

## La BCE porta i tassi ai minimi storici

Il tasso di rifinanziamento passa allo 0,50%, ma è probabile che l'effetto del taglio sull'economia reale sia molto basso

/ Luigi FASCIANO e Stefano PIGNATELLI

Al termine del meeting di politica monetaria, che questo mese si è tenuto a Bratislava, la **BCE** ha annunciato la **riduzione del tasso di rifinanziamento principale** di un quarto di punto, al nuovo minimo storico dello **0,50%**, dal precedente 0,75% che fu introdotto a luglio 2012 nel pieno della crisi dei debiti sovrani europei (la serie storica dei tassi Bce su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

La BCE ha invece lasciato **invariato a zero il tasso sui depositi marginali** (tasso a cui vengono remunerate le somme lasciate in deposito dalle banche europee alla BCE), mentre ha ridotto di 50 punti base, a quota 1%, quello sui **prestiti marginali** (tassi applicati alle operazioni di finanziamento extra-fido), con la conseguente restrizione del cosiddetto corridoio dei tassi (oggi all'1%; a luglio era 1,5%), che rimane tuttavia simmetrico rispetto al refi. Una decisione che dovrebbe favorire un'ulteriore discesa dei **tassi Eonia** (*Euro OverNight Index Average*). I nuovi tassi entreranno in vigore l'8 maggio in concomitanza con la prima operazione a 7 giorni della nostra banca centrale.

Un **tasso negativo sui depositi** non è sta introdotto, pur se tecnicamente possibile, in quanto avrebbe potuto avere conseguenze indesiderate. Il caso della **Danimarca** ha fatto evidentemente scuola: Copenaghen abbassò poco tempo fa il tasso sui depositi a meno 0,25% per disincentivare i depositi e per tentare di normalizzare il mercato interbancario senza risultati apprezzabili in tal senso e con l'indesiderato effetto che i maggiori costi sopportati dalle banche furono **ribaltati alla clientela**.

La **postura della politica monetaria** dell'istituto centrale rimarrà accomodante per tutto il tempo necessario: inoltre, il sistema bancario potrà continuare a contare sulle operazioni pronti contro termine settimanali con la modalità a rubinetto (ogni richiesta verrà soddisfatta) e a tasso fisso almeno fino alla fine di giugno del 2014.

La decisione della BCE giunge dopo una serie di **indicazioni macroeconomiche** poco soddisfacenti. A convincere definitivamente la BCE sono stati probabilmente gli **indici di fiducia Pmi**, quelli **Ifo e Zew** tutti sotto le attese. Inoltre, le condizioni complessive del mercato del lavoro rimangono estremamente deboli e l'inflazione della zona euro, scesa all'1,2% in aprile, resta l'ultimo dei problemi; anzi, se il calo registrato dai prezzi delle **materie prime** continuasse, non è da escludersi una parentesi di inflazione negativa.

Il **taglio del refi** allo 0,5% dovrebbe servire a favorire una **ripresa** nella seconda metà dell'anno, evento su cui la BCE conta, ma in modo meno convinto rispetto a qualche mese fa; aumentano i rischi al ribasso sull'*outlook*. Probabilmente,

l'effetto del taglio sull'economia reale sarà **decisamente basso**. Quel che conta maggiormente, invece, è che vengano risolti i problemi di finanziamento alle **piccole e medie imprese**, per le quali è visibile un "deterioramento delle condizioni di credito" in molti Paesi della zona euro, con disparità di condizioni anche molto significative. A tal proposito, la BCE ha deciso ultimamente di avviare consultazioni tecniche con altre istituzioni europee (BEI) per aiutare il mercato delle cartolarizzazioni a favore delle Pmi. Inoltre, su questo fronte potrà essere di grande aiuto un aumento della **determinazione della Comunità europea** per giungere in tempi rapidi all'unione bancaria e alla vigilanza unica.

Pur essendo abbastanza scontata la decisione del taglio alla luce degli ultimi deludenti dati, si è assistito ad un ulteriore lieve, ma significativo, **calo** di alcuni **tassi di mercato** chiave: il rendimento sui Bund tedeschi a 2 anni è tornato negativo e il decennale ripropone i minimi storici, vicino a 1,15%, registrati a luglio 2012, in piena crisi dei debiti sovrani. I **tassi IRS**, a loro volta, fanno registrare i nuovi minimi sulla scadenza 5 anni (0,72%) e 10 anni (1,44%), mentre limano ancora di qualche centesimo i tassi Future Euribor 3 mesi, che rappresentano le attese di mercato sui tassi interbancari. Su questo fronte, le speranze di rialzo si affievoliscono sempre più: è previsto che l'**Euribor 3 mesi**, da tempo bloccato allo 0,20%, rimanga sostanzialmente invariato (salvo qualche momentanea ulteriore limatura nel corso del 2013) fino ad inizio estate 2014, per poi salire ad un modesto 0,5% (livello attuale del **refi BCE**) solo ad inizio 2016.

I **nostri titoli di Stato** consolidano i progressi delle ultime settimane. Lo **spread BTP/Bund** sulla canonica scadenza 10 anni sfiora i 260 punti, mentre quello a 2 anni (130 punti) riconquista i livelli precedenti l'impennata che si registrò a luglio 2011, con l'inizio della crisi dei debiti sovrani: la differenza sostanziale è che allora il Btp 2 anni era al 2,90%, con il Bund all'1,60%, mentre oggi i rispettivi rendimenti sono all'1,30% e 0%. Tale ottima **performance** è stata ottenuta anche grazie alla "**protezione BCE**" che può acquistare titoli con durate fino a tre anni. Sui decennali, dove tale protezione non c'è, la discesa dello spread è più lenta: tornare a livelli di giugno 2011 (1,8%) appare in questa fase troppo ottimistico. Un primo obiettivo, sull'onda lunga dell'attuale fase positiva, potrebbe essere il minimo di gennaio 2013 di 250 punti con il rendimento del Btp 10 in area 3,70%, livello da ritenersi già molto **soddisfacente** per il Tesoro. Per assistere a più ampi miglioramenti sullo spread, si devono attendere le riforme strutturali e, possibilmente, un cambiamento dell'*outlook* delle società di rating sull'Italia.