



Le sabbie mobili dei tassi negativi

Introdotti per cercare di riportare la stabilità monetaria e la crescita economica, portano con sé il rischio ineliminabile dell'instabilità finanziaria, oltre a quello di essere inefficaci o addirittura controproducenti
di Donato Masciandaro

È possibile che una banca centrale paghi le banche per erogare credito? Certo, se si è entrati nel mondo alla rovescia dei tassi di interesse negativi. È un mondo in cui i paesi avanzati sono entrati in modo sistematico a partire dal giugno 2014, e nessuno ha certezze su quando finirà; un mondo ricco di incognite, in cui i banchieri centrali sono spinti dalla necessità di far qualcosa contro la deflazione. Ma non è questo in realtà il vero problema?

Dover necessariamente far qualcosa quando, se si cade in una cosiddetta trappola della liquidità, si rischia di trovarsi nelle sabbie mobili, dove più ti muovi più rischi di stare peggio?

Partiamo dai dati. Possiamo far iniziare l'era dei tassi negativi nel giugno 2014, quando la Banca Centrale Europea (BCE) decide di applicare ai conti correnti che le banche hanno presso di sé una penalità di dieci punti base, se il conto corrente ha un saldo positivo, in eccesso sulle riserve obbligatorie. È il primo

esempio recente – alcuni casi isolati risalgono al 2009-10 nei paesi scandinavi – di tassi di interesse negativi.

Per capire perché è un mondo alla rovescia, occorre ricordare come funzionano in tempi normali i conti correnti delle banche centrali, che sono il meccanismo fondamentale nell'organismo economico per trasmettere gli impulsi monetari dal cuore – appunto la banca centrale –, al sistema circolatorio – le banche –, fino a tutti gli organi – l'economia reale.

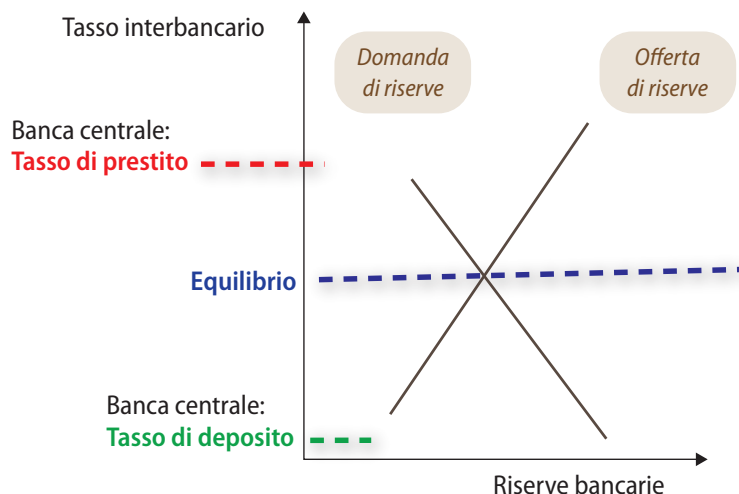
Le banche hanno dei conti correnti presso la banca centrale, attraverso cui soddisfano le proprie esigenze di liquidità, per gestire a loro volta i conti delle famiglie e delle imprese. I conti correnti rappresentano le cosiddette riserve bancarie; le riserve sono in parte obbligatorie – le banche per legge devono avere riserve –, in parte in eccesso. Giorno per giorno l'ammontare delle riserve in eccesso è il risultato della politica di ciascuna banca, che può decidere se aumentarle o diminuirle, dandole o chiedendole a prestito sul mercato interbancario.

Il tasso di interesse sul mercato interbancario è il prezzo delle riserve bancarie, essendoci un'offerta che cresce al salire di tale prezzo e una domanda che è invece tanto minore tanto più tale prezzo sale (Figura 1). A sua volta, il prezzo delle riserve bancarie rappresenta la bussola che orienta il movimento dei tassi di interesse di tutta l'economia: da quelli sui titoli pubblici, a quelli sui depositi e sui prestiti bancari.

La banca centrale può influire sul tasso interbancario modificando due tassi di interesse: il tasso di deposito, che paga quando il conto corrente della banca è in attivo; il tasso di prestito, che chiede quando il conto corrente della banca è in passivo. In tempi normali, i due tassi definiscono il corridoio

entro cui si muove il tasso interbancario: il tasso di deposito è il pavimento, mentre il tasso di credito è il tetto. Il tasso di deposito è il pavimento del tasso interbancario perché nessuna banca presterà riserve sul mercato a quel tasso, se può depositarle presso la banca centrale.

figura 1 | mercato riserve bancarie: «normale»



Il tasso di prestito è il tetto, perché nessuna banca prenderà a prestito riserve sul mercato, se può ottenerle direttamente dalla banca centrale. In tempi normali tutti e tre i tassi sono positivi (Figura 1).

Ma poi è arrivata la grande crisi. Nei paesi avanzati la crisi ha causato la cosiddetta trappola della liquidità: di fronte alla crescente e perdurante incertezza finanziaria ed economica, in tutti gli operatori – famiglie, imprese e banche – aumenta il desiderio di avere nel portafoglio attività sicure, e cosa c'è di

sempre più alti. Domanda e offerta rischiano così di non trovare più un punto di equilibrio (Figura 2), provocando una crisi prima monetaria, poi finanziaria e infine dell'economia reale.

Il desiderio di liquidità – anomalo e generale – che contraddistingue la trappola va allora affrontato, o meglio soddisfatto, a ogni costo, altrimenti c'è il rischio che disastri economici e finanziari si susseguano, facendo precipitare il sistema economico in una spirale di crisi. In termini macroeconomici, non

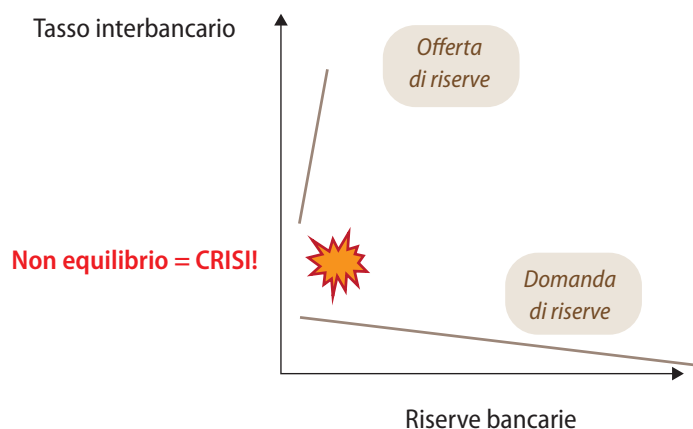
contrastare la trappola significa far aumentare esponenzialmente da un lato i rischi di recessione – variazione negativa della produzione –, e dall'altro quelli di deflazione – variazione negativa dei prezzi.

Contrastare la trappola: è quello che hanno fatto le banche centrali senza interruzione, a partire dall'ottobre 2008. Per cui il corridoio dei tassi ufficiali ha iniziato a scendere, fino a schiacciarsi verso lo zero. Le condizioni straordinariamente favorevoli hanno consentito alle banche di ripri-

Tasso di prestito **Trappola della liquidità**
Mercato riserve bancarie
Tasso interbancario **Economia reale** **BCE**
Tasso di deposito **Tassi negativi** **stag-deflazione**

più sicuro della liquidità, che è l'unica attività che in ogni momento può essere trasformata in altre attività, finanziarie e reali? L'effetto sul mercato interbancario è che la domanda chiede al contempo bassi tassi e volumi massicci, mentre l'offerta si contrae, pretendendo tassi

figura 2 | mercato riserve bancarie: «trappola della liquidità»



stinare un'offerta di riserve bancarie con dimensioni e condizioni coerenti con la «sete» di liquidità esistente (Figura 3). Ma la discesa dei tassi a prestito fino al livello zero non è stata sufficiente – almeno non in tutti i paesi – a uscire, definitivamente e irreversibilmente, dalla trappola. La ripresa economica, nonché la dinamica dei prezzi, è rimasta anemica.

Cos'è successo? Le banche centrali si sono rese conto che portare i tassi a prestito al livello zero può non essere sufficiente a riparare il meccanismo della liquidità. In-

fatti, se le banche continuano a essere avverse al rischio, prenderanno a prestito a tasso zero, ma aumenteranno le loro riserve bancarie in eccesso, o investiranno nei titoli sovrani percepiti a basso rischio, senza aumentare i prestiti all'economia.

Quindi alcune banche centrali hanno deciso di entrare nel mondo dei tassi negativi, portando sotto lo zero i tassi sui depositi, con un duplice obiettivo: influenzare direttamente le banche, rendendo non conveniente l'accumulo di riserve in eccesso; condizionare le aspetta-

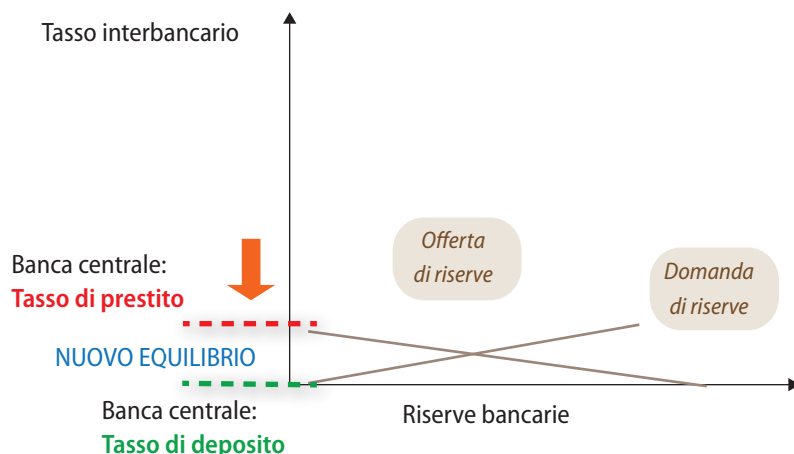
tive di tutti gli operatori, segnalando un'eccezionale espansione della liquidità, di solito seguita da un aumento dei prezzi, e quindi incentivando sia le famiglie sia le imprese alla spesa, in genere l'antidoto più immediato contro il rischio recessione unito al rischio deflazione (la «stag-deflazione»).

Dunque, dopo la BCE, altre quattro banche centrali hanno avviato la politica dei tassi di interesse negativi sui depositi, rispettivamente nel luglio 2014 in Svezia, nel settembre 2014 in Danimarca, nel dicembre 2014 in Svizzera, infine nel gennaio 2016 in Giappone. Non basta: la definizione delle politiche di rifinanziamento delle banche potrà portare perfino il tasso di prestito in territorio negativo; è già accaduto in Svezia, potrebbe accadere anche nell'Unione Europea.

Qual è stato finora l'effetto della politica dei tassi negativi sugli altri tassi di interesse? In generale, si è notato che in alcuni comparti – il mercato interbancario e alcuni mercati di titoli sovrani – l'effetto di trascinamento verso il basso si è verificato, con livelli negativi. Sui tassi praticati dal sistema bancario invece le conseguenze non sono state univoche. Sia i tassi sui depositi sia quelli sui prestiti sono scesi, senza diventare negativi, e con una dinamica molto differente tra sistemi bancari, e tra banca e banca all'interno di ciascun sistema. La ragione è semplice: il prezzo dei prodotti e dei servizi bancari dipende dall'efficienza aziendale e dal mercato in cui ciascuna banca opera. Dunque la politica dei tassi negativi ha effetti tutt'altro che automatici sui comportamenti delle banche, e di riflesso su quelli dell'economia reale.

Quali sono i rischi? Innanzitutto che la politica scelta finisca per incre-

figura 3 | mercato riserve bancarie: «tassi livello zero»





© ISTOCK - MICHAEL UY

La politica dei tassi negativi potrebbe allontanare l'obiettivo della stabilità monetaria

mentare i rischi di instabilità finanziaria, almeno attraverso due canali. Da un lato, lo schiacciamento verso il basso della struttura dei tassi aumenta i rischi sulla redditività bancaria. Dall'altro, cresce la probabilità che la ricerca di maggiore profittabilità sia fatta a scapito di una sana e prudente gestione dei portafogli bancari e finanziari.

Ma c'è anche il rischio che la politica dei tassi di interesse negativi faccia allontanare l'obiettivo della stabilità monetaria, unito alla ripresa economica, per cui è stata concepita. Non è detto infatti che l'effetto sulle aspettative sia quello sperato, anzi. Il perdurare di politiche monetarie aggressive può rafforzare le aspettative di stagnazione e defla-

zione, rendendo la situazione peggiore di quella iniziale.

La politica dei tassi negativi è rischiosa, anche in termini di analisi politica dei relativi costi e benefici. Infatti i tassi di interesse negativi provocano vantaggi e svantaggi assolutamente non omogenei. La caduta dei tassi di interesse sui debiti sovrani, per esempio, rende felici i paesi a più alto debito pubblico. Allo stesso tempo, le banche sono in generale ostili a tale politica, proprio per la minaccia che essa rappresenta per la redditività.

Insomma, oggi il rapporto tra le banche centrali e la politica dei tassi negativi assomiglia molto a quello di una macchina finita in una pozza di sabbie mobili. È meglio «sgom-

mare», per provare a uscire, con il rischio di affondare ancora di più, o stare fermi, lasciando che i rischi di stag-deflazione vengano combattuti dai governi con armi più efficaci, vale a dire le politiche strutturali e fiscali?

Si tratta di un dilemma difficile, che in taluni contesti – come l'Unione Europea – viene reso purtroppo drammatico dal fatto che le altre politiche economiche sono insufficienti, o addirittura inattive. Per cui Mario Draghi non aveva altra scelta che «sgommare». Se però si affonda, la colpa non sarà certo della BCE. ■

Esplora **e&m**PLUS su
www.economiaemangement.it



Donato Masciandaro

è professore di Economia Politica all'Università Bocconi con cattedra di Economia della Regolamentazione Finanziaria, nonché direttore del Dipartimento di Economia e del Centro Paolo Baffi nella stessa Università. Laureato in Discipline Economiche e Sociali presso l'Università Bocconi, è stato Visiting Student presso la London School of Economics. Ha svolto attività di ricerca per il Fondo Monetario Internazionale, l'Inter-American Development Bank, le Nazioni Unite. È editorialista del *Sole 24 Ore*. La sua ricerca riguarda l'economia monetaria, l'economia della regolamentazione finanziaria, l'economia dei mercati finanziari illegali.
donato.masciandaro@unibocconi.it

© Egge SpA - TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI