

OPPORTUNITÀ D'INVESTIMENTO NEL SETTORE BANCARIO DOPO GLI STRESS TEST



**ANTONIO
RUGGERI**

European Credit Expert

“*Gli stress test hanno restituito risultati variegati, a seconda della banca sotto esame, e meno correlati alla nazionalità di quanto atteso: istituti italiani e spagnoli, come Intesa e Santander, hanno rivelato uno stato di salute molto migliore dei colossi tedeschi e britannici.*”

Il 29 luglio l'Autorità Bancaria Europea (ABE) ha infine pubblicato i risultati degli stress test 2016, che possiamo valutare positivamente e senza grandi sorprese.

Il sistema bancario europeo appare nell'insieme attrezzato a fronteggiare uno scenario macroeconomico avverso, con alcune eccezioni ben note come il Monte dei Paschi, la cui bocciatura era ampiamente anticipata, e alcuni segnali di pericolo che senza sorpresa richiamano l'attenzione su attori di primo piano come Deutsche Bank, Commerzbank, Barclays ed RBS.

Complessivamente, gli istituti di credito hanno conseguito risultati migliori rispetto all'esercizio 2014, registrando in media un coefficiente di solidità di capitale CET1 fully-loaded del 9,2% nello scenario avverso, a riprova del consolidamento dei bilanci bancari degli ultimi anni. I regolamenti hanno svolto in questo ambito un ruolo cruciale, costringendo a ricapitalizzare l'intero sistema finanziario e affermando il principio secondo il quale la stabilità viene anzitutto dal capitale proprio e poi da altri fattori. Ciò emerge con chiarezza osservando la transizione dai requisiti di Basilea II a quelli di Basilea III, che hanno imposto alle banche europee un aumento del capitale minimo dal 2% al 10% attraverso riserve aggiuntive e i requisiti del 2° pilastro.

La simulazione in sé partiva da logiche ancora più restrittive rispetto ai passati esercizi, sia nel rilevare gli scostamenti del PIL che valutando, oltre alle svalutazioni su crediti, le perdite legate a rischi di mercato e operativi.

L'universo bancario europeo evidenzia dunque una condizione generale sufficiente a fronteggiare turbolenze economiche gravi. Tuttavia, a giudicare dalla reazione di lunedì dei mercati azionari, gli investitori sembrano dubitare di questi risultati in termini di capacità di riflettere la reale condizione delle banche UE.

In ogni caso, anziché dubitare delle ipotesi sottese a queste prove, possiamo forse dedicarci a una lettura più approfondita dei dati per affrontare meglio la volatilità dei mercati e identificare più facilmente le opportunità d'investimento.

In primo luogo, gli stress test hanno restituito risultati variegati, a seconda della banca sotto esame, e meno correlati alla nazionalità di quanto atteso: istituti italiani e spagnoli, come Intesa e Santander, hanno rivelato uno stato di salute molto migliore dei colossi tedeschi e britannici. Pur non essendovi vincitori o vinti, i risultati possono offrire un supporto agli istituti meglio attrezzati e stemperare reazioni di mercato come quelle viste nei confronti del comparto bancario italiano e spagnolo in occasione del voto sulla Brexit.

In secondo luogo, differenze marcate in caso di scenario avverso sono riscontrabili non solo nei coefficienti CET1, bensì anche nelle perdite attese. Considerato che una piccola variazione del coefficiente CET1 implica un miglior profilo di rischio, le banche che detengono un capitale iniziale più basso ma presentano un mix di attivi migliore possono evitare di subire pesanti perdite e migliorare la loro condizione durante la valutazione della vigilanza.

Entrambe queste osservazioni lasciano intendere che la selezione dei titoli rivestirà in futuro un ruolo maggiore di quanto non è avvenuto sinora, anche nell'universo obbligazionario.

Infine, benché l'insieme del sistema bancario non sia ritenuto a rischio, la sua redditività pone qualche motivo di preoccupazione in più. Nello scenario avverso, entro la fine del 2018 si prevede un abbattimento a zero del rendimento del capitale netto, per effetto sia di possibili svalutazioni che dei tassi d'interesse bassi o negativi. In aggiunta, per alcuni attori di mercato si renderanno necessari nuovi capitali freschi con un conseguente effetto diluitivo. Di nuovo, benché la capacità di generare utili vari notevolmente e sia superiore per le banche con strutture di costi più agili e una miglior qualità degli attivi, al momento le azioni bancarie potrebbero non rappresentare la migliore scelta d'investimento.

Risalendo la struttura del capitale e investendo in strumenti subordinati si potrebbe viceversa beneficiare di un miglior rapporto fra rischio e rendimento. I risultati dimostrano che la maggior parte delle banche riuscirà a mantenere livelli adeguati di mezzi propri anche in uno scenario avverso, evitando quindi eventuali misure importanti a danno dei sottoscrittori di obbligazioni subordinate. A fronte di un rischio di bail-in tutto sommato abbastanza contenuto, riteniamo che il debito subordinato offra premi più generosi rispetto al debito senior, com'è avvenuto in passato.

Il livello di subordinazione varierà in base alla solidità di ciascuna banca e alla propensione al rischio degli investitori: gli investimenti AT1 (CoCo bond) saranno appetibili per coloro che hanno dimostrato una resilienza superiore nei test e conservano un livello elevato di riserve distribuibili, con rendimenti in molti casi superiori al 5%, e saranno indicate per investitori con un moderato appetito per il rischio, data la loro natura ibrida a metà fra le azioni e le obbligazioni.

Spendiamo infine due parole sull'emissione italiana di crediti deteriorati (NPL) che ha dominato il mese di luglio. Benché gli NPL rappresentino un problema diffuso, le prove dell'EBA hanno confermato che Monte dei Paschi è l'unica società realmente in difficoltà, mentre il resto del sistema è in possesso di un patrimonio sufficiente per affrontare il problema. Il deficit di capitale legato al programma di ristrutturazione degli NPL oscilla da 20 a 25 miliardi di euro, un volume ancora gestibile se si considera che un tale programma richiederebbe un tempo minimo di attuazione di 2-3 anni. Nonostante queste cifre, sono diversi i fattori che continueranno a incidere sulla performance dei titoli bancari italiani, inclusa la bassa redditività attesa, il bisogno di capitale aggiuntivo per alcuni attori come Unicredit e, infine, i rischi di esecuzione del piano recentemente annunciato per Monte dei Paschi.