

I tassi possono essere negativi?

Scritto da Redazione
Lunedì 10 Marzo 2014 22:43



Uno studente di economia si forma partendo dal concetto che il capitale deve essere remunerato, per quanto contenuta possa esserne la misura, soprattutto quando il rischio relativo sia basso. Investire con rendimento negativo appare quindi assurdo, ritenendosi preferibile trattenere la liquidità. Molti italiani operanti negli anni '60-'70 ricordano peraltro la condizione imposta dalle banche elvetiche agli esportatori di capitali quando offrivano depositi in franchi svizzeri con rendimenti negativi resi positivi per il cliente che trasferiva somme nella propria valuta (la lira) proteggendole dal degrado del cambio e del potere di acquisto.

Ulteriore esperienza si è realizzata in Eurolandia nel 2011 quando, nel pieno dell'incertezza evidenziata dall'estendersi degli spread, le emissioni di titoli tedeschi offrivano rendimenti vicini allo zero all'emissione con risultati effettivi negativi perché il collocamento con alta domanda generava prezzi di sottoscrizione superiori a 100. Talvolta è accaduto che la strategia si sia rivelata pericolosa generando la mancata copertura dei volumi in offerta (in particolare nelle aste di novembre 2012). Nel contesto, in talune fasi la riduzione dello spread è stata infatti generata dall'aumento dei tassi tedeschi più che dalla diminuzione di quelli dei paesi più fragili.

Nei tempi attuali si parla di taglio del tasso di interesse sui depositi delle banche presso la Bce al di sotto dello zero. La finalità sarebbe il rendere più lineare la transizione dal periodo pre-Omt a quello post-Omt, con riserve complessive molto più contenute di quelle, oggi eccessive. Secondo le simulazioni opportunamente effettuate dalle Autorità Monetarie gli effetti su tassi, euro e crescita appaiono i riflessi più significativi da esaminare preventivamente.

Questi accadimenti molto diversi fra di loro meritano un approfondimento

Benoît Cœuré membro belga della Bce ha definito l'opzione tassi negativi come "assai probabile". Mario Draghi ha più volte dichiarato con l'ufficialità che ne caratterizza (o condiziona) le esternazioni che la Bce è tecnicamente pronta, ma non ha mai confermato la decisione di attuare la misura. Joerg Asmussen membro tedesco della Bce ha invece espresso proprie riserve sull'efficacia dello strumento. Bostjan Jazbec banchiere centrale sloveno ha ammesso (in linea con la premessa di questa nota) di ritenere difficile il concetto stesso di "tassi negativi",

Angelo Baglioni economista, ha invece definito su basi teoriche e in ragione della propria indipendenza la misura come potenzialmente controproducente. mentre altri hanno concettualmente definito l'ipotesi come un "terreno inesplorato". Uno studio del FMI ipotizza

I tassi possono essere negativi?

Scritto da Redazione
Lunedì 10 Marzo 2014 22:43

invece, in modo anomalo, la misura come un “segnale di responsabilità”. Alan Blinder (Princeton University) li analizza, peraltro per il mercato americano, e ne valuta l'efficacia sulla base di un approccio misto keynesiano e monetarista, per il quale manca la verifica applicativa.

Peraltro, imputare tassi negativi sulle riserve bancarie “in eccesso” stimola le banche a liberarsene investendo in titoli o erogando (non però attualmente) prestiti alle imprese.

La tentazione di considerare l'ipotesi sussiste, soprattutto nella condizione in cui i tassi di mercato sono comunque estremamente bassi e – quasi ufficialmente – dichiarati mantenibili su quei livelli.

La realtà è invero differente, quando le banche non percepiscono fiducia nei confronti delle altre limitando l'offerta sul mercato interbancario; in tal senso le banche tedesche hanno percorso questa scelta in misura maggiore temendo l'instabilità di numerosi paesi in cui operano banche controparti, prima ancora che la debolezza specifica delle stesse. L'intervento in liquidità della BCE è conseguenza dell'inaridimento prolungato del mercato interbancario, per anni assai efficiente nell'ambito dell'euromercato (paradossalmente migliore prima della nascita dell'euro).

Il contesto venutosi a realizzare è “storicamente” anomalo in quanto guidato da un regista (la BCE) nella quantità (variata fra 400 e 800 miliardi) e nella qualità (con i passaggi fra Ltro e Omt): una condizione fortemente lontana dal mercato libero che caratterizza la storia e la cultura di Eurozona.

Dal punto di vista delle banche, pagare per posizionare liquidità è anomalo nonché costoso in una fase difficile con impatto sulle condizioni a loro volta offerte alla cliente

In conseguenza di questa anomalia, qualora realizzata, le banche sopporterebbero un costo (basso) per la moneta calda (immaginiamo 0,1-0,2%) e si avvantaggerebbero del differenziale fra costo del rifinanziamento presso la BCE e i tassi di mercato, soprattutto quelli generati dagli spread, ancora alti nonostante la palese insussistenza del rischio che dovrebbe generarli. Il mercato interbancario risulterebbe peraltro bloccato dalla non convenienza per il creditore di investirvi a tassi “assurdi” svuotando l'efficienza del mercato della hot money, un elemento invero essenziale per la gestione bancaria. Un ritorno indesiderato alle condizioni di quaranta anni fa quando l'unico interlocutore nel brevissimo periodo era proprio e solo la Banca Centrale.

Non possiamo peraltro dimenticare che tutte le piazze finanziarie, un tempo considerate avanzate, hanno tassi molto bassi (anche più di Eurozona) il che comporta tra l'altro la forza dell'euro, espressione da un lato della capacità di governo della BCE e dall'altro condizionamento invero insostenibile della economia reale.

I tassi possono essere negativi?

Scritto da Redazione
Lunedì 10 Marzo 2014 22:43

Sarò un liberista, ma tutte le condizioni descritte evidenziano la difficoltà di governare dall'alto l'andamento dei prezzi del denaro con misure che generano inevitabilmente reazioni negli operatori che attenuano l'efficacia delle misure. I principi che ispiravano la scelta monetaria della UE erano differenti e l'anemia del contesto economico non offre conforto alle scelte, magari necessarie, attuate in assenza di un andamento economico meno depresso.

In altri termini, la BCE sembra compiere il suo lavoro, ma in un contesto alquanto sfavorevole e, di fatto, contrastante. Manca Eurolandia e non è positivo affermarlo a due mesi dalle elezioni europee. Possiamo anche concordare per l'assunzione della medicina "tasso negativo". In dosi e tempi ridotti per evitarne effetti invasivi. Una regola anomala per tempi anormali, un curaro che non deve diventare cianuro sapendolo togliere al momento giusto.

GIUSEPPE G. SANTORSOLA

Professore Ordinario di Corporate Finance e Corporate & Investment Banking.

Università Parthenope di Napoli

@ggsantorsola