
Le banche europee offrono un valore migliore rispetto a molti altri settori

Reddito fisso | Giugno 2024



Rosalie Pinkney
Analista di ricerca sul credito



Paul Smillie
Analista del credito senior

La solida redditività determinata dal livello ottimale dei tassi, che dovrebbe favorire utili soddisfacenti e una maggiore crescita degli impieghi, unita a un atterraggio morbido dell'economia, ci consente di rimanere sostanzialmente stabili sul settore negli anni a venire

Noi di Columbia Threadneedle Investments riteniamo che l'intensità della ricerca sia fondamentale per prendere decisioni d'investimento informate. Il nostro team di analisti e ricercatori associati elabora ricerche originali e indipendenti che condividiamo e discutiamo con i gestori di portafoglio e i team d'investimento. In questo articolo ci concentriamo sul settore bancario europeo, ne analizziamo più dettagliatamente i vari elementi e spieghiamo come a nostro avviso dovrebbe evolversi nei prossimi due anni.

Redditività

Negli ultimi due anni la redditività delle banche è aumentata notevolmente. A livello aggregato, in Europa la redditività del capitale proprio (una misura della redditività delle banche) si trova attualmente sui massimi degli ultimi 15 anni¹ e ci aspettiamo che si stabilizzi intorno a questo livello nei prossimi due anni. Tale miglioramento è ascrivibile all'aumento dei tassi d'interesse che ha sostenuto gli spread sui prestiti nuovi e (in molti casi) su quelli esistenti, ai rendimenti più elevati sui reinvestimenti dei portafogli obbligazionari e ai costi dei depositi relativamente bassi. Il reddito netto da interessi (NII) è cresciuto in media di circa il 50%, mentre i costi dei depositi sono stati decisamente meno sensibili all'aumento dei tassi. Nel 2024 il contesto di tassi più alti più a lungo sostiene i margini d'interesse netti nel Regno Unito, in Scandinavia e nell'Europa meridionale. Tuttavia, i tassi dovrebbero iniziare a diminuire e riteniamo che si normalizzeranno

¹ Tutti i dati si riferiscono alle analisi di Columbia Threadneedle Investments su relazioni societarie, a maggio 2024, salvo diversa indicazione

intorno al 2%-3%, un livello ottimale che permetterà alle banche di coprire abbondantemente il proprio costo del capitale e imprimerà slancio alla crescita dei prestiti.

In Francia, ci aspettiamo che le banche nazionali evidenzino un miglioramento del reddito netto da interessi nel 2025, dopo essere state duramente penalizzate dall'aumento dei tassi negli ultimi due anni. Ciò è dovuto alla percentuale significativa di depositi legati all'inflazione, agli ampi portafogli di mutui a tasso fisso a lungo termine e alle leggi antiusura che frenano l'aumento dei tassi sui nuovi prestiti. Anche le banche olandesi hanno risentito del loro ingente mercato dei mutui a tasso fisso.

Tassi più bassi dovrebbero contribuire a stimolare l'erogazione di prestiti in tutta Europa a tassi probabilmente migliori di quelli presenti nei bilanci. La redditività potrebbe beneficiare anche del miglioramento di altre voci del conto economico, come la ripresa dei ricavi da commissioni e provvigioni in seguito al calo dei tassi, nonché di una maggiore attenzione ai costi. Ci aspettiamo inoltre un miglioramento delle performance delle banche in fase di ristrutturazione in Germania e in Svizzera.

Qualità degli attivi

Non prevediamo un deterioramento significativo della qualità degli attivi. Anche se ci sono potenziali sacche di pressione, queste non sono abbastanza rilevanti da cambiare la nostra opinione generale. Il costo del rischio dovrebbe salire su livelli normalizzati, in linea con le nostre aspettative per i tassi di insolvenza high yield su un periodo di 24 mesi (i prestiti high yield rappresentano circa un quinto del portafoglio prestiti). Inoltre, le banche hanno in bilancio quasi un anno di accantonamenti per perdite su crediti, accumulati durante la pandemia, che possono utilizzare per compensare l'eventuale deterioramento della qualità degli attivi prima di dover aumentare gli accantonamenti. I prestiti in sofferenza potrebbero evidenziare un modesto incremento laddove la pressione dell'aumento dei tassi è più evidente, ma il miglioramento delle condizioni di sottoscrizione in seguito alla crisi finanziaria globale, qualche garanzia governativa residua sui prestiti alle PMI a più alto rischio legata alla pandemia in alcune giurisdizioni e un contesto economico più roseo di quanto paventato limitano il deterioramento. Le famiglie appaiono ancora solide e in gran parte dei mercati i mutui ipotecari residenziali non ci preoccupano più di tanto. Nonostante la presenza di alcune potenziali sacche di pressione tra i prestiti non garantiti, si tratta di una porzione relativamente limitata del portafoglio prestiti.

Esposizione agli immobili commerciali (CRE)

Il rischio in questo segmento resta significativo, ma in Europa l'esposizione delle banche è inferiore che negli Stati Uniti e riguarda perlopiù immobili commerciali europei. L'area di maggiore preoccupazione è rappresentata dalle piccole banche tedesche incentrate sui CRE. Per quanto riguarda gli istituti scandinavi, l'esposizione è elevata ma si concentra su crediti più sicuri e su porzioni della struttura del capitale che finora non hanno dato segni di deterioramento.

Paesi europei periferici

Si tratta di un'area ben posizionata visti i lunghi anni di riduzione dei livelli di indebitamento e il rafforzamento della cultura del rischio. Inoltre, si è registrata una crescita economica superiore alla media, sostenuta dai programmi di ripresa dell'UE e dagli strumenti fiscali collaudati dei governi, che possono essere impiegati rapidamente in caso di crisi, come accaduto durante la pandemia di Covid-19. Seppur ancora elevati, i livelli di indebitamento stanno gradualmente diminuendo.

Capitale

I livelli di capitalizzazione rimangono sui massimi pluridecennali, mentre i payout ratio sono elevati, intorno al 70% (ben al di sopra della media di lungo periodo), e potrebbero aumentare fino a raggiungere un livello paragonabile a quello delle grandi banche statunitensi. Questi livelli, abbinati a una forte redditività, forniscono alle banche buffer di rischio significativi per assorbire eventuali perdite impreviste. Prevediamo che i livelli patrimoniali delle banche rimarranno elevati o addirittura miglioreranno, con buffer ampi e superiori ai requisiti normativi, e che copriranno la modesta crescita dei prestiti prevista. Tutto ciò trova riscontro nella marcata sovraperformance registrata dalle banche nei mercati azionari nell'ultimo anno.

Offerta

L'offerta dovrebbe essere più equilibrata, in quanto le banche hanno ormai ampiamente sostituito i finanziamenti a basso costo della banca centrale provenienti dalle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) con obbligazioni garantite, depositi e alcune obbligazioni senior preferred, oltre a rispettare le nuove norme patrimoniali sulla capacità di assorbimento delle perdite tramite debito senior.

Valutazioni

Gli spread si sono ristretti in tutto l'indice delle obbligazioni societarie, anche se nel settore bancario la contrazione non è stata così pronunciata come in altri settori che offrono un valore relativo modesto. Le valutazioni delle obbligazioni Additional Tier 1 (AT1) o degli strumenti contingent convertible (CoCo bond) appaiono relativamente elevate rispetto all'indice high yield, ma ravvisiamo ancora un certo valore nei titoli Tier 2 e nel debito bancario senior.

Fusioni e acquisizioni (M&A)

Di recente abbiamo assistito a un ritrovato interesse per le attività di fusione e acquisizione (M&A), a fronte di una maggiore facilità di copertura dei costi del capitale per le banche, oltre a prospettive economiche più certe e a una maggiore chiarezza sulla qualità degli attivi. I dirigenti aziendali prevedono ormai uno scenario di tassi più bassi e cercano di proteggere i conti economici rivedendo le leve di costo e creando maggiori economie di scala. In Europa, le operazioni di M&A transfrontaliere rimangono una sfida vista l'incompletezza del processo di Unione bancaria, dimostrata dalla mancanza di un fondo comune di garanzia dei depositi e della fungibilità di capitale e finanziamenti. Le ultime operazioni si concentrano sui mercati M&A interni, dove le sinergie di costo sono maggiori: nel Regno Unito, con Coventry Building Society che ha acquisito Coop Bank² e Nationwide che sta acquisendo Virgin Money (in attesa dell'approvazione delle autorità di regolamentazione)³, e in Spagna tra BBVA e Banco Sabadell (benché l'operazione debba ancora essere approvata dagli azionisti e dalle autorità di regolamentazione).⁴

I principi contabili rappresentano un fattore di ostacolo per le attività di M&A. Secondo l'International Financial Reporting Standard (IFRS) 9, le banche devono valutare il bilancio al valore di mercato ("mark to market"). In alcune giurisdizioni, come quelle dell'Europa meridionale, i portafogli obbligazionari a duration relativamente bassa, l'alta percentuale di prestiti a tasso variabile e l'orizzonte di breve termine dei portafogli di prestiti societari, unitamente alla prospettiva di tassi d'interesse più bassi, semplificano la matematica delle operazioni di fusione e acquisizione. Ciò è in contrasto con il nord dell'Europa, dove i portafogli

² The Co-operative Bank, The Co-operative Bank e Coventry Building Society, 24 maggio 2024

³ Nationwide, An update on Nationwide's offer to buy Virgin Money, 24 maggio 2024

⁴ FT.com, BBVA launches hostile bid for Sabadell, 9 maggio 2024

prestiti hanno scadenze più lunghe. L'offerta presentata da BBVA per acquisire la connazionale e omologa di minori dimensioni Banco Sabadell ne è un buon esempio, anche se è troppo presto per dire se l'operazione andrà a buon fine. L'attenzione tornerà senza dubbio sul mercato italiano, dove le speculazioni sull'attività di M&A sono sempre dietro l'angolo e uno o più di questi istituti potrebbero essere oggetto di operazioni: Banco BPM, Monte dei Paschi di Siena e/o BPER, con Unicredit o addirittura Credit Agricole potenzialmente interessati a fare un'offerta.

Conclusioni

Nel complesso, prevediamo che le prospettive fondamentali per il settore bancario europeo nei prossimi due anni rimarranno sostanzialmente stabili. L'atterraggio morbido dell'economia, le incoraggianti previsioni sulla redditività delle banche nonostante l'aspettativa di tassi più bassi e la ripresa della crescita dei prestiti corroborano questo scenario. In termini di bilanci, il capitale dovrebbe rimanere solido e, sebbene gli indicatori di qualità degli attivi potrebbero peggiorare, riteniamo che si tratti più che altro di una normalizzazione. L'offerta sarà probabilmente più bilanciata e, benché le valutazioni rimangano elevate, in considerazione del livello raggiunto dagli spread riteniamo che le banche continuino a offrire un valore leggermente migliore rispetto ad altri settori.

**Avvertenze**

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Per scopi di marketing.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio. Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. Gli investimenti internazionali comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi. Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia. Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A., registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.