

OPERAZIONE LIQUIDITÀ

# INFRANTO IL TABÙ DEI TASSI NEGATIVI CONTO DEPOSITO ANCORA DI SALVEZZA

di Gloria Valdonio

**L** Il Terzo Millennio infrange un altro tabù. Per la prima volta nella storia il denaro, anziché generare una rendita, potrebbe essere oggetto di imposta. E la tassazione della liquidità depositata nei conti correnti potrebbe propagarsi in tutta Europa. A settembre alcune banche francesi hanno annunciato l'applicazione di un tasso negativo sui conti correnti di persone con patrimoni elevati. In Germania la Sparkasse di Monaco (quinta cassa di risparmio nazionale) ha applicato un tasso negativo a tutti i depositi superiori a 100mila euro. In Italia l'apripista è stata Unicredit, con l'amministratore delegato **Jean Pierre Mustier** - che è anche presidente dell'Ebf, la Federazione bancaria europea - che ha annunciato di trasferire i tassi negativi sui conti correnti superiori a 100mila euro, soglia successivamente innalzata a un milione, a partire dal 2020. Cambiano gli importi, ma il concetto rimane fermo e inquietante: se il tasso è espressione del valore della moneta nel tempo, quest'ultimo non ha più valore. Con la conseguenza che il denaro conviene scambiarlo in fretta per evitare che si deprezzi. «Ci sono stati tassi reali negativi durante e dopo le guerre, ma che questi siano sistematicamente negativi ormai su un terzo del debito governativo dei Paesi industrializzati è una novità assoluta in cinquemila anni di storia», è il commento di **Alessandro Fugnoli**, strategist di Kairos Partners, che ricorda come tutti i testi sacri delle religioni monoteiste condannino la ben nota usura, mentre non c'è traccia di volumi che abbiano preso posizione sull'inedita formula "tassi negativi".

## CON I TASSI BASSI O COL SEGNO MENO CRESCE L'INCERTEZZA NEGLI INVESTIMENTI. MA C'È LA SOLUZIONE CHE NON TI ASPETTI

Nella foto a destra  
Jean Pierre Mustier,  
amministratore delegato  
di Unicredit  
e presidente di Ebf,  
la Federazione  
bancaria europea.  
Nella foto di pagina 21  
Alessandro Fugnoli,  
strategist di Kairos  
Partners



### Le radici del problema

Ma come si è giunti a un ambiente di tassi bassi (o negativi) che coinvolge la maggior parte delle economie mondiali? Come spiega ancora Fugnoli la prima ragione è un eccesso di risparmio: «C'è molta gente che vuole impegnare denaro ma ce n'è poca che vuole investire, e questo accade perché da un lato la popolazione invecchia e ha meno denaro da spendere, dall'altro emerge una carenza di idee o voglia di rischiare, dovuta fondamentalmente al basso ritorno del capitale». La seconda ragione, secondo lo strategist, è un eccesso di offerta: dal presidente americano Reagan in avanti è infatti prevalsa l'idea che tutte le politiche economiche debbano andare verso un aumento dell'offerta per poi accorgersi nel tempo, e



## COVERSTORY

con la deglobalizzazione in corso ancora di più, che essa è sovrabbondante. Eccesso di risparmio e offerta sovrabbondante sarebbe quindi la prima combinazione di elementi depressivi sui tassi. Ma non è l'unica. Ai fattori strutturali si è aggiunta la "novità" della grande recessione di dieci anni fa e con essa l'idea di tenere in vita il maggior numero di debitori a scapito del dinamismo dei tassi e di redistribuire ricchezza dai debitori verso i creditori. E infatti l'ultima crisi non ha trascinato con sé ondate di default come è avvenuto invece in tutte le passate crisi recessive. «Negli anni '30 della Grande Depressione le società che erano troppo indebitate venivano fatte fallire nella convinzione che ciò avrebbe rafforzato il sistema. Permettere di tenere i tassi reali negativi non solo in fasi recessive, ma anche in fasi normali come l'attuale, deriva anche dalla scelta di salvare tutti i debitori», conferma Fugnoli. Ricordiamo che il debito globale ha raggiunto il record di 3,5 volte il Pil. E se in passato le guerre, e l'inflazione che le accompagnava, azzeravano di fatto le posizioni in una sorta di Giubileo del debito con l'economia libera di ripartire a pieno regime, oggi per la ripresa bisogna esplorare nuove strade.

### Le grandi manovre delle banche centrali

Le cause di un decennio caratterizzato da bassi tassi di interessi possono essere ricondotte quindi anche alla crisi finanziaria del 2008-2009 con le Banche centrali costrette a reagire negli anni successivi utilizzando misure non ortodosse, il cui obiettivo, come spiega **Olivier de Berranger**, chief investment officer di La Financière de l'Echiquier, «consiste chiaramente nel differire il rischio di una recessione». «Per reagire alla crisi le Banche centrali hanno deciso di tagliare i tassi di interesse, che hanno toccato i minimi storici, e poi hanno iniettato una quantità di capitale senza precedenti all'interno del sistema finanziario, con l'obiettivo di mantenere le economie a galla», aggiunge **Stephane Monier**, CIO private bank di Lombard Odier. In particolare il quantitativo easing è diventato lo strumento più utilizzato dalle autorità monetarie mondiali, che lo hanno introdotto con un intervallo di tre-quattro anni rispetto alla Federal Reserve raggiungendo l'obiettivo di evitare una nuova crisi economica. «Tuttavia nel 2015 la Fed è riuscita a invertire la rotta e avviare un ciclo triennale di inasprimento monetario - il primo nel 2006 - grazie alla forte attività economica negli Stati Uniti con l'ultimo incremento che risale al 2018», racconta ancora Monier. Che aggiunge: «Quando la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina ha iniziato ad avere un impatto sull'economia mondiale, la Fed si è riallineata alla politica dei tagli, nonostante quello americano non sia un sistema deflazionista, come lo è invece l'Europa, con un allentamento a luglio volto a controbilanciare parte dell'effetto negativo della riduzione degli scambi commerciali». E il programma non si ferma. In Europa la Bce ha infatti confermato che i tassi resteranno bassi a lungo e che da questo mese ripartirà il secondo round del Qe con acquisti di titoli di Stato, Abs (obbligazioni bancarie garantite da un portafoglio di attivi generalmente poco liquidi), corporate e covered bond per un controvalore nominale complessivo di 20 miliardi di euro al mese senza termini precisi su quando finirà questo doping che ha l'obiettivo di tenere bassi, o fare scendere, i tassi d'interesse.



## IN ITALIA L'APRIPISTA DELL'APPLICAZIONE DEI TASSI NEGATIVI SUI CONTI CORRENTI BANCARI È UNICREDIT

### Triloni di debito

Se è vero che le autorità monetarie sono riuscite a prevenire la recessione dopo la crisi finanziaria, i loro programmi di Qe hanno avuto anche un importante effetto secondario, non esattamente positivo. «Il programma di acquisti ha ampliato il debito delle imprese, in quanto le istituzioni finanziarie hanno beneficiato di condizioni finanziarie a un prezzo minore gonfiando i prezzi degli asset finanziari», spiega Monier. Attualmente i livelli del debito mondiale sono molto più elevati rispetto al 2008: secondo gli ultimi dati del Fondo monetario internazionale il debito mondiale è passato da 115,9 trilioni di dollari nel 2007 a una cifra record di 184 trilioni di dollari nel 2017, pari al 225% del Pil. «Questi fenomeni hanno esacerbato le disuguaglianze e contribuito all'aumento della spinta populista», è il commento dello strategista. «Ripetute fasi di quantitative

easing con volumi ingenti di acquisto di strumenti anche a lungo termine hanno ulteriormente schiacciato i rendimenti obbligazionari verso il basso», spiega **Pierluigi Ansunelli**, portfolio manager di Franklin Templeton. Che aggiunge: «Tutta questa offerta di liquidità in realtà ha avuto un impatto forte su mercati finanziari e propensione al rischio, ma debole sulla crescita economica e sta iniziando a generare criticità al settore finanziario, come banche e assicurazioni, che trovano sempre più difficile fare profitti o garantire rendimenti accettabili».

#### Punto di non ritorno

Cio nonostante, come spiega **Bert Flossbach**, gestore del fondo Flossbach von Storch multiple opportunities, dovremmo essere all'inizio piuttosto che alla fine della politica dei tassi di interesse bassi, che quindi rimarranno tali ancora a lungo, soprattutto all'interno della zona euro. «Alla luce degli enormi debiti e delle modeste prospettive economiche, una normalizzazione della politica monetaria è a nostro avviso semplicemente impensabile», spiega Flossbach. In altre parole le banche centrali avrebbero da tempo superato il "punto di non ritorno" e nessuna (inclusa la Fed), secondo lo strategist, potrà perseguire una politica monetaria autosufficiente. «Le banche centrali devono infatti anche orientarsi seguendo quanto sta accadendo in altre aree valutarie. Se la politica monetaria in Giappone e nell'area dell'euro rimane accomodante nel lungo periodo, la Fed avrà difficoltà ad andare controcorrente aumentando significativamente i tassi di interesse», conferma Flossbach. «L'attuale dipendenza dei governi dalle loro banche centrali suggerisce che potremmo essere a poco più della metà del nostro programma di Qe», aggiunge **Neil Williams**, senior economic adviser di Hermes Im. Ma con quali conseguenze? Secondo Fugnoli l'esperimento giapponese non è catastrofico: in Giappone vanno avanti da 30 anni con i tassi a zero, hanno un'inflazione molto bassa, una popolazione che invecchia e la loro banca centrale che compra il debito. «Ci possiamo però domandare», aggiunge Fugnoli, «se il Giappone ha funzionato fino a oggi solo perché era l'unico Paese ad adottare questo sistema appoggiandosi al resto del mondo per galleggiare».

#### Inflazione ferma

Avvitati nella spirale ultraespansiva le banche centrali hanno evitato la recessione, ma non sono però riuscite a raggiungere i loro target di inflazione. E sarà difficile per loro uscire dal cerchio prima di riuscire a generarla. La maggior parte degli istituti punta a un target a lungo termine del 2%, ma dal 2016 qualcosa non ha funzionato. Nell'area euro l'inflazione core (cioè al netto degli elementi ciclici) è aumentata di circa l'1% all'anno nel periodo. Negli Stati Uniti le cose sembrano più incoraggianti. L'inflazione core si è attestata intorno al 2%, ma quando si elaborano bene i dati la situazione diventa simile a quella del resto del mondo: gran par-



Nella foto sopra  
Pierluigi Ansunelli,  
portfolio manager  
di Franklin Templeton

te dell'attuale tasso di inflazione core statunitense (pari al 2,4%) deriva infatti dal costo dell'assistenza sanitaria e dall'inclusione della sua copertura. Al netto di entrambi i fattori, negli Usa l'inflazione core scende al 2,1%: una percentuale insufficiente secondo gli analisti, poiché ci troviamo a fine ciclo. Un discorso analogo si può fare per Canada, Svezia, Norvegia, Svizzera e naturalmente Giappone. Alla fine del ciclo 2006-2007, queste cifre erano molto più alte. E allora che cosa manca oggi?

#### Salari e domanda al palo

Come si evince da un report del team Cross Asset Solutions (CAS) di Unigestion, manca in primo luogo la dinamica salariale, perché il tasso di crescita a lungo termine dei prezzi dovrebbe in teoria essere collegato a quello dei salari. Ma nell'eurozona l'incremento dei salari dal 2011 al 2018 è stato di circa l'1,5% ed è difficile vedere l'inflazione raggiungere valori più alti. Questo dato, va detto, è aumentato di recente e ha raggiunto il 2,7% a giugno ma - secondo gli analisti - indica solo la possibilità di una stabilizzazione dell'inflazione. Negli Stati Uniti invece la crescita salariale si attesta oggi intorno al 3,5% secondo la Fed di Atlanta. Questo incremento non è basso, ma è ancora inferiore a quello del 2006-2007, quando era superiore al 4 per cento. Quanto al Canada i salari sono cresciuti del 4,5% dal 2017, al di sotto del 6% osservato nel biennio 2006-2007. La situazione salariale - è scritto nel report - è quin-

Nella foto a destra  
Bert Flossbach, gestore  
del fondo Flossbach  
von Storch multiple  
opportunities







## COVERSTORY

# LE POLITICHE DEL TASSO ZERO O PEGGIO AVRANNO UN IMPATTO NEGATIVO SUI BOND



Nella foto Neil Williams,  
senior economic  
adviser di Hermes Im

di ancora favorevole a un'inflazione superiore all'1% nei paesi del G10, ma inferiore a quella del ciclo precedente. La fiacca dinamica dei salari però spiega solo in parte la situazione attuale. Il pezzo mancante, secondo Unigestion, deve probabilmente essere individuato nella domanda. Dalla crisi del 2008 quest'ultima è cresciuta a un ritmo più lento del solito. Secondo i dati del Fondo monetario internazionale, tra il 2006-2007 il Pil mondiale è cresciuto in media del 5,5% e gli investimenti del 10%. Nell'ultimo periodo queste cifre sono scese rispettivamente al 3,5% e al 7% dimostrando come investimenti e consumi abbiano subito un netto rallentamento. «Ciò ha avuto due conseguenze fondamentali: in primo luogo, ha determinato un rallentamento della crescita dei prezzi delle materie prime. Inoltre, con una domanda più debole, è diventato sempre più difficile per le imprese trasferire al consumatore l'aumento dei costi di produzione - è scritto nel report - Tuttavia, dovrebbero essere elencate altre fonti strutturali di bassa inflazione, come l'impatto dell'invecchiamento della popolazione, la combinazione di globalizzazione e deindustrializzazione che grava sui salari e sul pricing power». Nel frattempo, secondo Williams, la sfida non è rappresentata dalla diminuzione del tenore di vita, «ma dal passaggio a una psicologia deflazionistica in cui celebriamo i nostri tagli salariali se si rivelano inferiori alla caduta dei prezzi delle vacanze, dell'auto, o della casa che desideriamo. E personalmente dubito che Londra, New York, Francoforte, Parigi, Roma, siano pronti per questo!».

### Vie di fuga

Un lungo inverno economico senza

crescita come è successo al Giappone a partire dagli anni '90 con l'economia e l'immobiliare a passo di gambero per diversi lustri è lo scenario di alcuni strategist. A meno che, come spiega **Salvatore Gaziano**, responsabile strategie di investimento **SoldiExpert SCF**, non si azioni la "mano pubblica". «La ripresa economica», dice, «è destinata a languire per lungo tempo come peraltro mostrano chiaramente i tassi di interesse estremamente negativi che sembrano scontare una vera e propria "japanification" del Vecchio Continente». La stessa esperienza giapponese dimostra che uscire dalla deflazione può essere un sentiero lunghissimo e dove i mezzi per intervenire possono anche essere non convenzionali se si considera che dal 2017 in poi la Banca centrale giapponese si è impegnata a acquistare fino a 50 miliardi di euro di Etf azionari (ovvero azioni quotate sulla Borsa giapponese) per circa 4 miliardi di euro al mese per sostenerne le quotazioni. «Quando si parla di rendimenti dell'obbligazionario che non possono scendere oltre è bene ricordarsi del Giappone e del fatto che, se dovesse partire una forte crisi economica e finanziaria, le Banche centrali potrebbero solo inondare ancora i mercati di liquidità portando i tassi ancora più in basso e in territorio negativo, perché certamente non potrebbero fare il contrario», spiega **Gaziano**.

### Il carry trade

Certamente le politiche del tasso zero, o addirittura negativo, avranno un impatto rilevante e di lungo termine sugli asset manager, poiché le obbligazioni non offriranno alcuna performance significativa nei prossimi anni. Come spiega de Berranger, molti settori già ne risentono: le banche, le assicurazioni o i titoli ciclici sono poco presenti nei portafogli degli investitori, che preferiscono i titoli growth con un incremento visibile degli utili a prescindere dal ciclo economico. «La diversificazione e le competenze saranno fondamentali», aggiunge de Berranger, che ritiene che i portafogli degli investitori europei siano ancora troppo Europa-centrici e concentrati. «Dovrebbero diventare invece più globali per catturare la crescita ed essere più diversificati al fine di limitare i drawdown», dice lo strategist. Che aggiunge: «Bisognerebbe inoltre selezionare alcuni trend di lungo termine come

l'intelligenza artificiale o le Midcap che sovraperformano nel lungo termine e sono fonte di opportunità per quelli, come noi, che hanno lo stock-picking nel dna». Tenendo conto che le banche centrali sono preoccupate per la "giapponizzazione" delle rispettive economie e lottano contro di essa utilizzando tutti gli strumenti disponibili, e che l'inflazione dovrebbe rimanere in gran parte sotto controllo (pur continuando a mancare in certi periodi), la scelta migliore, secondo Unigestion, è quella di rafforzare il sentiment verso le strategie di carry, soprattutto verso quelle a carry più elevato. «Essere dinamici è essenziale in questo momento», spiegano gli analisti. «Perciò attualmente sovrappesiamo l'investment grade, l'high yield, il bond e il dividend carry». Anche secondo Lombard Odier gli investitori devono focalizzarsi sulla strategie carry - che si basano su prestiti a bassi tassi di interesse e investimenti in asset con rendimenti più elevati - per ottenere un certo grado di rendimento. «In questo segmento preferiamo il debito hard currency dei mercati emergenti e il settore del real estate piuttosto che i titoli di Stato», spiega Monier. «Inoltre è importante assicurarsi che i portafogli multi-asset degli investitori siano resilienti, attraverso un'esposizione al rischio bilanciata, preferendo gli asset finanziari liquidi di alta qualità, oltre a utilizzare un'adeguata protezione per il portafoglio, come gli investimenti in oro o nelle opzioni long put sugli indici azionari».

#### L'equity

Secondo Flossbach invece solo l'investimento azionario è in

grado di offrire guadagni soddisfacenti. «Basta guardare al dividend yield che, di per sé, è sufficiente a rendere l'investimento azionario imbattibile nel lungo periodo rispetto a molte altre forme di investimento», dice lo strategist. Che aggiunge: «Le azioni sono indispensabili per la crescita del capitale, ma è fondamentale in questa fase concentrarsi sulla qualità, e cioè sul livello e sulla sicurezza del potenziale di guadagno delle imprese e sulla solidità dei loro bilanci». Per Ansunelli di Franklin Templeton se lo scenario non è quello di una recessione imminente ma di una maggiore cautela, allora il consiglio è aggiungere una componente ulteriore al portafoglio, come quella delle obbligazioni "corporate" sia investment grade che high yield. «Inoltre l'obbligazionario mercati emergenti nel complesso è quello che ha scontato di più le brutte notizie ed è quello che offre ancora rendimenti piuttosto elevati a fronte del rischio assunto, con alcune eccezioni ormai ben note quali Turchia, Sud Africa, Venezuela, Argentina», spiega Ansunelli.

#### CONTI DEPOSITO A CONFRONTO: INVESTIRE A 12 MESI

CONTO	BANCA	TASSO LORDO	BOLLO A CARICO DEL CLIENTE
Gbm Banca 12 mesi	Gbm Banca	1.30%	No
Illimity bank (non svincolabile) 12 mesi	Illimity Bank	1.50%	Si
Bcc Arborea [conto deposito a distanza 12 mesi] interessi posticipati	Bcc Arborea	1.45%	Si
Conto Facto 12 mesi	Banca Farmafactoring	1,10%	No
Extraclick	Extrabanca	1.05%	No

#### CONTI DEPOSITO A CONFRONTO: INVESTIRE A 24 MESI

CONTO	BANCA	TASSO LORDO	BOLLO A CARICO DEL CLIENTE
Illimity bank (non svincolabile) 24 mesi	Illimity Bank	2.25%	Si
Gbm Banca 24 mesi	Gbm Banca	1.90%	No
Rendimax Top (interessi posticipati) 2 anni	Banca Ifis	2.00%	Si
Rendimax First (interessi anticipati) 2 anni	Banca Ifis	1.80%	Si
Conto deposito time Contoforte.it 730 giorni	Mediocredito del Friuli	1.80%	Si

FONTE: ALTROCONSUMO



## COVERSTORY



Nella foto Corrado Passera, fondatore e ceo di Illimity Bank, che secondo Altroconsumo ha varato la migliore offerta nei conti di deposito a due anni

# IL CONTO DEPOSITO RAPPRESENTA UN BUON MODO PER SOSTITUIRE L'ASSET OBBLIGAZIONARIO

### I conti deposito

Andare a caccia di rendimenti negli ultimi anni è stato un piccolo incubo e molti risparmiatori hanno deciso di restare liquidi. Ma la prospettiva di pagare una percentuale alla banca rende sempre più attraenti i conti deposito, che assegnano un rendimento a condizione di tenere fermi (alcuni conti sono vincolati), o parzialmente fermi, i risparmi per un lasso di tempo che in media va da uno a due anni. Il conto deposito rappresenta un buon modo per sostituire un investimento obbligazionario con l'ultima asta che ha assegnato un rendimento negativo (-0,219%) ai Bot a dodici mesi e il Btp a dieci anni che solo all'asta di metà ottobre ha superato la soglia dell'1% lordo. Il vero obiettivo di questi conti è però quello di "parcheggiare" la liquidità in un luogo sicuro: le somme depositate nel conto deposito - vincolato o meno - sono infatti tutelate dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD), che garantisce fino a 100mila euro per ciascun depositante e il rimborso deve essere effettuato entro e non oltre 20 giorni lavorativi. Come avverte **Gaziano** non è poi così vero che il prodotto è esente da rischi: in primo luogo il Fondo di tutela non ha risorse illimitate e non può far fronte a qualsiasi richiesta di intervento. Inoltre il maggior rendimento offerto spesso corrisponde a una minore solidità della banca. Da ciò consegue che esiste anche per questo prodotto un rischio di credito, ovvero che la banca non possa restituire i soldi depositati e gli interessi maturati. «Il nostro consiglio è valutare il conto deposito per quello che dovrebbe essere, ovvero un impiego tattico della liquidità, e destinare a questo impiego lo stretto indispensabile valutando per la parte investimenti gli strumenti più adatti con il giusto **orizzonte** temporale e la giusta consulenza», è l'opinione di **Gaziano**.

### L'offerta

In ogni caso, anche in funzione tattica, il rendimento ha il suo appeal. Come spiega l'ufficio studi di Altroconsumo, gli interessi sui conti di deposito vincolati possono essere liquidati all'attivazione del vincolo o a scadenza e, nel caso in cui esistano le due versioni, quella con l'accredito degli interessi posticipati rende in genere di più.

Questi ultimi sono tassati con un'aliquota del 26%, oltre l'imposta di bollo, pari allo 0,2% calcolato sull'importo della giacenza sul conto deposito al momento dell'invio dell'estratto conto. Allo stesso modo gli esperti consigliano di optare per un deposito vincolato, così da mantenere congelate le condizioni fino al termine del vincolo e scongiurare il rischio di revisioni unilaterali del rendimento. Ma come scegliere? L'offerta è ampia perché per le banche, soprattutto quelle online o medio-piccole, rappresenta un ottimo strumento di battaglia commerciale contro la concorrenza tradizionale.

La rete è piena di siti che offrono comparatori di conti deposito in base all'importo e alla durata del vincolo. L'associazione Altroconsumo, per esempio, ne monitora quasi 400 e su questa base stila una classifica dei più generosi (vedi tabella).

Attualmente la migliore offerta a due anni (che si chiude però a metà mese) è quella di Illimity bank (*che ha varato anche un conto deposito con un tasso lordo che arriva addirittura al 3,25%, ma con il vincolo per i richiedenti dei 60 mesi. Anche in questo caso la richiesta va effettuata entro il 15 novembre, n.d.r.*) la nuova banca di Corrado Passera dedicata a imprese e professionisti, che ha scelto di rinunciare a un po' di marketing e offrire così tassi migliori, seguita da Banca Ifis e da Banca GBM, che offre anche la migliore remunerazione per il conto deposito a dodici mesi. Come fanno queste banche a sostenere questi rendimenti? Investono in attività abbastanza remunerative e sicure, come i prestiti, i mutui o la cessione del quinto dello stipendio, oppure in attività ancora più remunerative come l'acquisto di Npl (attività che se si acquista al 10% del valore nominale), attività che permettono di assegnare un premio alla nuova liquidità che affluisce nei conti deposito.