

Articolo

I tassi negativi danneggiano le banche.

Stefano L. di Tommaso

I timori di incorrere in una recessione nei prossimi mesi, che sembra alla base della discesa dei tassi, sono realistici? Non ci sono evidenze al riguardo. E lo scenario che si prospetta: di tassi sotto zero ancora per lungo tempo, non ha soltanto svantaggi. Ma per ironia della sorte la prospettiva di rendimenti a zero ha messo al tappeto le più improbabili tra le vittime delle Banche Centrali: le banche stesse! Nella spirale dei tassi negativi in arrivo ci rimettono infatti soprattutto le banche. Non soltanto perché il loro margine sull'intermediazione del denaro si assottiglia, ma anche a causa dei rischi collegati alla discesa dei tassi (possibile ristagno dell'economia e possibili maggiori insolvenze).

Preoccupazioni fondate

Il fatto che le banche centrali di tutto il mondo stanno oggi interrogandosi sul rischio che una nuova crisi di fiducia dei mercati finanziari possa provocare nuove contrazioni dell'economia reale (così come stava accadendo a fine 2018) si rileva da due cose:

1. dopo anni di crescita economica basati sull'espansione della massa monetaria i mercati si sono assuefatti a dosi crescenti di testosterone e temono molto un'eventuale riduzione della base monetaria;
2. i governatori delle banche centrali iniziano ad affermare che per rilanciare la crescita economica oltre l'orizzonte normale dei cicli economici non bastano più soltanto nuove facilitazioni monetarie ma occorre un coordinamento con i governi per agire contemporaneamente anche sul fronte delle politiche fiscali.

D'altra parte dopo quanto accaduto alla fine dello scorso anno (borse calate vistosamente e forte riduzione della spesa per consumi) è divenuto chiaro a tutti che è vicina la possibilità di incorrere in nuove recessioni, seppure magari solo temporanee.

Senza inflazione torna la possibilità di una "stagnazione secolare"

C'era stata intorno al 2015-16 un'importante corrente di pensiero (con a capo economisti del peso di Larry Summers) che aveva formulato un'oscura previsione: il mondo stava generando le condizioni per una prolungata fase di stagnazione

della crescita dell'economia reale (la cosiddetta Stagnazione Secolare) con la conseguente prospettiva di imminente deflazione e calo sotto zero dei tassi di interesse. Una previsione presto bollata come irrealistica con l'arrivo del nuovo governo degli Stati Uniti d'America che, con le sue proposte del taglio delle tasse (effettivamente realizzato) e di nuovi importanti investimenti infrastrutturali (ad oggi non ancora realizzati) aveva generato forte crescita economica e si pensava avrebbe generato le condizioni per una reflazione forzosa dell'economia. Anche la Cina ha perseguito negli ultimi anni la doppia strada dell'intervento dello stato nell'economia e dell'espansione monetaria interna. La Banca Centrale Europea ha proseguito con il suo Quantitative Easing così come quella del Giappone e sono passati quasi tre anni da quell'autunno del 2016 ma, nonostante ci si chieda quanto la crescita economica recentemente vissuta sia sostenibile o se il mondo grazie a tutti quegli stimoli monetari e fiscali ha soltanto semplicemente ritardato il suo appuntamento con la dura realtà dei cicli economici, quella temuta reflazione non si è ancora vista.

Il ritardo delle banche centrali

Il settore bancario ha sempre agito -quale intermediario finanziario per eccellenza- da "grossista" del denaro. Ma oggi, mano mano che la dimensione media delle imprese si accresce e la capillarità del mercato dei capitali aumenta, questa funzione di grossista risulta meno necessaria al

funzionamento dell'economia reale. Ovviamente la prima conseguenza è la riduzione del "moltiplicatore del credito" che in passato contribuiva ad incrementare la base monetaria e ad accelerare la sua circolazione. Oggi che quel moltiplicatore viene meno (in Italia addirittura la riduzione del credito erogato agisce al contrario, riducendo la base monetaria) ci rimettono tutti e alle banche centrali non resta che immettere in circolo ulteriore liquidità. L'abbondanza di liquidità dei mercati finanziari ha tuttavia provocato un calo fin sotto lo zero dei tassi d'interesse, calo cui si devono necessariamente adeguare anche le banche centrali per evitare di danneggiare il sistema bancario. Ma il loro ritardo nell'intervenire ne ha messo in discussione l'autorevolezza in termini di "forward guidance" ed appare oggi come l'unico vero motivo dell'inversione della "curva dei rendimenti" (quando quelli a breve termine superano quelli a lungo termine: i tassi a breve sono controllati dai banchieri centrali mentre quelli a lungo termine sono espressi direttamente da domanda e offerta dei mercati finanziari).

I dubbi sul valore "segnale" dell'inversione della curva dei rendimenti

A tale proposito c'è una triste statistica relativamente ai periodi storici precedenti in cui è scesa sotto zero quella curva: pressoché tutte le volte che è successo il mondo ha poi affrontato una recessione globale entro un paio di anni. Ma se la curva si inverte soltanto perché i banchieri centrali vogliono imporre

il loro controllo e reagiscono troppo lentamente alle situazioni di mercato, è ancora corretto assegnare un valore "segnale" dell'inversione della curva dei rendimenti? Le evidenze riscontrabili parlano di un certo ritorno alla fiducia da parte degli investitori a partire dal secondo semestre del 2019, mentre il temuto crollo dei profitti aziendali dopo la mini-crisi della fine dello scorso anno non sembra ancora esserci stato. Dunque le prospettive per il resto dell'anno sembrano relativamente buone e il lunghissimo ciclo economico che stiamo vivendo non accenna ancora a flettere.

Le ragioni del ribasso "secolare" dei titoli bancari

Quando i tassi vanno verso lo zero (o peggio) i bilanci delle banche soffrono ovviamente per la riduzione della forbice tra tassi attivi e passivi e ci guadagnano soltanto se diventano il veicolo dell'immissione di nuova liquidità da parte delle banche centrali. Le borse valori evidentemente non possono non tenere conto del fatto che se si approssima una recessione e l'inflazione non risale le prospettive di reddito delle banche sprofondano e, anzi, le borse soffrono a loro volta perché lo spostamento dei risparmi verso il mercato obbligazionario spinge gli investitori a vendere i titoli azionari. Ciò vale in particolare per le banche europee, che sono anche le più colpite dalla congiuntura attuale. Così si spiega il problema della bassa valutazione delle banche che è oramai esplosivo, non soltanto perché gli istituti di credito sembrano condannati a ridurre costantemente la

loro redditività, ma anche per la farraginosità delle scritture contabili che lascia dubbi circa l'effettivo valore delle poste attive, l'eccesso di normative sugli obblighi di loro capitalizzazione, la necessità di ulteriori aggregazioni che possano far scattare risparmi nei costi generali e infine la minaccia (divenuta oggi realtà) dell'arrivo delle "FinTech", cioè le banche virtuali con pochissimo personale e molta intelligenza artificiale.

La mancata correlazione tra titoli a reddito fisso e titoli bancari

Senza contare i timori legati ai titoli di stato che si trovano nei loro portafogli e la progressiva disintermediazione del settore bancario ad opera del mercato dei capitali. La crescente concentrazione della ricchezza globale in poche mani forti infatti rende meno necessario il ricorso al sistema bancario, tanto per l'impiego dei capitali quanto per l'erogazione dei finanziamenti. Ed è essa stessa (come abbiamo visto poc'anzi) causa del ribasso dei tassi di interesse. Intorno a fine Aprile è divenuta evidente l'inversione della correlazione tra l'andamento dei BTP italiani e l'andamento dei titoli bancari. Con il degrado delle aspettative di crescita economica i titoli delle banche sono scesi, parallelamente ai tassi di interesse. Di conseguenza le quotazioni dei titoli a reddito fisso sono salite.

La propensione a distribuire elevati dividendi

A meno perciò di nuovi stimoli monetari, o di

un'inversione delle prospettive di recessione e deflazione, il Sell-Off dei titoli bancari pare destinato a continuare, nonostante che la capitalizzazione di borsa delle banche si trovi già oggi spesso sotto la metà del valore contabile del patrimonio netto. Questo potrebbe anche spiegare la ragione della crescente propensione delle banche a distribuire maggiori dividendi: almeno per le banche di grandi dimensioni e quotate alle borse valori infatti la ritenzione degli utili non genera grande valore per gli azionisti. Meglio coccolarli il più possibile, sinanco laddove la generosità di quei dividendi arrivi a costituire il maggior rivale dei titoli obbligazionari emessi dalle banche stesse...



Stefano L. Di Tommaso
Dottore Commercialista - Revisore dei Conti
già Economista d'Impresa presso
Università L. Bocconi di Milano