



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in

Economia e Commercio

Tassi negativi: storia, utilizzi e critiche

Negative rates: history, uses and criticisms

Relatrice:

Prof.ssa Bettin Giulia

Rapporto Finale di:

Rocchi Riccardo

Anno Accademico 2019/2020

*Alla mia famiglia, ai miei amici,
a tutti coloro che hanno sempre creduto in me.*

INDICE

Introduzione	2
Cap.1: Tasso di interesse, politica monetaria e strumenti della BCE	5
1.1 Tassi di interesse nominali e reali	5
1.2 Politiche monetarie	6
1.3 Strumenti della BCE	7
Cap. 2: Tassi negativi: storia e utilizzi	12
2.1 Tassi negativi e trasmissione della politica monetaria	12
2.2 Ragioni e utilizzi dei tassi negativi	18
2.3 Emergenza Covid-19: un confronto tra le varie Banche Centrali.	19
2.4 Rendimenti negativi sui titoli di stato	23
2.5 Mutui: il caso Danimarca	25
Cap. 3: I tassi negativi sono la soluzione?	27
3.1 12 settembre 2019: la BCE continua con i tassi negativi	27
3.2 Tassi negativi negli USA	29
Conclusione	31
Bibliografia	34
Sitografia	35

INTRODUZIONE

I tassi negativi sono divenuti realtà a partire dal 2014. Per la prima volta negli ultimi anni è stata adottata un tipo di politica che ha cambiato completamente la visione di “tasso di interesse come costo del denaro”: infatti se prima era impossibile solamente pensare di “dover pagare per prestare qualcosa”, oggi è pura realtà.

In questo elaborato spiegherò perché le varie Banche Centrali hanno voluto adottare questo tipo di politica, analizzando l’evoluzione che i tassi hanno avuto a partire dalla crisi del 2008 fino all’attuale periodo pandemico.

Nel primo capitolo, attraverso una sintesi di quelli che sono i concetti principali di economia monetaria, si illustrerà la nozione di tasso di interesse, di politica monetaria e delle misure convenzionali e non che la BCE utilizza per trasmettere le varie politiche. Analizzeremo nel dettaglio le misure che la Banca Centrale può adottare sia in situazioni “normali” che in situazioni di estrema difficoltà.

Nel secondo capitolo si tratterà dell'evoluzione dei tassi e di come questi influenzano l'economia. Si analizzeranno poi le varie scelte fatte dalle diverse Banche Centrali in merito all'adozione o meno dei tassi negativi nel periodo pandemico.

Si tratterà poi dei motivi che hanno portato diversi paesi come Germania e Giappone ad adottare rendimenti negativi sui rispettivi titoli di stato. Infatti il pensiero di un rendimento negativo appare come una sorta di contraddizione: chi mai comprerebbe titoli che invece di garantire un rendimento, richiedono il pagamento di una certa somma? Analizzeremo dunque i vari motivi che spingono gli operatori ad acquistare questi titoli in una fase di difficoltà economica come quella degli ultimi anni.

Tratteremo poi del curioso caso danese dei mutui a tassi negativi e in particolare della *Jyske Bank*. Analizzeremo il perché, in un contesto economico di recessione come quello attuale, la banca danese ha preferito erogare prestiti a tassi negativi assumendosi una piccola perdita piuttosto che applicare tassi più alti e non vederli corrisposti.

Nel terzo capitolo illustrerò il diverso pensiero della BCE e della FED in merito alla politica sui tassi negativi. Infatti, mentre la BCE con il consiglio del 12 settembre 2019 ha deciso di continuare con tassi negativo al -0,50%, la FED ha

deciso di rimanere nell'intervallo tra lo 0-0,25% evitando di abbassare i tassi sotto lo zero. Dall'analisi dell'analista *Greg McBride* si evince come la FED è convinta a mantenere questo tipo di politica e di rimandare, se necessario, la possibilità di adottare tassi negativi.

CAPITOLO 1

TASSI DI INTERESSE, POLITICHE MONETARIE E STRUMENTI DELLA BCE

1.1 Tassi di interesse nominali e reali

Il tasso di interesse nominale i rappresenta il costo del denaro preso a prestito, cioè il prezzo che un operatore è disposto a pagare per ottenere un capitale finanziario o, di contro, il prezzo che una controparte desidera incassare per concedere un prestito di capitale.

Il debitore, alla scadenza, dovrà quindi pagare una somma di denaro superiore a quella ricevuta, mentre il prestatore otterrà una percentuale aggiuntiva sul denaro dato in prestito.

Il tasso di interesse reale indica invece il rendimento al netto della diminuzione del potere di acquisto della moneta o dell'inflazione. Esso viene definito dalla così detta *equazione di Fisher*, la quale afferma che il tasso di interesse nominale i corrisponde alla somma del tasso di interesse reale i_r e del tasso di inflazione atteso:

$$i = i_r + \pi^e$$

1.2 Le politiche monetarie¹

Nel nostro sistema economico sono presenti le banche centrali, che fanno da “moderatrici” in quanto intervengono nel sistema economico attraverso le politiche monetarie per molteplici scopi quali:

- Incentivare la crescita economica;
- Tenere sotto controllo l’inflazione o eventualmente cercare di stimolarla in fasi di deflazione;
- Salvaguardare la stabilità finanziaria.

Una **politica monetaria espansiva** consiste nell’acquisto di titoli governativi (con scadenza a breve) con immissione di moneta nel mercato e conseguente abbassamento dei tassi di interesse a breve termine, con potenziale aumento dell’inflazione.

Una **politica monetaria restrittiva** al contrario consiste nella vendita di titoli e nel ritiro di moneta dal mercato allo scopo di alzare gli interessi a breve termine e ridurre l’inflazione.

Nell’Eurozona la banca centrale di riferimento è la BCE la quale manovra i tassi di interesse in base alle diverse esigenze dell’economia.

¹ la **politica monetaria** è l’insieme degli obiettivi, strumenti e interventi adottati da uno Stato per modificare e orientare la moneta, il credito e la finanza, al fine di raggiungere obiettivi prefissati di **politica** economica, di cui la **politica monetaria** fa parte.

1.3 Strumenti della BCE

Quando parliamo degli strumenti che la BCE può adottare, dobbiamo distinguere tra misure convenzionali e misure non convenzionali.

La BCE per immettere o ritirare moneta dal sistema adotta determinate misure, convenzionali e non. *Le misure convenzionali* sono strumenti standard che la BCE si era data dal momento della propria costituzione in poi. Queste includono 2 tipologie standard di intervento:

- Operazioni di mercato aperto
- Operazioni su iniziativa delle controparti

Le operazioni di mercato aperto sono operazioni svolte su iniziativa della BCE e attuate tra le varie Banche Centrali nazionali e sono operazioni che hanno ad oggetto lo scambio di liquidità. In termini pratici l'aggiudicazione della liquidità avviene attraverso delle aste che ad oggi sono aste *fixed rate full allotment* (aste a tasso fisso con piena aggiudicazione della liquidità), le quali prevedono l'aggiudicazione della liquidità ad un tasso i^*_{RP} fissato e aggiornato dalla BCE ogni mese e mezzo (N.B: l'aggiudicazione della liquidità è subordinata però alla consegna di una garanzia definita *collateral*, cioè titoli portati a garanzia in cambio della liquidità). Tra le più importanti operazioni di mercato aperto ricordiamo:

- Le operazioni di rifinanziamento principale
- Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

- Le operazioni di *fine tuning*
- Le operazioni di tipo strutturale

Le operazioni su iniziativa delle controparti sono invece operazioni lasciate all'iniziativa delle banche. Queste operazioni vengono definite *standing facilities*² in quanto sono operazioni di durata overnight e offrono la possibilità alle banche in eccesso di liquidità di impiegarla in depositi overnight (*deposit facility*) presso la Banca Centrale nazionale di riferimento al tasso i^*_{Df} e alle banche in difetto di liquidità di ottenere un finanziamento overnight, detto *finanziamento marginale* ad un tasso i^*_{Fmg} fissato dalla BCE.

Le misure non convenzionali sono invece strumenti creati “ad hoc” in risposta alla situazione di crisi vissuta dal 2008 in poi. Si tratta di strumenti nati per:

- Immettere maggiore liquidità direttamente alle banche e attraverso il mercato dei titoli a costi sempre più bassi;
- Dare maggiore stabilità ai mercati monetari e finanziari prolungando i tempi dei finanziamenti e della movimentazione della ROB;
- Facilitare la trasmissione della politica monetaria per il rilanciare il credito all'economia.

Tra le misure non convenzionali più importanti degli ultimi anni ricordiamo:

² I tassi che vengono applicati sulle operazioni su iniziativa delle controparti (i^*_{Df} e i^*_{Fmg}) sono tassi ufficiali di policy e nella fattispecie costituiscono “il pavimento e il soffitto” del **corridoio dei tassi ufficiali**, dove al centro troviamo il tasso i^*_{RP} .

- L'***Asset Purchase Programme***, cioè un programma di acquisto di titoli pubblici e privati della BCE. L'APP consiste nel *quantitative easing* (allentamento quantitativo) della BCE, nato nel 2015 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'importo di adattamento politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi. È composto da 4 diversi programmi.
 - Il **terzo *Covered Bond Purchase programme*** (CBPP3, dal 20 ottobre 2014), per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;
 - L' ***Asset-Backed Securities Purchase Programme*** (ABSPP, dal 21 novembre 2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
 - Il ***Public Sector Purchase Programme*** (PSPP, dal 9 marzo 2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro;
 - Il ***Corporate Sector Purchase Programme*** (CSPP, dall'8 giugno 2016), per l'acquisto di titoli obbligazionari e, da marzo 2020, commercial paper emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro.

- La ***forward guidance***, cioè uno strumento utilizzata dalla Banca Centrale per esercitare il proprio potere in politica monetaria al fine di

condizionare, con i propri annunci, le aspettative dei mercati sui futuri livelli dei tassi di interesse.

- **TLTRO** : “*targeted longer-term refinancing operations*”, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine offrono agli enti creditizi dell’area dell’euro finanziamenti con scadenze pluriennali diretti a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sostenendo l’erogazione del credito bancario all’economia reale. Le TLTRO condotte fino a marzo 2017 sono state avviate in due programmi: TLTRO I annunciate a giugno 2014 e composto da 8 aste; TLTRO II, annunciate a marzo 2016 e composto da quattro aste di liquidità con cui le banche possono accedere al credito a condizioni vantaggiose, purché usino tale denaro per sostenere il credito al settore privato (esclusi prestiti alle famiglie per l’acquisto di immobili) e non per investirlo in titoli di Stato o in altri strumenti. L’ammontare che le banche possono prendere a prestito tramite TLTRO II è fino al 30% dei propri prestiti iscritti a bilancio al 31 gennaio 2016 e validi come collaterale presso la BCE, meno eventuali quantità prese in prestito nei primi TLTRO del 2014 e ancora pendenti; vi è per le banche la possibilità di ripagarli dopo due anni. Il tasso di questi prestiti sarà pari al tasso di rifinanziamento principale. Le banche sono incentivate ulteriormente a prestare: più prestiti elargiscono e più vantaggiose diventano le condizioni

di questi TLTRO, in termini di tassi di interesse. “Sono previsti benefici di tassi sempre più bassi all’aumentare dei prestiti, fino al raggiungimento di un tasso equivalente al tasso sui depositi: negativo al -0.40%”³

“A marzo 2019, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato una terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, TLTRO III. Queste operazioni saranno condotte da settembre 2019 a marzo 2021. Inoltre, a fronte dell’emergenza Covid-19, il Consiglio direttivo ha introdotto condizioni più favorevoli per le operazioni nel periodo tra il 24 giugno 2020 e il 23 giugno 2021 in cui si applicherà una riduzione di 50 punti base. Il Consiglio nella stessa occasione ha aumentato il finanziamento massimo ottenibile al 50% dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019, rimosso il limite di partecipazione alle aste e anticipato la possibilità di rimborso anticipato ad un anno dalla data di regolamento di ogni operazione”⁴.

³ (Banca Centrale Europea, 2016).

⁴ (Banca d’Italia, 2020).

CAPITOLO 2

TASSI NEGATIVI: STORIA ED UTILIZZI

2.1 Tassi negativi e trasmissione della politica monetaria

I tassi di interesse negativi sono stati fino a qualche anno fa un fenomeno estremamente raro. Infatti perfino nella crisi del 1929 negli USA i rendimenti a breve termine sui titoli di Stato americani non raggiunsero mai valori negativi e anche nella crisi finanziaria del 2009 i rendimenti dei buoni del tesoro statunitensi si spinsero solo per periodi molto brevi sotto lo zero.

In Europa il primo paese a sperimentare questa soluzione fu la Svezia, che nel luglio del 2009, in una situazione di profonda recessione, abbassò il tasso pronti contro termine⁵ allo 0,25%. Ciò provocò l'abbassamento del tasso sui depositi overnight al -0.25% (visto il gap di 0.50% mantenuto costante), ma tale manovra ebbe durata limitata tanto che l'anno successivo i tassi ritornarono a livelli "normali".

⁵ I **pronti contro termine (PCT o p/t)** sono contratti nei quali un venditore (generalmente una banca) cede in cambio di denaro un certo numero di titoli a un acquirente (con consegna immediata, quindi "a pronti") e si impegna, nello stesso momento, a riacquistarli dallo stesso acquirente a un prezzo (in genere più alto) e ad una data predeterminata (la consegna è nel futuro quindi il contratto è "a termine"). L'operazione consiste, quindi, in un prestito di denaro da parte dell'acquirente e un prestito di titoli da parte del venditore (Wikipedia).

Seguì poi la Danimarca, che da luglio 2012 ad aprile 2014 adottò tassi di interesse negativi sui certificati di deposito. L'obiettivo danese fu quello di mantenere la parità della corona danese con l'euro in una situazione di pressione verso l'apprezzamento della corona.

A partire dal 2014, i tassi di interesse negativi un fenomeno di rilievo su scala globale. Infatti, per stimolare l'economia dell'Eurozona e avvicinarsi all'obiettivo di un'inflazione prossima al 2%, la BCE annunciò che avrebbe abbassato il tasso sui depositi dallo 0% al -0,1%. Per gli stessi motivi anche la Riksbank svedese abbassò nuovamente il tasso sulle operazioni di pronto contro termine allo 0,25% e dunque il tasso sui depositi overnight al -0,25%.

A partire inoltre dal 18/09/2019 la BCE ha portato il tasso i^*_{Df} sulle operazioni overnight al -0,50%, a testimonianza del fatto che i tassi negativi non sono più uno strumento "occasionale e raro", come si evince dall'evoluzione avuta a partire dal 2014 in poi come mostrato in *Figura 1*.

Fig.1: andamento dei tassi del “corridoio ufficiale dei tassi “dal 13/06/2007 al 18/09/2019.



TASSI UFFICIALI SULLE OPERAZIONI DELL'EUROSISTEMA				
Tasso di Interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (*)		Tassi di Interesse sulle operazioni su iniziativa delle controparti		
		Tasso su deposito overnight	Tasso su rifinanziam. marginale	
	Data inizio validità			Data inizio validità
0,00	18/09/2019	-0,50	0,25	18/09/2019
0,00	16/03/2016	-0,40	0,25	16/03/2016
0,05	10/09/2014	-0,30	0,30	09/12/2015
0,05	10/09/2014	-0,20	0,30	10/09/2014
0,15	11/06/2014	-0,10	0,40	11/06/2014
0,25	13/11/2013	0,00	0,75	13/11/2013
0,50	08/05/2013	0,00	1,00	08/05/2013
0,75	11/07/2012	0,00	1,50	11/07/2012
1,00	14/12/2011	0,25	1,75	14/12/2011
1,25	09/11/2011	0,50	2,00	09/11/2011
1,50	13/07/2011	0,75	2,25	13/07/2011
1,25	13/04/2011	0,50	2,00	13/04/2011
1,00	13/05/2009	0,25	1,75	13/05/2009
1,25	08/04/2009	0,25	2,25	08/04/2009
1,50	11/03/2009	0,50	2,50	11/03/2009
2,00	21/01/2009	1,00	3,00	21/01/2009
2,50	10/12/2008	2,00	3,00	10/12/2008
3,25	12/11/2008	2,75	3,75	12/11/2008
3,75	15/10/2008	3,25	4,25	09/10/2008
3,75	15/10/2008	2,75	4,75	08/10/2008
4,25	09/07/2008	3,25	5,25	09/07/2008
4,00	13/06/2007	3,00	5,00	13/06/2007

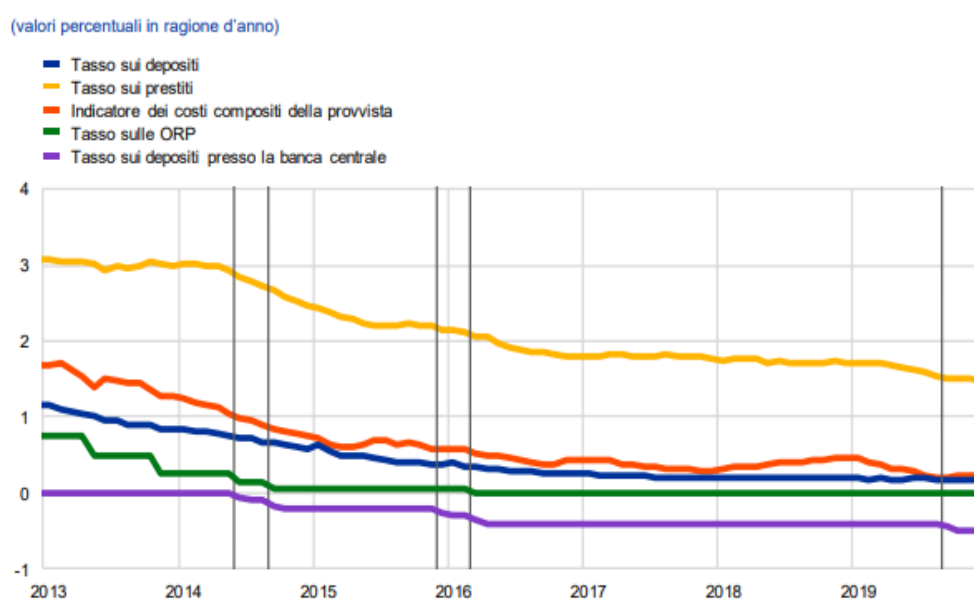
Fonte: Banca d'Italia.

L'introduzione di tassi di riferimento negativi rientra in una strategia di ampio "respiro" adottata dalla BCE a partire dalla metà del 2014, al fine di contrastare le forze disinflazionistiche senza precedenti che si sono manifestate a seguito della crisi finanziaria internazionale e di quella del debito sovrano. La BCE ha ridotto il proprio tasso di interesse sui depositi portandolo in territorio negativo per cinque volte dal 2014. L'ultima riduzione, a settembre 2019, e le relative aspettative di mercato riguardo ad un periodo di tassi negativi più prolungato hanno sollevato nuovamente il problema delle modalità con cui i tassi negativi sono trasmessi all'economia, in particolare attraverso le banche, e dei potenziali effetti controproducenti sulla capacità di intermediazione delle banche.

Nel giugno 2014 la BCE ha introdotto la politica dei tassi di interesse negativi attraverso un pacchetto di misure di allentamento creditizio, che ha portato ad una riduzione dei tassi sui depositi e sui prestiti bancari. Tale politica presenta alcune delle principali caratteristiche di una misura convenzionale di riduzione dei tassi di interesse. Tuttavia quando i tassi sono negativi si attivano altri canali di trasmissione. Infatti la politica dei tassi di interesse negativi riduce i costi di finanziamento delle banche, stimolando l'offerta di prestiti. Vi è inoltre evidenza che dimostra come con il persistere di tassi negativi, anche le banche che ricorrono prevalentemente ai depositi come fonte di provvista trasmettono comunque la riduzione dei tassi di interesse almeno ad una parte della propria

base di depositi, cioè quelli delle imprese e i depositi al dettaglio di grandi dimensioni (vedi Fig.2)

Fig. 2: andamento dei tassi di riferimento, dei costi della provvista bancaria e dei tassi di interesse sui prestiti bancari.



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

Ci sono inoltre altri canali che rafforzano la trasmissione dei tassi negativi rispetto ad una riduzione dei tassi convenzionale.

In primo luogo perché prima di giugno 2014 la distribuzione dei futuri tassi a breve termine attesi era ferma sullo zero, poiché i partecipanti al mercato ritenevano poco probabile che i tassi futuri sarebbero stati negativi. Poiché poi

l'espansione della distribuzione dei tassi di interesse negativi incide non solo sui tassi correnti, ma anche sui tassi futuri attesi, lo stimolo si trasmette anche alle scadenze a più lungo termine;

In secondo luogo, la remunerazione negativa della liquidità in eccesso e la sua trasmissione ai tassi di interesse a breve termine condizionano le scelte degli investitori che preferiscono “aggiornare” i propri portafogli a favore di attività con scadenze a più lungo termine, aumentando la domanda di questi titoli rispetto alla loro offerta;

In terzo luogo, le banche commerciali sono incoraggiate a espandere la propria attività di prestito per evitare gli interessi negativi sulle riserve di liquidità in eccesso detenute dalle banche stesse.⁶

Inoltre per integrare e rafforzare la trasmissione della politica dei tassi di interesse negativi, sono stati applicati strumenti quali la *forward guidance*, *acquisti di attività*, *operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine* ecc... In particolare strumenti come la *forward guidance* (indicazioni prospettiche) riducono l'incertezza sull'andamento futuro dei tassi di interesse. Si tratta di informazioni fornite dalla banca centrale riguardo alle sue future intenzioni di politica monetaria per centrare l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

⁶ Si veda Bollettino economico BCE, numero 3/2020.

2.2 Ragioni e utilizzi dei tassi negativi

Vi sono diversi motivi per cui una Banca Centrale decide di adottare i tassi di interesse negativi. Uno dei motivi principali è quello di **stimolare l'economia e l'inflazione**. Infatti nel caso di deflazione vi è il rischio che la domanda di beni e servizi da parte dei consumatori diminuisca in quanto questi potrebbero posticipare gli acquisti, aspettandosi che i prezzi calino ulteriormente. In tal caso si andrebbe incontro ad una spirale sempre più pericolosa poiché le imprese sarebbero costrette a cercare di vendere i propri prodotti a prezzi inferiori. Ciò riduce i ricavi e i profitti delle imprese, le quali per ridurre i costi dovrebbero limitare le assunzioni e/o effettuare tagli al personale. L'aumento poi della disoccupazione determinerebbe una minor spesa da parte dei consumatori, il che renderebbe la produzione eccessiva, causando un nuovo abbassamento dei prezzi e così via.

In un contesto di politica monetaria accomodante da parte della Banca Centrale, i tassi negativi possono essere usati come intervento di stimolo. Infatti con tassi di interesse negativi, le banche commerciali ricevono un interesse negativo sulle proprie riserve in eccesso e ciò può essere visto come una "tassa" sulle banche commerciali che decidono di mantenere i propri fondi piuttosto che investirli nei mercati. Quindi in una situazione simile le banche commerciali hanno tre alternative:

1. Mantengono riserve in eccesso andando incontro ad una sorta di “tassa occulta”;
2. mantengono presso la Banca centrale solo le riserve obbligatorie e detengono gli altri fondi in contanti (decisione non pratica e costosa);
3. La soluzione migliore è che le banche, scoraggiate da tassi negativi, utilizzano i propri fondi prestandoli sul’interbancario e a imprese e consumatori, dando così un forte stimolo alla crescita economica e alla ripresa di una moderata inflazione.

Un ulteriore motivo che porta una Banca Centrale ad adottare tassi negativi è quello di **difendere il tasso di cambio**. Infatti i tassi di interesse negativi possono essere usati in risposta a pressioni per la rivalutazione di una valuta in contesti di parità fissa o entro bande di oscillazione. Questo è il motivo che ha spinto paesi come la Danimarca e la Svizzera ad utilizzarli.

2.3 Emergenza Covid-19: un confronto tra le varie Banche Centrali.

BCE

La Banca Centrale Europea ha continuato (e continua) a mantenere i tassi di interesse negativi intorno al -0,50% confermando la tesi secondo la quale “lo stimolo che i tassi negativi hanno assicurato all’economia è stato efficace nel

favorire un ammorbidimento delle condizioni finanziarie e, in questo modo, ha contribuito alla stabilità dei prezzi”⁷.

Oltre a questa misura “conservativa” la BCE ha deciso di potenziare il **Pspp** (programma di acquisto titoli di stato pre-pandemico) fino a 120 miliardi entro la fine dell’anno e ha introdotto il **Pepp** cioè il *pandemic emergency purchase programme* (vedi Fig.3)

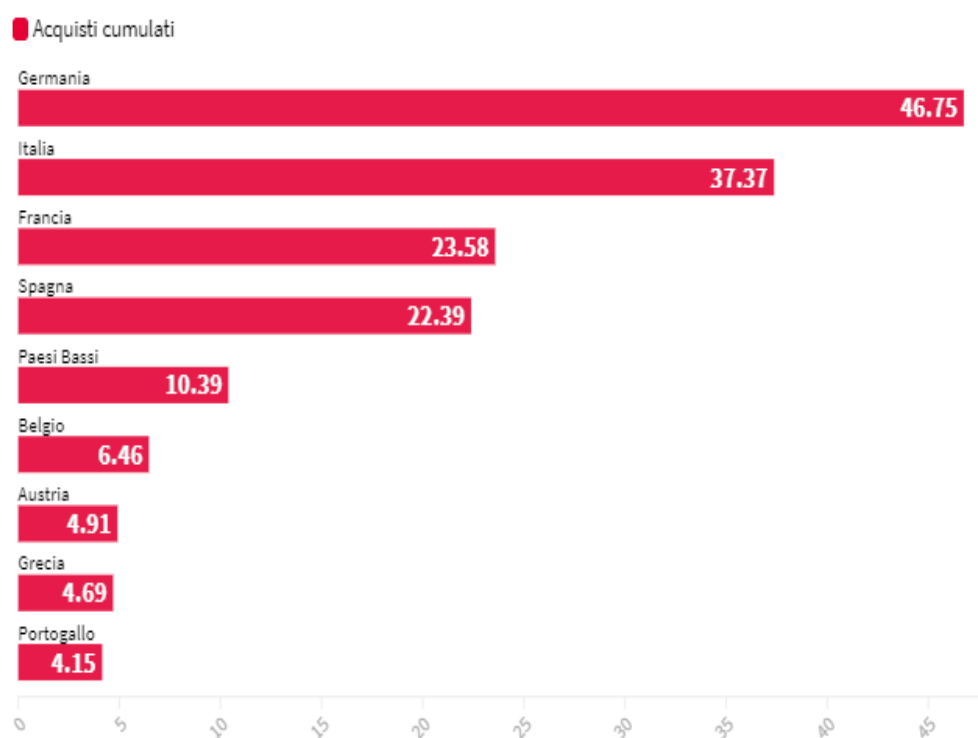
“La dotazione del Programma di acquisto di emergenza in caso di pandemia (Pepp) sarà aumentata di 600 miliardi di euro per un totale di 1.350 miliardi di euro”. “In risposta alla revisione al ribasso dell’inflazione, nell’orizzonte di proiezione legata alla pandemia, l’espansione del Pepp faciliterà ulteriormente la posizione di politica monetaria generale, sostenendo le condizioni di finanziamento nell’economia reale, in particolare per le imprese e le famiglie (Christine Lagarde, Presidente BCE, 4 giugno 2020)

Data l’enorme quantità di liquidità immessa nel mercato, con ritmi di acquisto eccezionali, il rischio di esaurire i fondi prima della naturale scadenza era concreta. Proprio per questo motivo, come scritto sopra, nel consiglio del 4

⁷ Bollettino economico BCE, numero 3 / 2020..

giugno, Francoforte ha aumentato di 600 miliardi la potenza del Pepp, portandolo così a 1350 miliardi e posticipando la fine del piano emergenziale a giugno 2021. Per assicurare poi ampia liquidità alle banche, sono state estese le operazioni di rifinanziamento fino a 3mila miliardi con le varie **TLTRO III e Peltro**.

Fig. 3: Principali beneficiari degli acquisti del Pepp. Suddivisione per paese degli acquisti cumulati alla fine di maggio (mld di euro)



Fonte: BCE.

Bank of Japan

Nonostante le difficoltà dovute all'emergenza coronavirus la *Bank of Japan* ha deciso di confermare un tasso di interesse negativo al -0,1% confermando inoltre il programma *Quantitative Easing* illimitato. Inoltre la BOJ ha confermato anche un programma di acquisto asset del valore di 110 miliardi di yen, che verrà attuato attraverso l'acquisto di ETF e titoli del mercato immobiliare e l'acquisto di asset societari (Corporate Bond), rafforzato nel suo ammontare e prolungato sino al marzo 2021.

Bank of England

La Bank of England ha tagliato due volte il *bank rate* portandolo dallo 0,75% allo 0,25% e poi allo 0,1%. Quindi la BoE ha deciso per il momento di non adottare tassi di interesse sotto lo zero, ma il governatore della Banca Centrale ha detto di avere la licenza per poterlo tagliare sotto lo 0 se dovesse essere necessario.

La BoE offre finanziamenti a lungo termine alle banche a tassi vicino allo 0,1% con l'obiettivo che queste riducano i tassi di interesse applicati ad imprese e famiglie.

Federal Reserve

La Fed, nonostante la previsione di un calo del PIL del 6-7%, ha deciso di continuare sulla strada di tassi uguali o prossimi allo 0 e di non adottare tassi di interesse negativi mantenendoli fermi nell'intervallo tra lo 0 % e lo 0,25%. I tassi secondo quanto confermato dal presidente Jerome Powell rimarranno fermi fino a

quando l'istituto di politica monetaria non sarà *“sicuro che l'economia sia sulla buona strada per raggiungere i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi”*.

Oltre a mantenere i tassi a zero, il *federal open market committee*, ha espresso il proprio impegno a proseguire con gli acquisti di obbligazioni e i programmi di prestito e liquidità necessari per far ripartire l'economia.

2.4 Rendimenti negativi sui titoli di stato

È opportuno ora esaminare un altro effetto importante dei tassi di interesse negativi.

I tassi di interesse fissati dalle banche centrali sono un benchmark⁸ per il costo del debito a breve termine. Di conseguenza, tassi negativi nell'Eurozona, in Danimarca e in Svizzera sono stati accompagnati da rendimenti negativi dei titoli di Stato. Per esempio, titoli di Stato con scadenze a 5 anni (in alcuni casi di più) di Paesi come Germania, Olanda, Belgio e Austria sono negativi.

Le motivazioni non sono solo legate ai tassi negativi: non si possono trascurare, tra le altre, l'inflazione molto bassa e l'alta domanda di investimenti a basso rischio, in parte dovuta al programma d'acquisto di titoli di Stato lanciato nel 2015 dalla BCE. *“Questo programma pone dei limiti al rendimento minimo dei*

⁸ Con il termine **benchmark** si indica un parametro di riferimento. Per quanto questo strumento non sia prerogativa esclusiva dei mercati finanziari, in materia di investimento esso viene utilizzato come indice oggettivo di riferimento per confrontare le performance di portafoglio rispetto all'andamento del mercato (Fonte: Borsa Italiana)

*bond acquistati dall'istituto stesso per evitare speculazioni sul futuro declino degli interessi pagati da questi bond e il conseguente aumento del loro valore. In particolare, i rendimenti dei titoli acquistati nel Quantitative Easing non possono essere inferiori al tasso sui depositi presso la Banca Centrale Europea*⁹. Quindi tra i vari motivi per cui gli investitori possono scegliere di detenere titoli nonostante i rendimenti siano negativi ricordiamo:

- Sicurezza: cioè il rendimento negativo svolge una funzione di “premio assicurativo” pagato dall’investitore in cambio della certezza assoluta di vedersi restituito il capitale a scadenza;
- Speculazione: gli investitori potrebbero aspettarsi un aumento della domanda per i bond e quindi valutazioni più alte, oppure potrebbero aspettarsi variazioni nei tassi di cambio e maggiori rendimenti una volta convertiti in altre valute;
- Regole istituzionali: investitori istituzionali spesso detengono portafogli di titoli poco rischiosi per determinati requisiti di legge o istituzionali;
- Il gioco sulla “curva dei rendimenti”: un ultimo motivo è quello di “scommettere sulla pendenza della curva dei rendimenti”. Più questa curva è ripida, anche per i mercati obbligazionari a rendimento negativo di Germania e Giappone, più è ampia la differenza tra rendimenti a breve

⁹ World Bank, 2015.

termine e rendimenti a più lungo termine. Ad esempio, un trader potrebbe acquistare un'obbligazione a 3 anni con rendimento negativo e venderla dopo un anno. Poiché per i titoli a tasso fisso i prezzi si muovono nella direzione opposta rispetto ai rendimenti, a parità di condizioni il prezzo dell'obbligazione a 3 anni dovrebbe essere superiore, per esempio, a quello di un'obbligazione a 2 anni. Così, finché i rendimenti per le obbligazioni a breve termine sono più negativi rispetto a quelli delle obbligazioni a più lunga scadenza, il prezzo delle obbligazioni a lungo termine dovrebbe generalmente aumentare man mano che si avvicina alla scadenza¹⁰.

2.5 Mutui: il caso Danimarca

Negli ultimi anni ha suscitato clamore nel panorama europeo (e non solo) la notizia secondo la quale in Danimarca le banche hanno iniziato ad erogare mutui decennali ad un tasso fisso pari al -0,5%. Si tratta in particolare della *Jyske Bank*, banca danese che occupa il terzo posto in termini di quota di mercato in Danimarca.

Una situazione simile implica che le banche preferiscono assumersi una piccola perdita piuttosto di applicare tassi più alti e non vederli rimborsati.

¹⁰Cfr. Obbligazioni negative, il “gioco del cerino”, Valori.it

Gli esperti hanno attribuito la decisione di apporre tassi negativi a diverse circostanze. In primis, al periodo di incertezza del mercato finanziario, caratterizzato dalla disputa tra Cina e USA e dal rallentamento generale dell'economia globale.

Una seconda ragione è individuata anche nel fatto che la banca riuscirebbe a “recuperare” la somma “scontata” al cliente tramite commissioni sul mutuo.

In terzo luogo al fatto che in Danimarca l'aumento dei prezzi degli immobili sta scoraggiando la domanda di nuovi finanziamenti e la paura di una bolla immobiliare è più di una semplice supposizione.

La domanda sorge spontanea: grande fiducia nel presente, o grande sfiducia nel futuro?

CAPITOLO 3

I TASSI NEGATIVI SONO LA SOLUZIONE?

3.1 12 settembre 2019: la BCE continua con i tassi negativi

Come già descritto nei capitoli precedenti, la Banca Centrale controlla direttamente il tasso di rifinanziamento principale, il tasso di rifinanziamento marginale e il tasso sui depositi overnight. Il 12 settembre del 2019 il Consiglio Direttivo della BCE ha sancito che “il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale sarà ridotto di 10 punti base, al -0,50%. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale rimarranno invariati sui livelli attuali, rispettivamente dello 0,00% e dello 0,25%”.

In questo contesto è ovvio che se le banche possono ottenere liquidità gratuitamente, sarà molto conveniente per loro utilizzare questa liquidità per erogare prestiti e ottenerne un interesse. Questo dovrebbe infatti comportare una riduzione dei tassi sui prestiti erogati dalle banche e un aumento del volume dei prestiti stessi. Tuttavia, mentre i tassi bancari si sono ridotti, il volume del credito in Europa ha avuto un andamento diverso a seconda dei vari paesi.

In Italia si osserva infatti che l’avvio delle politiche non convenzionali della BCE

non ha aumentato i prestiti come mostra la Fig.4. “Gli impieghi nel settore produttivo registrano variazioni negative dal 2012 (salvo alcune osservazioni leggermente positive nel 2018), i prestiti alle famiglie sono effettivamente in aumento dal 2015, ma il tasso di crescita totale rimane negativo, con l’eccezione di gran parte del 2018 e di un picco nel 2016”¹¹

Fig. 4: Andamento dei prestiti a partire dal gennaio 2009 al gennaio 2019.



Fonte: “Rapporto Banche CER 1/2019 Aggiornamenti”

Sempre nella decisione del 12 settembre è stato sostenuto che “Al fine di sostenere il canale bancario di trasmissione della politica monetaria, sarà introdotto un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, in cui parte

¹¹ Cfr. Eticaeconomia, Riccardo Zolea.

della liquidità in eccesso detenuta dalle banche sarà esente dal pagamento del tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale.”

Sembra quindi che la BCE sia voluta andare incontro alle banche riducendo l'imposizione di tassi negativi, ma al tempo stesso la BCE ha ritenuto opportuno diminuire il tasso sui depositi overnight fino al -0,50%. Tuttavia, essendo il tasso EONIA¹² negativo dal 2015 (ad oggi al -0,46%), risulta più conveniente per le banche in eccesso di liquidità depositare a tasso zero il denaro presso la BCE, piuttosto che fare credito a tasso negativo ad altre banche. Ciò mette in difficoltà il mercato interbancario perché costringe le banche che necessitano di liquidità a finanziarsi ad un prezzo più alto presso la BCE.

Molti economisti credono infatti che la politica dei tassi negativi manifesti i propri effetti economici nel breve periodo come un maggior stimolo agli investimenti. Nel medio e lungo periodo ritengono che gli effetti saranno più negativi che positivi. Infatti gli imprenditori basano le loro decisioni di investimento sulle aspettative, e nel caso in cui le aspettative sulla efficienza marginale del capitale siano basse, anche in presenza di tassi negativi, non saranno stimolati ad investire.

3.2 Tassi negativi negli USA

Nonostante il pressing del presidente USA Donald Trump, il 18 maggio 2020 il

¹² L'EONIA (*Euro OverNight Index Average*) è il tasso di interesse medio di riferimento nelle operazioni a brevissima scadenza (overnight) svolte sul mercato interbancario europeo (Fonte: Borsa Italiana).

presidente della Federal Reserve, *Jerome Powell*, ha confermato che gli USA non porteranno il costo del denaro sotto lo zero. *Greg McBride*, capo analista finanziario presso Bankrate.com ha dichiarato che *“i tassi di interesse negativi non sono né desiderabili né efficaci. Lo dimostra il fatto che alcuni Paesi europei hanno avuto tassi di interesse negativi per sette anni e il quadro non è cambiato: le loro economie erano in crisi allora, stanno vacillando ora”*.

La motivazione alla base della sua tesi consiste nel fatto che un costo del denaro così basso eroderebbe i guadagni per i risparmiatori, costringendoli a far ricorso a strumenti finanziari più rischiosi in cerca di rendimento.

Negli USA, la politica dei tassi negativi viene dunque considerata “un’eventualità, ma non a breve termine”.

CONCLUSIONI

In questo elaborato si sono discussi i motivi che hanno spinto le varie istituzioni ad adottare (o meno) una politica dei tassi negativi per combattere le spinte deflazionistiche e stimolare l'economia in un periodo difficile dal punto di vista economico a livello globale.

L'obiettivo principale di questa politica è quella di cercare di far ripartire "la macchina dell'economia", perciò la decisione di far scendere sotto lo zero il tasso i^*_{Df} sui depositi overnight giustifica il bisogno di liquidità dell'intero sistema.

La BCE, per proseguire il suo obiettivo di mantenere un'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% per un prolungato periodo di tempo, ha ritenuto necessario ridurre i tassi di interesse per dare uno stimolo all'economia reale e rendere quindi più appetibile per famiglie e imprese detenere meno risparmi e assumere più prestiti. In questo modo la Banca Centrale incoraggia la spesa e l'investimento stimolando l'economia.

Tuttavia negli ultimi tempi, si parla di una vera e propria recessione globale indotta dal Covid-19. In una fase del genere le sole politiche monetarie adottate

dalla Banche Centrali non sono sufficienti a contrastare un fenomeno così rilevante ed è quindi necessario fare attenzione ai possibili effetti collaterali dati da una politica monetaria ultra espansiva.

Bisogna infatti considerare che la correlazione che esiste tra massa monetaria e livello generale dei prezzi è moderata dalla velocità di circolazione del denaro. Il primo effetto che il Covid-19 ha manifestato è stata la paralisi dei consumi, per cui la velocità di circolazione del denaro è scesa drasticamente. Al contrario il credito e la speculazione hanno viaggiato in direzione opposta registrando un forte aumento dato dalla politica monetaria espansiva adottata.

È necessario dunque che i vari Stati portino avanti un'espansione fiscale ingente per due motivi:

1. In primo luogo per sostenere famiglie e imprese a superare la crisi e combattere una disoccupazione che, in paesi come gli USA, ha toccato ben 20 milioni di persone;
2. In secondo luogo, l'obiettivo dell'espansione fiscale è quello di favorire la ripresa economica andando a sostenere la domanda interna.

Politiche fiscali mirate andrebbero ad evitare danni economici a lungo termine ed a favorire una ripresa più forte. È necessario però che tali manovre fiscali vadano di pari passo con le politiche monetarie attuate dalle Banche Centrali al fine di

evitare la situazione creatasi nel 2008, quando gli Stati, precocemente, abbandonarono la politica fiscale espansiva “mandando su di giri il motore della politica monetaria”¹³.

¹³ Sole 24 Ore, La ripresa post Covid, Paola Subacchi.

BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini P. (2015), *Economia e politica della moneta: nel labirinto della finanza*, Il Mulino, Bologna.
- BCE (2020), Bollettino economico n. 3/2020, Banca Centrale Europea, Francoforte.
- Bottero M., Minoiu C., Peydro J.L., Polo A., Presbitero A., Sette E. (2019), *Negative Monetary Policy Rates and Portfolio Rebalancing: Evidence from Credit Register Data*, IMF Working Papers, n. 19/44.
- Cœuré B. (2016), *Assessing the implications of negative interest rates*, *Speech at the Yale Financial Crisis Forum*, New Haven, USA.
- de Sola Perea M., Kasongo Kashama M. (2017), *The negative interest rate policy in the euro area and the supply of bank loans*, *NBB Economic Review December 2017*;
- Dornbusch R., Fischer S., Startz R. (2020), *Macroeconomia*, Mc Graw Hill, XI edizione.

SITOGRAFIA

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.bloomberg.com>

<https://www.ecb.europa.eu>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://it.investing.com>

<https://www.orizzontipolitici.it>

<https://www.startingfinance.com>

<https://www.wallstreetitalia.com>

<https://www.wikipedia.org>

<https://www.worldbank.org>