

LE INTERVISTE DI CLASS/CNBC

Gioie e dolori del comparto bancario

In Europa (e ancor più in Italia) la situazione è problematica. Il calo degli utili è strutturale e i crediti deteriorati sono un fardello. Ma, se sul versante azionario è meglio essere prudenti, tra le obbligazioni ci sono buone opportunità

di Aldo Bolognini Cobiانchi

Il settore bancario ha messo in luce notevoli problematiche e i corsi azionari ne hanno fortemente risentito, soprattutto in Italia. Ma ci sono, però, delle buone occasioni, soprattutto tra le obbligazioni. A fare il punto sulla situazione **Francesco Castelli**, investment manager di Banor Capital e gestore del fondo Banor SICAV Euro Bond Absolute Return

Investire sulle banche, sia bond sia azioni, è un'opportunità o un rischio, visti anche i tassi negativi? Il disastroso inizio d'anno sulle azioni e sul debito emessi dalle banche è l'effetto di un diffuso malessere all'interno del settore finanziario. Le banche, ma anche le assicurazioni, fanno fatica a fare soldi in un mondo dove la crescita economica è fragile, i tassi sono bassi o negativi e le possibilità di investimento nel reddito fisso cominciano a scarseggiare. Se da un lato riteniamo che tali difficoltà siano solo transitorie negli Usa, per le banche Europee il dimagrimento degli utili è invece un problema strutturale: la stretta normativa degli ultimi anni ha sensibilmente incrementato i costi, mentre il rallentamento economico e i

tassi negativi hanno ridotto i ricavi. Le difficoltà sono particolarmente sentite in un paese come l'Italia, nel quale i crediti deteriorati (i cosiddetti non performing loans) incidono il doppio rispetto alla media europea. Il nostro paese sembra oggi avviato sulla strada di una crescita modesta ma positiva; tuttavia, la lunga stagnazione che ci ha colpito tra il 2007 e il 2014 ha lasciato il segno, azzoppando una fetta rilevante delle nostre banche.



Quanto potranno pesare le decisioni delle Banche centrali sul settore?

A nostro avviso, siamo entrati in una fase nella quale l'intervento delle Banche centrali fa ormai fatica ad aiutare le banche: i tassi negativi, non solo sui depositi ma anche su buona parte dei titoli di stato a breve termine, rendono la liquidità un costo per le banche (mentre in passato questa era fonte di reddito). Tuttavia, non ci aspettiamo ulteriori e significativi ribassi dei tassi: sia Bce sia Banca del Giappone punteranno verosimilmente su politiche monetarie alternative per evitare ulteriori danni al sistema bancario.

Importante sarà invece capire come si comporterà la Bce nel suo ruolo di vi-



Francesco Castelli, investment manager di Banor Capital e gestore del fondo Banor Sicav Euro Bond Absolute Return

gilanza, come supervisore del settore bancario: sembra infatti che in seno alla Bce stia prevalendo la linea dura, un'applicazione inflessibile delle norme bancarie promulgate dall'Ue. In Italia lo vediamo chiaramente con la pressione per la vendita accelerata dei non performing loans. Un'accelerazione che potrebbe anche penalizzare le banche, se la vendita si dovesse trasformare in svendita.

Meglio Europa o Usa?

Dal punto di vista azionario, ci sembra che i fondamentali delle banche americane siano più solidi: il clima regolamentare è più favorevole, i tassi sono bassi ma positivi, e tendenzialmente in

salita. I giganti bancari Usa hanno fatto uno sforzo enorme per risanare i propri bilanci e l'economia, aldilà di qualche fisiologica fase di rallentamento, è comunque molto più solida rispetto alla situazione in Europa.

In Europa su quale tipologia di istituti puntare?

Viste le maggiori incertezze, in Europa vale la pena andare sul sicuro: puntare su istituti solidi, che abbiano dimostrato di fare utili anche in situazioni difficili. Vanno invece trattate con cautela e lasciate alle cure degli investitori professionali le banche con bassa redditività, esposte al rischio di ricapitalizzazione: per quanto i prezzi possano sembrare bassi, sappiamo che l'aumento di capitale è un'eventualità che richiede quasi sempre uno sconto sul prezzo corrente, penalizzando gli investitori.

Il consolidamento in Italia, inoltre, non sarà necessariamente positivo per i prezzi di borsa: molte delle possibili fusioni saranno operazioni carta contro carta, in cui le banche acquisite ricevono un premio valutativo minimo.

E poi, come avvenuto nell'operazione Banco Popolare-Popolare di Milano, si corre il rischio che la Bce approvi con riserva, avanzando onerose richieste di ricapitalizzazione.

I bond bancari possono essere un'opportunità d'investimento da mettere in portafoglio?

Per quanto riguarda il settore obbligazionario, siamo più costruttivi: ci sono buone opportunità, più in Europa che in America: le banche europee in generale (e le banche italiane in particolare) offrono rendimenti e spread nettamente superiori, giustificati dal profilo di credito più debole. Se da un lato si possono comprendere i timori di mercato, a nostro avviso non sarà facile che si ripetano episodi come quelli visti a novembre dello scorso anno con la risoluzione di quattro istituti italiani (e relativo bail-in sui titoli subordinati).

Già molte critiche sono piovute sulla nuova normativa riguardante la risoluzione degli istituti bancari in difficoltà: uno strumento che risolve pochi problemi, creandone molti altri e riducendo la fiducia nel sistema finanziario.

A nostro avviso, le autorità preposte minimizzeranno in futuro il ricorso a questo strumento, rendendo il rischio di



credito possibile ma improbabile. Ecco allora che l'investimento in titoli obbligazionari rappresenta un'ottima opportunità, sempre a patto di costruire un portafoglio ben diversificato per paese e per emittente.

In generale, riteniamo che i titoli senior siano i più adatti alla platea degli investitori privati, mentre i titoli subordinati, più complessi, siano da lasciare alle cure degli investitori professionali.

Titoli ibridi, oggi sono più i rischi o i possibili vantaggi?

I titoli ibridi sono obbligazioni subordinate perpetue, caratterizzate dall'incertezza sul pagamento delle cedole (una caratteristica che, malgrado la natura obbligazionaria, le rende simili alle azioni, da cui il nome di «ibride»).

A nostro avviso, costituiscono un'ottima opportunità d'investimento, specialmente in Europa, dove offrono rendimenti spesso superiori del 2-3% ai dividendi delle azioni bancarie.

Sono però titoli caratterizzati da un'elevata complessità (motivo per cui ne è vietata o inibita la distribuzione ai clienti privati): l'investitore deve addentrarsi nello studio di variabili complesse (distance to trigger, capital buffers, coupon language, conversion mechanism) e prepararsi ad acquistare titoli per i quali il quantitativo minimo è fissato oltre i 100mila euro.

Come per il resto del mercato high yield, vale spesso la pena affidarsi a qualche fondo specializzato.

Che ricetta seguire per rilanciare le banche italiane?

Crediamo che il paese si stia muovendo lentamente ma nella direzione giusta: le banche stanno rispondendo all'invito del governo al consolidamento, pur con un certo ritardo. Anche nel momento in cui mancano capitali, il sistema riesce a mobilitarsi evitando il peggio. Il risanamento passerà, a nostro avviso, per due direttrici principali: pulizia di bilancio, con una drastica diminuzione dello stock di prestiti deteriorati, razionalizzazione della struttura di costi. Sul primo punto siamo ottimisti: oggi la platea di compratori è molto ampia, l'unico problema sono i prezzi, troppo bassi. Un aiuto viene dagli interventi legislativi portati avanti dal governo per comprimere i tempi necessari al recupero dei prestiti deteriorati (oggi i tempi di recupero sono pari in media a 7 anni, 3 o 4 volte peggio che nel resto d'Europa). Dobbiamo poi sperare che la Bce non metta eccessiva fretta ai venditori: la svendita a prezzi stracciati finirebbe solo per arricchire i compratori di non performing loans, causando ulteriori danni alle banche. La revisione dei costi passa, come ricordato dal ministro Padoan, per la riduzione delle filiali e il processo, a volte doloroso, di riduzione e riconversione del personale. L'Italia detiene il record europeo (che nessuno ci invidia) del numero di filiali per abitante: un apparato capillare che, nell'era di internet, costituisce un pesante fardello per il settore e un motivo di ritardo per la crescita di tutto il paese. ■