delle abitazioni non sembra fuori controllo. I mercati azionari, da parte loro, più che dall'euforia sembrano da mesi dominati dalle incertezze sull'evoluzione dello scenario globale (pur con qualche eccezione, nell'arco dell'ultimo anno gli indici azionari registrano variazioni negative). Viceversa, risulta sensibilmente aumentata (e per adesso "ferma") la liquidità a disposizione di grandi imprese e asset managers.

A queste posizioni si contrappone chi⁶ ritiene che il problema non sono i tassi bassi ma piuttosto la deflazione che se protratta rende insostenibile qualunque forma di debito, finendo per destabilizzare in misura drammatica l'intero sistema finanziario.

La discesa dei rendimenti finanziari non è fenomeno recente ma ha avuto inizio alcuni decenni fa con una progressiva flessione dei tassi reali a lungo termine (si stimano 450 punti base negli ultimi trenta anni). Questo processo di riduzione sembra alimentato soprattutto dal combinarsi di questi tre processi: gli squilibri ereditati dalla crisi finanziaria (debt super-cycle), una più intensa accumulazione di risparmio indotta dall'invecchiamento della popolazione e dall'accresciuto ruolo di paesi con più forte

⁶ Lo schieramento a sostegno di questa posizione comprende il presidente della Bce (cfr. Introductory speech held at a panel on "The future of financial markets: a changing view of Asia" at the Annual Meeting of the Asian Development Bank, Francoforte, 2 maggio 2016) e il governatore della Banca d'Italia (cfr. *Financial Stability in a World of Very Low Interest Rates*, Rome, 9 giugno 2016).

inclinazione/necessità di risparmio (secular stagnation), un forte indebolimento della domanda aggregata determinato dal processo di transizione verso una nuova era tecnologica (transition towards the second machine age)⁷.

La combinazione di queste tre spiegazioni si concretizza in un saldo positivo tra flussi di risparmio e progetti di spesa, con conseguente flessione dei rendimenti finanziari. La politica dei tassi negativi e il Quantitative Easing hanno l'obiettivo di produrre lo scossone necessario per invertire questi trend. Se è giusto preoccuparsi per la flessione di reddito che da questa politica deriva per gli attuali pensionati è altrettanto importante preoccuparsi per le ombre che il rallentamento del processo di accumulazione proietta su chi andrà in pensione nel futuro.

Non si nega che tassi d'interesse nulli o negativi pongano in crisi il disegno gestionale e strategico di molti operatori finanziari (banche, assicurazioni, fondi previdenziali), in un momento già peraltro difficile. La generosa politica monetaria della Bce può nel breve periodo indebolire alcuni meccanismi economico-finanziari ma consente di ritagliare spazi per mettere a punto interventi risolutivi sul fronte della crescita e della dinamica dei prezzi. Facendo ricorso ad una metafora sanitaria⁸, la politica della Bce rappresenta "l'antibiotico monetario" che nell'immediato indebolisce il paziente ma al contempo consente di individuare gli opportuni percorsi riabilitativi (politiche strutturali) per una duratura guarigione.

Per riportare i tassi d'interesse su livelli "normali" si devono affrontare le cause che determinano l'eccesso di risorse investibili rispetto ai programmi d'investimento finanziabili. La politica monetaria accomodante crea un temporaneo disincentivo per il risparmio e al contempo stimola fortemente gli investimenti; ma questo sforzo produce pochi risultati se non si individuano programmi di spesa produttiva. In definitiva, quindi, a dover essere messe sotto accusa non sono le scelte di politica monetaria ma il modesto contributo offerto dalle altre leve di politica economica.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
Direttore responsabile: Giovanni Ajassa tel. 0647028414 – giovanni.ajassa@bnlmail.com

⁷ Nella First Machine Age (la Rivoluzione Industriale) uomini e macchine erano fattori complementari, nella Second Machine Age l'automazione di molti processi conoscitivi rende le macchine software-driven sostituiti degli addetti, con enormi ricadute sull'intero circuito produttivo della società.

⁸ Salvatore Rossi - Relazione sull'attività svolta dall'IVASS nell'anno 2015, Roma, 15 giugno 2016.