


**MICHAEL
CLEMENTS, CFA**

European Equities Expert

“Un selezionatore di titoli a lungo termine deve andare oltre il problema e trarre vantaggio da una situazione difficile.”

DEUTSCHE BANK, OPPORTUNITÀ O TRAPPOLA DI VALORE?

Le difficoltà di Deutsche Bank (DB) hanno attirato la nostra attenzione. La banca tedesca ha dominato i mercati nelle ultime settimane, da quando il Dipartimento di Giustizia (DoJ) statunitense ha annunciato di voler comminare una multa di USD 14 mld. all'istituto in relazione alla sua attività pre-crisi legata ai mutui ipotecari negli Stati Uniti. A fronte delle enormi pressioni cui è sottoposta DB, il nostro approccio di tipo contrarian ci ha portato a chiederci se le azioni siano fortemente sottovalutate o semplicemente non siano raccomandate per l'investimento. Nel secondo caso, le difficoltà in cui versa DB potrebbero essere il fattore scatenante di un'altra crisi bancaria?

I timori del mercato si sono placati per il momento. DB non sarà la prossima Lehman Brothers. Prima del suo tracollo, Lehman sosteneva di essere solvibile. Questo finché la sua liquidità non si è esaurita. DB, al contrario, ha un'elevata liquidità ma è solvibile? Un bilancio enorme e complesso con oltre mille miliardi di euro di attivi, una multa del DoJ per miliardi di dollari (che sarà seguita da un'altra controversia) e un indebitamento elevato implicano che essa quasi certamente dovrà reperire nuovi capitali. Secondo alcune stime, questi potrebbero superare EUR 5 mld. Il reperimento di fondi per un tale importo messo a confronto con una capitalizzazione di mercato di EUR 17 mld. e azioni scambiate a un valore contabile tangibile di 0,3x comporterà un'enorme diluizione degli azionisti. Inoltre, gli investitori saranno favorevoli a un tale esborso di capitale supplementare? Il management dovrà presentare un piano credibile che preveda cessioni di attivi e forti tagli ai costi. Il problema di DB è che non possiede un'attività principale su cui fare perno. UBS

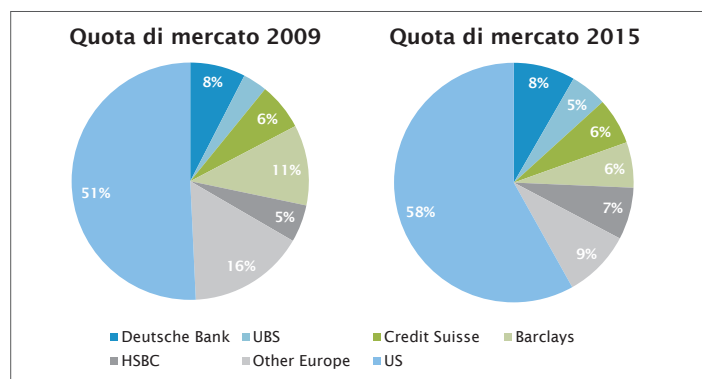
e Credit Suisse possono contare sulle loro attività di gestione patrimoniale, mentre Barclays può affidarsi ai propri comparti di retail banking e carte di credito. DB può vantare un'attività di gestione patrimoniale su larga scala e di alta qualità, ma è probabile che essa debba essere venduta o fatta oggetto di IPO allo scopo di reperire fondi: una misura verso la quale il CEO, John Cryan, ha espresso la propria riluttanza. Gli azionisti potrebbero anche pretendere il congelamento, il taglio o persino il recupero delle gratifiche per il personale al fine di allentare la pressione sui capitali. Dopo tutto, dal 4° trimestre 2009 essi hanno sborsato EUR 13,5 mld. in nuovo capitale proprio, e da allora le gratifiche sono arrivate a toccare EUR 19 mld. Misure sulle gratifiche di una tale drasticità non farebbero altro che minare ulteriormente il morale del personale, potenzialmente accelerando altre dimissioni. La difficile situazione di DB inizia a somigliare a un circolo vizioso, e più a lungo la situazione rimarrà irrisolta peggiore sarà il danno permanente per l'attività.

Sfortunatamente sta diventando chiaro che l'investment banking europeo e, in particolare, il comparto FICC (reddito fisso, valute e materie prime), stia attraversando una flessione strutturale. Riduzione dell'indebitamento, rallentamento della velocità del denaro e una transizione alla compensazione dei derivati pesano sui ricavi. Le banche d'investimento statunitensi hanno battuto sul tempo le banche europee guadagnando 7 pt. della quota di mercato riferita ai ricavi in 6 anni. La profondità e la concentrazione dei mercati dei capitali statunitensi rispetto all'Europa mettono le banche d'investimento statunitensi in una posizione molto più dominante, che consentirà loro di continuare a guadagnare quote di mercato.

La prospettiva ottimistica per DB prevede che essa aumenti il capitale, ristrutturati con successo la propria attività e registri un aumento dei ricavi nel contesto di una fase di espansione ciclica. Ai nostri occhi sembra un'impresa difficile. DB è certamente conveniente ma potrebbe anche essere una trappola di valore. Per il momento preferiamo scommettere su un'espansione ciclica nell'attività di negoziazione tramite le borse valori e altri titoli nell'infrastruttura di mercato come Flow Traders. Essi offrono un rialzo ciclico ma anche una crescita strutturale tramite l'esposizione alla compensazione dei derivati ed ETF. I titoli finanziari continuano a essere al centro di numerose difficoltà. In questo scenario difficile, continuiamo a cercare aziende di alta qualità da aggiungere al portafoglio. Questi sono buoni esempi di come implementiamo il nostro approccio di tipo contrarian nella pratica.

Le banche d'investimento statunitensi continuano a dominare i ricavi e guadagnano un'ulteriore quota di mercato.

Quota di mercato delle banche d'investimento - ricavi globali (%)



Fonte: Company reports, Berenberg research