

La BCE sta neutralizzando i tassi negativi?

Riccardo Zolea - 16/03/2022 [social and political notes]

Dal 2014 la Banca Centrale Europea (BCE) adotta tassi d'interesse negativi. In particolare, il tasso sui depositi *overnight* delle banche presso la banca centrale è passato da -0,10% nel 2014 a -0,50% nel 2019, tasso che permane tuttora. Inoltre, le riserve non obbligatorie presso la BCE sono remunerate al medesimo tasso dei depositi *overnight*. Per completare il quadro, il tasso di rifinanziamento principale è pari a 0,0% dal 2016 (nel 2014 era sceso a 0,05%), mentre il tasso di rifinanziamento marginale è a 0,25%, dallo stesso anno.

Scopo di questi bassi tassi dovrebbe essere quello di controllare l'inflazione e sostenere le economie dei Paesi dell'Eurozona, rilanciando il credito e dunque gli investimenti (nell'ipotesi assai dubbia che questi dipendano dal tasso d'interesse, si veda tra i tanti Ciccone e Stirati, 2019) e, nei fatti, migliorando il servizio del debito. Per un'analisi approfondita del tema si rimanda a Cesaratto, 2021.

Dal 2019 la BCE ha attivato due sistemi che mettono profondamente in discussione la reale efficacia economica dei tassi negativi (qualunque essa sia, senza addentrarsi nel dibattito sui tassi negativi e sulla teoria della stagnazione secolare; si rimanda per una discussione divulgativa in materia in lingua italiana a D'Adda, 2020; Di Bucchianico e Zolea, 2020).

Il primo meccanismo consiste in una doppia remunerazione dei depositi bancari (*two tier system*) che prevede che solamente una parte di tali depositi debba essere sottoposta a tassi negativi[1] (cioè al tasso di -0,5%), mentre gli altri hanno un costo pari a zero (e sono quindi remunerati a un tasso dello 0%): nello specifico, un volume di riserve libere pari a 6 volte le riserve obbligatorie è esentato dal pagamento di tassi negativi[2]. È evidente che questo nuovo strumento riduce l'incisività dei tassi negativi poiché un volume minore di depositi è sottoposto ad essi. Curiosamente la medesima Decisione della BCE che istituisce il *two tier system* riduce il tasso sui depositi da -0,4% a -0,5% (si veda Zolea, 2020, per un commento di questa Decisione).

Si venga ora al secondo meccanismo che riduce la portata dei tassi negativi, le T-LTRO III (Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine o Targeted Longer Term Refinancing Operations)[3]. Le T-LTRO sono delle operazioni di mercato aperto volte a iniettare liquidità nel sistema bancario a lungo termine (scadenza pluriennale), vincolate all'erogazione di credito da parte delle banche[4]. Lanciate a marzo 2019 dalla BCE, le T-LTRO III hanno subito parecchie modifiche tra il 2020 e il 2021 volte a cercare di contrastare gli effetti economici della pandemia di Covid-19[5]. Queste modifiche consistono principalmente nell'allentamento della condizionalità delle operazioni, nell'aumento del volume della liquidità ottenibile e nella riduzione del tasso d'interesse a cui è possibile accedere a questi finanziamenti.

Da giugno 2020 il tasso d'interesse sulle T-LTRO è pari a quello sui depositi presso la banca centrale, cioè -0,5%, e minore di 50 punti base, cioè -1%, per le banche che rispettano alcuni requisiti di erogazione di credito[6], calcolati in maniera piuttosto complessa[7]. Scopo di questa differenza tra i tassi è spingere le banche ad aumentare il credito erogato, vincolando le condizioni dei finanziamenti alle *performances* creditizie. Si noti che un tasso negativo sui depositi bancari equivale ad un costo per le banche, mentre un tasso negativo sui prestiti della banca centrale equivale ad un introito per le medesime. Risulta dunque possibile una speculazione sulla differenza tra i tassi di *policy* della BCE che rende potenzialmente inutile l'utilizzo di tassi negativi.

Si esaminino ora più nel dettaglio gli effetti combinati dei due meccanismi. Le banche europee possono rifinanziarsi presso la BCE a un tasso pari a -0,5% oppure a -1% a seconda del rispetto dei requisiti di prestito richiesti. Qualora non rispettino i requisiti, caso (A), potrebbero ottenere liquidità al tasso di -0,5% e depositarla presso la BCE a un tasso di 0% su un volume di depositi pari a 6 volte le riserve obbligatorie e pari a -0,5% sui depositi restanti. Qualora invece li rispettino, caso (B), è evidente

che potrebbero prendere in prestito liquidità a -1%, depositandola a 0% per i depositi esentati dai tassi negativi e a -0,5% sugli altri. Questo genera un'evidente occasione di arbitraggio, rendendo possibile ottenere liquidità e lasciarla presso la BCE senza incorrere in perdite, ma anzi potendone ottenere guadagni. In modo più chiaro:

- Depositi fino a 6 volte la riserva obbligatoria: $0,5\% - 0\% = 0,5\%$

Altri depositi: $0,5\% - 0,5\% = 0\%$

- Depositi fino a 6 volte la riserva obbligatoria: $1\% - 0\% = 1\%$.

Altri depositi: $1\% - 0,5\% = 0,5\%$

Nel caso (A) si ha un guadagno o si evitano perdite, nel caso (B) si ha sempre un guadagno. Per quanto riguarda i requisiti di prestito, Minenna, 2021, 2022, sostiene che non sia difficile rispettarli, poiché è sufficiente che le banche non riducano i prestiti. Una volta analizzati gli effetti di *tiering* e T-LTRO III, bisogna considerare anche le LTRO (Longer Term Refinancing Operation) a un tasso pari a quello sui depositi bancari[8] (-0,50%) e le PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations)[9] a -0,25%, entrambe senza restrizioni legate al credito e avvenute tra il 2020 e il 2021. Queste LTRO e le PELTRO rafforzano ovviamente il meccanismo sopra illustrato (come si può verificare con calcoli molti simili a quelli già espressi).

Sebbene sia più conveniente per le banche utilizzare la liquidità acquistando titoli o effettuando crediti, il credito dipende dalla domanda e dell'affidabilità dei clienti. In periodo di crisi e di sfiducia può essere molto vantaggioso poter "parcheggiare" liquidità presso la banca centrale, senza incorrere in perdite e anzi ottenendone guadagni.

Il meccanismo messo in piedi dalla combinazione di *two tier system*, T-LTRO III, LTRO, PELTRO e tassi negativi va in direzione diametralmente opposta all'incentivo dell'impiego bancario. Una possibile spiegazione delle scelte della BCE si può trovare nei problemi di profittabilità delle banche sottoposte a tassi negativi, specialmente in Germania (Zolea 2020; Di Bucchianico e Zolea, 2020). L'effetto combinato delle politiche monetarie su esposte, infatti, risulta l'unica soluzione praticabile da parte della banca centrale per venire incontro alle lamentele delle banche. Alzare i tassi d'interesse, almeno fino all'ondata inflazionistica del 2022, era fuori discussione, specialmente durante gli anni 2020 e 2021, quando imperversava la pandemia da Covid-19. La traslazione dei costi dei tassi negativi sui depositi della clientela, a sua volta, ha trovato una certa opposizione, anche istituzionale, in molti Paesi europei (Zolea, 2020; Di Bucchianico e Zolea, 2020) e affrontare un cambiamento del genere in piena pandemia avrebbe posto probabilmente troppe difficoltà. Così, non potendo alzare i tassi e non volendo creare contrasti distributivi troppo intensi tra finanza e settore reale[10], la BCE ha optato per un complesso sistema di disinnesco degli effetti dei tassi negativi. E infatti BCE, 2020, p. 73, (ma anche Secchi, 2019) conferma abbastanza esplicitamente quanto sopra ricostruito:

"Il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve consente di preservare l'effetto accomodante della politica dei tassi di interesse negativi attenuando nel contempo la pressione al ribasso sulla redditività delle banche derivante dalla remunerazione negativa delle riserve di liquidità in eccesso."

Per quanto riguarda infine la dimensione del fenomeno, Minenna, 2020, 2021, 2022 nota che tra il 2019 e il 2020 sono aumentate le riserve presso la BCE in tutta l'Eurozona in maniera abbastanza uniforme. Minenna, 2021, 2022 prova a calcolare gli effetti complessivi del complesso sistema sopra illustrato ottenendo come risultato un guadagno di diversi miliardi (tra i 4 e gli 8 miliardi circa) a livello europeo e di circa 2,7 miliardi per le banche italiane nel solo 2020. Da Silva, Grossmann-Wirth, Nguyen e Vari, 2021, p. 1, stimano una sovvenzione da parte dell'eurosistema fino 11 miliardi di euro all'anno, più della somma dei dividendi versati dalla Bundesbank e dalla Banque de France ai rispettivi Stati nel 2019. È chiara quindi la rilevanza del fenomeno, sebbene ovviamente non tutti i finanziamenti alle banche da parte della banca centrale avvengono tramite LTRO [11]

In conclusione, si può affermare che la fissazione da parte della BCE di tassi negativi sui prestiti equivalga a una sorta di *helicopter money* (un discorso simile è sviluppato da Palley, 2016, 2018; Minenna 2022) ad esclusivo vantaggio della profittabilità bancaria. Tramite i tassi negativi, come si è visto, la BCE sta infatti donando risorse alle banche europee in modo neanche troppo velato. Di fronte ai disastri economici, sanitari e sociali derivati dalla pandemia di Covid-19, come davanti ai tanti drammi preesistenti, purtroppo considerati “normali”, come la disoccupazione, sembra considerevolmente preferibile una politica fiscale finanziata dalla banca centrale (Ciccone e Stirati, 2019), ad un sussidio a solo vantaggio dei profitti finanziari.

BIBLIOGRAFIA

BCE (2020), *Bollettino economico*, n. 3.

Cesaratto S. (2021), “An ECB’s Staff Narrative of Two Decades of European Central Banking: a critical review”, *Quaderni Del Dipartimento di Economia Politica e Statistica*, n. 866.

Ciccone R. e Stirati A. (2019), “Blanchard e Summers: rivoluzione o conservazione?”, *Moneta e Credito*, v. 72, n. 287, pp. 207-218.

D’Adda C. (2020), “Tassi di interesse negativi per rilanciare domanda e occupazione”, *Huffington Post*, https://www.huffingtonpost.it/entry/tassi-di-interesse-negativi-per-rilanciare-domanda-e-occupazione_it_5ec7dd6dc5b6f9d853c97bc9 , 22/05/2020.

Da Silva E., Grossmann-Wirth V., Nguyen B. e Vari M. (2021), “Paying Banks to Lend? Evidence from the Eurosystem's TLTRO and the Euro Area Credit Registry”, *Banque de France WP*, n. 848.

Di Bucchianico S. e Zolea R. (2020), “Politiche monetarie con tassi di interesse negativi come soluzione alla crisi?”, *Menabò di Etica ed Economia*, n. 134.

Minenna M. (2020), “Liquidità a go go per ripartire, ma è bloccata”, *IlSole24Ore*, 14 settembre, versione online: <https://www.ilsole24ore.com/art/liquidita-go-go-ripartire-ma-e-bloccata-AD7Bm9o> .

Minenna M. (2021), “La Bce tra tassi negativi e tassi duali: sussidi per le banche ma poco credito in più per l’economia”, *IlSole24Ore*, 1 febbraio, versione online: <https://www.ilsole24ore.com/art/la-bce-tassi-negativi-e-tassi-duali-sussidi-le-banche-ma-poco-credito-piu-l-economia-AD33FpGB> .

Minenna M. (2022), “Il tapering della Bce e il nodo dei prestiti T-LTRO”, *IlSole24Ore*, 3 gennaio, versione online: <https://www.ilsole24ore.com/art/il-tapering-bce-e-nodo-prestiti-t-ltro-AEZVqk5> .

Palley T. I. (2016), “Why negative interest rate policy (NIRP) is ineffective and dangerous”, *Real-world economics review*, n. 7.

Palley T. I. (2018), “The fallacy of the natural rate of interest and zero lower bound economics: why negative interest rates may not remedy Keynesian unemployment”, *Review of Keynesian economics*, vol.7, n. 2, pp. 151-170.

Secchi A. (2019), “A two-tier system for remunerating banks’ excess liquidity in the euro area: aims and possible side effects”, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) Banca d’Italia*, n. 534.

Zolea R. (2020), “Tassi negativi, ma anche no”, *Menabò di Etica ed Economia*, n. 118, <https://www.eticaeconomia.it/tassi-negativi-ma-anche-no/> .

[1] Decisione di politica monetaria, Consiglio direttivo BCE, 12 settembre 2019, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.it.html>

[2] Si veda il sito di Banca d'Italia <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/remunerazione-riserve/index.html> e quello della BCE <https://www.ecb.europa.eu/mopo/two-tier/html/index.en.html> , nonché https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190912_2~a0b47cd62a.en.html .

[3] Cesaratto, 2021b, riassume le funzioni dei vari programmi di LTRO, comprese le T-LTRO III.

[4] Per una definizione, si veda il sito di Banca d'Italia: "I programmi relativi alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) 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"; <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/index.html> .

[5] Si veda: https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/documenti/Dettagli_nuove_TLTRO-III_aggiornamento_maggio_2021.pdf e <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/index.html> .

[6] Si veda il sito della BCE: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430~fa46f38486.en.html> e https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210_1~e8e95af01c.en.html .

[7] Si veda in proposito il comunicato di Banca d'Italia "Dettagli delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (programma TLTRO-III)", dal sito di Banca d'Italia: https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/documenti/Dettagli_nuove_TLTRO-III_aggiornamento_maggio_2021.pdf .

[8] Si veda: <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/ltro/Dettagli-LTRO-aggiuntive.pdf> .

[9] Si veda: https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/peltro/Dettagli_PELTRO_10122020.pdf .

[10] Un'alternativa avrebbe potuto essere accettare una riduzione del profitto del settore bancario, senza traslazione dei maggiori costi su altri soggetti. Al di là di eventuali scelte *politiche*, c'è la possibilità che una simile ipotesi avrebbe potuto mettere in crisi il sistema bancario.

[11] Si ricorda infatti il rifinanziamento principale al tasso dello 0,00% e il tasso di rifinanziamento marginale a 0,25%.