

Perché i tassi negativi rischiano di gonfiare una bolla sui mercati

di **Oliviero Lenci***
e **Silvio Olivero****

La storia dei tassi di interesse è antichissima: già nel 3000 a.C. in Mesopotamia erano attivi «banchieri» che effettuavano operazioni di prestito a fronte del pagamento di un interesse. Tale attività, non essendosi ancora sviluppata un'economia monetaria, consisteva nell'anticipazione di derrate alimentari, metalli preziosi o altri beni e l'interesse pagato dal debitore si concretizzava nella restituzione di una quantità di merci superiore a quella ricevuta. I documenti attestanti contratti di prestito riportano diversi tassi di interesse, ma quello più diffuso era pari al 10% annuo.

Può risultare al tempo stesso stimolante o preoccupante osservare che l'attuale situazione dei tassi non trova eguali negli ultimi 5 mila anni. Non si è mai visto infatti un periodo prolungato di tempo nel corso del quale un considerevole stuolo di debitori viene pagato dai creditori invece di dover riconoscere loro una remunerazione. Questa anomalia dei bond a rendimento negativo è comparsa nel 2009 e oggi, con circa un quinto delle obbligazioni in circolazione che offrono tassi negativi, il fenomeno sta assumendo dimensioni macroscopiche. I motivi che hanno portato a questa situazione sono numerosi: la sfiducia nel sistema bancario, i massicci acquisti di obbligazioni effettuati dalle banche centrali e la

latitanza dell'inflazione in gran parte del mondo occidentale. È inoltre notizia recente che il fenomeno dei tassi negativi, sinora circoscritto alle obbligazioni di elevata qualità, si sta estendendo ai cosiddetti bond spazzatura: alcuni titoli corporate di emittenti «non investment grade» denominati in euro vengono infatti scambiati sul mercato secondario a prezzi che implicano un rendimento negativo. Possiamo citare l'obbligazione in euro emessa dalla Ball Corporation, società americana di packaging, cui Standard and Poor's attribuisce il rating spazzatura BB+: questo bond, che scadrà il 15 dicembre 2020, offre oggi un rendimento a scadenza del -0,15%.

La spiegazione di questa follia è nel fatto che il tasso di deposito, praticato dalla Bce alle banche europee per le loro riserve in eccesso, ammonta a -0,40% e che, fra i possibili nuovi interventi anticipati da Draghi, vi è anche un'ulteriore riduzione di tale tasso. È utile ricordare che fino a non molti anni fa il tasso di deposito era positivo e le banche venivano remunerate per la liquidità che depositavano in Bce.

Dove ci porterà tutto questo? Nessuno lo sa con certezza. Poiché si tratta di una situazione mai sperimentata prima, prevederne le conseguenze è un esercizio di

speculazione teorica. La prima conseguenza è piuttosto evidente e non richiede particolari intuizioni: la rendita è, almeno temporaneamente, estinta. Chi non è disposto a rischiare oggi non può trarre alcun reddito dal capitale. Questa condizione, che Keynes definiva «eutanasia del rentier», avrebbe dovuto spostare, secondo l'economista inglese, le risorse finanziarie dalla rendita all'investimento nell'economia reale o al consumo, costituendo

scita. D'altro canto, il ciclo di espansione economica in corso risulta fra i più longevi del Dopoguerra e non vi dovrebbe essere, almeno in linea teorica, alcun motivo per l'accanimento terapeutico con il quale le banche centrali lo stanno tenendo in vita. È vero che l'inflazione non sta alzando la testa e dunque non vi è motivo perché le banche centrali rallentino il ritmo dell'economia, ma vi è un'altra ragione che giustifica le strette monetarie. Tassi esageratamente bassi, o addirittura negativi, spingono gli investitori a compiere scelte via via più rischiose. L'apparente abbondanza di mezzi induce a una minore prudenza nelle scelte di investimento, esponendo al rischio che si giunga a un'allocatione poco efficiente. È il meccanismo che produce le bolle speculative, in conseguenza delle quali risorse che potrebbero essere impiegate in modo economicamente efficiente vengono allocate

in attività di minor utilità sociale. Non sappiamo se questo accadrà né dove, ma l'illusione che qualunque progetto possa essere finanziato, visto che il costo del denaro è praticamente nullo, ci accompagnerà probabilmente ancora per molto tempo. (riproduzione riservata)

*presidente
**responsabile ufficio studi
Cellino e Associati sim

RENDIMENTI A SCADENZA DI ALCUNI TITOLI DI STATO

	A 1 anno	A 5 anni	A 10 anni
❖ Francia	-0,6%	-0,1%	-0,2%
❖ Germania	-0,7%	-0,7%	-0,4%
❖ ITALIA	-0,2%	0,8%	1,5%
❖ Svizzera	-1,0%	-0,9%	-0,7%
❖ Giappone	-0,2%	-0,2%	-0,2%
❖ Stati Uniti	2,0%	1,8%	2,1%

Fonte: FactSet

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

quindi un motore per la crescita economica. È evidente che, almeno per il momento, le speranze di Keynes, e dei banchieri centrali che con i loro acquisti di asset sono fra i principali responsabili dei tassi negativi, sono state frustrate. Non si osserva infatti alcun boom economico; anzi, le condizioni accomodanti della politica monetaria appaiono appena sufficienti a mantenere in vita una moderata cre-