

# Purtroppo non c'è la Fed

Gli istituti di credito del Vecchio continente, che vivono in realtà economiche e politiche molto frammentate, non possono ricevere tutti gli aiuti che la Banca centrale Usa ha dato al sistema. E in molti casi non hanno asset tossici inferiori alle istituzioni dell'altra parte dell'oceano.

Nonostante tutto ciò, qualche buona notizia è arrivata e c'è chi spera che il peggio sia passato, almeno per gli sportelli più virtuosi

**A**nche i mercati azionari europei hanno vissuto una forte ripresa nel mese di marzo, seppure in maniera un po' meno intensa, rispetto alla controparte americana. L'Europa, però, presenta realtà molto variegata, sia a livello di modello economico sia di modello finanziario: l'esposizione alle follie finanziarie dello scorso decennio, per esempio, è stata spesso modesta. Inoltre il Vecchio continente soffre di un'atavica mancanza di coordinamento e di localismi politici e in diversi casi presenta situazioni debitorie pubbliche e private disastrose. Tutti elementi negativi che difficilmente risultano vantaggi in un passaggio delicato come quello attuale.

Basti pensare ai provvedimenti presi dalle autorità americane (e britanniche) nell'ultimo mese: è opinione

diffusa che difficilmente la Bce deciderà di portare i tassi di interesse a zero, iniziando una politica di quantitative easing, arrivando poi a monetizzare il debito pubblico degli stati dell'Eurozona. Quest'ultima attività, oltre a esserle proibita, causerebbe anche non pochi problemi politici fra i paesi membri della divisa unica.

Ciò nonostante, il clima è migliorato anche dalle nostre parti: in Europa, infatti, si è avuto un tentativo di ventata di ottimismo dopo una serie di risultati e dichiarazioni da parte degli istituti di credito improntati alla positività. Ad esempio, indicativo il fatto che Unicredit abbia battuto le aspettative degli analisti chiudendo il 2008 con 4 miliardi di profitti, elemento che gli permette di affrontare il 2009 e la possibile crisi dell'Est Europa con un



minimo di tranquillità in più. Anche in questo caso vi è stato un effetto volano su tutto il mercato: basti pensare che un indice ricco di istituti di credito quale l'S&P Mib è passato dal minimo di inizio marzo poco sopra 12.300 a circa 17 mila di inizio aprile.

#### L'AIUTO DELLA FED ALL'EUROPA

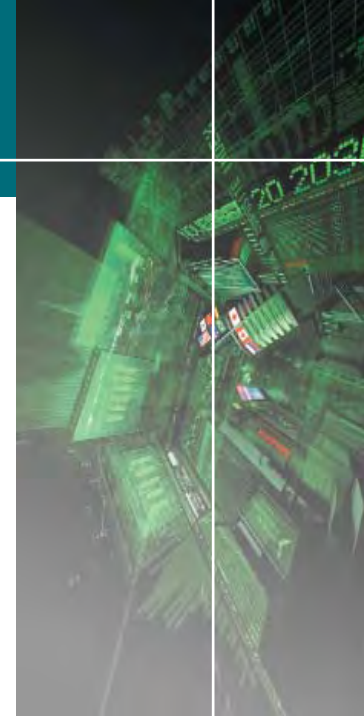
Qualche aiuto, inoltre, le manovre di Fed e tesoro statunitense potrebbero fornirlo anche alle banche europee, nella misura in cui queste sono esposte ad asset statunitensi, anche se in misura limitata. **Madeleine Hofmann**, analista del settore bancario di **Bank Julius Baer & co.** conferma: «Le politiche di aiuto statunitensi non hanno un impatto diretto sui bilanci delle banche europee continentali se non nella misura in cui detengono titoli a reddi-

to fisso americani e britannici il cui valore dovrebbe salire come risultato di minori tassi di interesse».

Comunque, come nel caso delle banche americane, anche in Europa alcune attività di investment banking più tradizionali sembrano avere vissuto un buon inizio di 2009, grazie anche all'intensa attività di rifinanziamento di molti debiti e obbligazioni corporate, i cui emittenti hanno approfittato del relativo periodo di tranquillità. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto però, un certo scetticismo sembra ancora prevalere, con la convinzione in pratica che l'aumento di queste attività sia dovuto a una calma contingente non necessariamente destinata a durare. Interessante a questo proposito il parere di **Giovanni Vietti**, responsabile equity di **Allianz global investors Italia Sgr**: «Non pensiamo che l'outlook fornito dalle banche sia necessariamente un segnale positivo. I primi due mesi del 2009 hanno visto una ripresa delle commissioni da investment banking e una performance in lieve recupero di alcuni portafogli di trading delle banche. Al contrario l'attività tradizionale delle banche commerciali soffre il ciclo economico negativo».

Un parere simile arriva anche da **Igor De Maack** e **Isaac Chebar**, gestori del team **European equities** di **Dnca finance** del gruppo **Banca Leonardo**: «Emissioni di corporate bond plain vanilla nell'ordine degli 80 miliardi di euro e di diritti per altri 40 hanno consentito alle divisioni di investment banking di riprendersi dalla situazione catastrofica del quarto trimestre del 2008, grazie all'alto livello di commissioni di underwriting generato. Ciò nonostante è ancora troppo presto per estendere la situazione di questi due mesi all'intero anno, dal momento che il cost of risk, oltre che i tassi di default aziendali, continuerà a crescere». **Hofmann** di **Julius Baer** ricorda invece come sia presto per ritenere che il peggio in termini di svalutazioni di attivi a bilancio sia passato: «L'ammontare delle svalutazioni e degli accantonamenti per perdite sui prestiti viene calcolato solo alla fine del trimestre».

**Daniele Bernardi**, amministratore delegato di **Diaman sim**, invece, lega l'avvio di una fase di minore pessimismo a una stabilizzazione dei mercati azionari mondiali: «Il vero segnale positivo potrà arrivare solo dal mercato dell'equity: se dovesse confermarsi il trend positivo delle ultime due setti-



**A SINISTRA:**  
L'ILLUMINAZIONE DELLA SEDE CENTRALE DELLA BCE A FRANCOFORTE. SOTTO: UNA RIUNIONE DEL CONSIGLIO DELLA BCE ALLA PRESENZA DEL PRESIDENTE DELLA COMMISSIONE EUROPEA BARROSO



mane, con un ritracciamento che non superi gli ultimi minimi di marzo, allora il clima potrà migliorare. È un problema di fiducia e questa influisce sul calcolo dei dati contabili».

#### PROBLEMI DI LUNGO PERIODO

Comunque, oltre alla ancora poco incoraggiante contingenza, c'è anche chi ricorda come vi siano problemi strutturali di lungo periodo per le banche europee: i necessari cambiamenti al proprio modello di business porteranno comunque, anche dopo la fine della crisi, a una minore profittabilità. Di questo elemento sembra convinto **Raimondo Marcialis**, direttore generale e responsabile investimenti di **Mc gestioni**: «Riteniamo che se da un lato l'ammontare delle svalutazioni e delle perdite sugli asset tossici fatte registrare dalla banche è destinato a diminuire nei prossimi trimestri, dall'altro lato non sarà questa diminuzione a farci guardare con ottimismo al futuro. Il problema vero è la non facile creazione di un nuovo modello di busi-

ness bancario più equilibrato e meno rischioso che riporti le banche a realizzare utili consistenti, anche se i Roe degli ultimi anni rimarranno un miraggio per molto tempo».

Sostanzialmente molto dell'ottimismo che si è affacciato di recente sembra dovuto più che altro al sollievo per avere per il momento evitato lo scenario più catastrofico. Lo conferma **Saverio Scelzo**, presidente e amministratore delegato di **Copernico sim**: «Fino a qualche settimana fa alcuni operatori prevedevano il fallimento di istituti quali Citigroup o Unicredit: il pericolo era ed è concreto, anche se estremamente remoto. Il fatto che alcuni di questi istituti siano riusciti a raggiungere un utile nei primi due mesi (soprattutto con una situazione di mercati molto difficile) ha fatto comprendere che non ci troviamo di fronte a una sorta di armageddon finanziario. La situazione è certamente difficile, ma non segnerà la fine del sistema finanziario».

#### NON ABBONDA L'OTTIMISMO

Ma gli istituti del Vecchio continente non possono contare per ripulire i loro bilanci sugli aiuti che finora le autorità americane hanno dimostrato di volere fornire, ad esclusione ovviamente della Gran Bretagna. Per di più questa situazione è accompagnata da un uso della leva che in passato è stato in certi casi maggiore di quello statunitense e da alcuni problemi di crisi locali, quali ad esempio la dura recessione di alcune nazioni dell'Est Europa. La risoluzione di queste difficoltà è fondamentale per evitare l'aggravarsi di un credit crunch. Il momento è mirabilmente sintetizzato da **Bernardi di Diaman sim**: «Nell'ultimo anno le banche non si sono prestate i soldi neppure tra loro, facendo arricchire le banche centrali; la situazione cambierà quando tornerà un po' di ottimismo e di visibi-

lità sugli utili aziendali che tranquillizzino le banche sulle probabilità di ritorno dei prestiti erogati».

In generale non abbonda l'ottimismo circa la possibilità che le banche europee siano vicine a rientrare in una situazione di leverage accettabile e a riprendere in misura discreta il flusso di credito verso il sistema. Interessante su questo punto il commento di **Paul Vrouwes**, head of global financials di **Ing investment management Europe**: «Il deleveraging coinvolgerà il sistema per anni. Il livello di miglioramento ottenuto finora varia da banca a banca: complessivamente però il processo è appena iniziato». Anche **Vietti di Allianz global investors** insiste sulla durata pluriennale del processo di deleveraging: «Molte banche europee si sono presentate all'inizio della recessione con leve troppo elevate. Gli effetti negativi del ciclo economico e la crisi dei mercati finanziari rendono molto più difficile il processo di riduzione della leva, che potrebbe richiedere alcuni anni».

A questi giudizi si aggiunge il quadro delineato da **Philippe Lecoq**, head of the Europe large cap team di **Edmond de Rothschild asset management** e fund manager di **Europe rendement**, secondo cui «i programmi di investimento delle aziende stanno rallentando e i consumatori stanno aspettando un ulteriore calo delle quotazioni immobiliari prima di comprare casa: queste sono le ragioni per cui, anche se le banche fossero interessate ad aumentare la dimensione del proprio portafoglio prestiti, si troverebbero comunque ad affrontare una domanda depressa da parte dei propri clienti. Attualmente non c'è ragione di ritenere che la situazione stia per cambiare. Il quadro economico è ancora depresso e sfavorevole a una crescita della domanda di credito».

A DESTRA: LA SEDE DI  
MONACO DELLA HVB,  
CONTROLLATA  
DALL'ITALIANA  
UNICREDIT.  
SOTTO: IL QUARTIER  
GENERALE DELLA HSBC  
A LONDRA





La riluttanza a indebitarsi da parte di consumatori e aziende, spaventati entrambi dalla difficile situazione economica, viene sottolineata anche da Miguel Corte-Real, product director european equities di Fidelity international: «In una recessione, le difficoltà sono dovute al fatto che sia i consumatori sia le aziende tendono a risparmiare di più e sono meno inclini a prendere a prestito per finanziare la propria spesa e i programmi di investimento. Dall'altra parte le banche, con le stesse preoccupazioni pendenti sulla testa, sono anch'esse meno inclini a prestare, sebbene nell'attuale scenario economico alcuni istituti stiano rice-

vendo pressioni per raggiungere determinati livelli di prestiti».

#### CI SONO ANCHE GLI OTTIMISTI

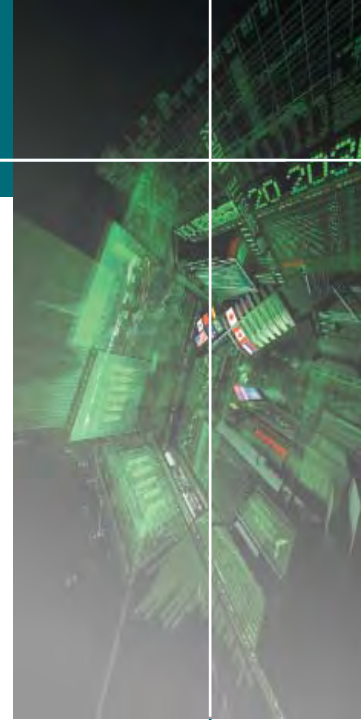
Non manca comunque chi manifesta un certo ottimismo, dovuto al fatto che comunque le banche europee sono in condizioni non così terribili, almeno se paragonate alle controparti d'oltre oceano, e a un processo di crescita del credito che tutto sommato non si è ancora interrotto. Molto significativa l'analisi di Ralf Wiedenmann, head economic of research di Vontobel asset management: «In termini di livelli di leva, è vero che molte banche europee hanno di più rispetto a quelle sta-

tunitensi. Quando si considera questo elemento, però, è importante distinguere la qualità degli asset presenti nei bilanci delle banche. In generale gli istituti di credito europei presentano una maggiore qualità dei propri attivi. Inoltre vi sono differenze contabili che vanno tenute in considerazione: i derivati sono iscritti nello stato patrimoniale "al lordo" sotto le regole lfrs usate in Europa, mentre appaiono al "netto" sotto quelle Gaap usate in America. Ciò porta a bilanci di minore dimensione negli Usa».

Sempre da Wiedenmann arrivano tutto sommato parole di ottimismo anche circa l'evolversi del credit crunch: «Nell'Eurozona la crescita annuale dei prestiti registrata a gennaio è stata del 6,2%. È vero che l'espansione creditizia è in forte calo rispetto al +13,2% avutosi nel gennaio del 2007, però un incremento del 6% non è affatto un cattivo risultato».

Da questo punto di vista alcuni non mancano di sottolineare come segnali incoraggianti stiano arrivando dalla diminuzione delle enormi riserve mantenute dalle banche dell'Eurozona presso la Bce. Ad esempio Scelzo di Copernico ricorda che «la liquidità trattenuta dagli istituti di credito generalmente veniva depositata nei conti detenuti presso la banca centrale, ma negli ultimi mesi stiamo assistendo a una graduale ma costante riduzione degli importi depositati in questi conti; mi sembra un buon segnale».

Anche in questo caso viene da chiedersi quale valore vi sia nelle banche europee e se il mercato sia in gra-



## Gli Etf sul settore finanziario quotati alla Borsa italiana

Fonte: [www.fondionline.it](http://www.fondionline.it)

Società	Descrizione	Valuta	Ul.Quota	Perf. YTD	Perf. 1 Anno
Db X-Trackers	Db X-Trackers Dj Stoxx 600 Banks Short Etf	Eur	64,566	5,7035	94,8815
Lyxor International Asset Management	Lyxor Etf Dj Stoxx 600 Banks	Eur	13,178	-10,7402	-60,1552
Barclays Global Investors (Deutschland) Ag	Ishares Dj Stoxx 600 Banks Swap	Eur	21,220	-20,6135	-64,5447
Db X-Trackers	Db-X-Trackers Dj Stoxx 600 Banks Etf	Eur	21,223	-20,6339	-64,5449

do di coglierlo. Per quanto riguarda il primo quesito si può affermare che di fatto l'opportunità o meno di investire nel comparto sia dovuta alla visione che si ha dell'attuale ciclo economico. Ad esempio per Corte-Real di Fidelity, «l'opinione circa la maniera in cui si evolverà l'attuale quadro macroeconomico determina il giudizio sul valore del settore bancario europeo. Questo fatto perché si tratta di un comparto di natura ciclico, che tende a performare meglio una volta che le economie mostrano segni di miglioramento. Dunque gli investitori ribassisti non avranno opportunità nel settore bancario, mentre coloro che ritengono che alcuni indicatori chiave stiano mostrando segni di stabilizzazione troveranno alcune occasioni opportunamente selezionate». Lecoq di Edmond de Rothschild asset management ritiene però che vi siano settori ciclici più interessanti rispetto ai servizi finanziari a causa dei profondi cambiamenti strutturali a cui il comparto andrà incontro: «Le banche europee sembrano convenienti come non lo sono mai state. Ciò nonostante bisogna ricordarsi che il loro modello di business è cambiato: in passato si sono avuti RoE del 20%, con un mix di attività bancarie retail a bassa profittabilità e investment banking ad alto margine. In futuro le autorità di vigilanza richiederanno maggiore capitale proprio per le attività di investment banking, abbassando dunque meccanicamente il RoE. Inoltre le banche stanno diminuendo all'interno del loro fatturato il peso dell'investment banking stesso. In futuro è ragionevole quindi attendersi livelli di RoE molto più bassi che in passato, con un conseguente livello di valutazione minore da parte del mercato. Ci sono troppe opportunità in altri settori classicamente ciclici per prestare più di tanta attenzione alle azioni del settore bancario».

A DESTRA: LA SEDE  
DEL BANCO SANTANDER



#### IL MERCATO DISTINGUERÀ

In generale, comunque, come sempre avviene in questi casi, è d'obbligo muoversi valutando caso per caso: da questo punto di vista l'opinione diffusa è che comunque il mercato nel suo complesso sia pronto a distinguere fra istituti relativamente sani e cause perse. Ad esempio per Marcialis di Mcgestioni, «senz'altro alcune banche sono meno rischiose di altre e sono state ingiustamente punite durante la recente discesa di mercato. Il mercato, nel medio termine, è sempre in grado di distinguere tra migliori e peggiori istituti finanziari».

Un parere simile arriva anche da Vrouwes di Ing investment management: «Vi è senz'altro del valore nell'azionario delle banche europee. Il settore sta affrontando sfide inaudite, dall'altra parte però le valutazioni sono molto basse. Il mercato chiaramente sta già differenziando fra un istituto e l'altro, basandosi sulla forza dei rispettivi bilanci, le interferenze statali e gli effetti attesi del ciclo creditizio».

Igor De Maack e Isaac Chebar di Dnca finance offrono invece un esempio di quella che potrebbe essere una realtà bancaria che il mercato potrebbe apprezzare: «Del valore sta emergendo nel settore dal momento che scambia in media al 60% del book value, però che cosa vuol dire al giorno d'oggi book value? Da parte degli investitori ci vorrà pazienza, dal momento che le banche solo adesso stanno cominciando ad affrontare il vero calo dell'economia. Il mercato inevitabilmente finirà per distinguere le varie istituzioni a seconda del loro profilo di rischio, della solidità dei propri asset e dei propri vantaggi competitivi. Il salvataggio di Fortis da parte di Bnp Paribas si è rivelato un buon esempio. Il deal rafforzerà la base di depositi di Bnp e allargherà il perimetro di attività della banca in settori retail maturi/conservativi». È interessante però notare come venga posto l'accento sul lungo periodo. Per adesso tutto può succedere. ■