
Regolamentazione bancaria europea: cambiamenti in arrivo

AUTORE

Joshua Anderson
Managing Director
Gestore

Il settore bancario europeo sta attraversando una fase di transizione da un sistema implicitamente garantito dal sodalizio tra banche e governi a un modello del tipo utility in cui è il settore privato a sostenere la maggior parte delle perdite potenziali. Questo ha creato incertezza riguardo a iniziative di regolamentazione, come l'attuazione della direttiva dell'Unione Europea in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (BRRD - Bank Recovery and Resolution Directive) e gli aumenti del capitale netto di esercizio. Di conseguenza, si è acuita la volatilità sui mercati dei capitali, colpendo in modo particolare le azioni delle banche europee. Soprattutto, il vuoto creato da questa fase di transizione sta interessando segmenti di rilievo nel mercato del credito. A nostro avviso, ne conseguono due importanti implicazioni per gli investimenti:

- In primo luogo, le banche continueranno a ridurre le proprie operazioni su alcuni mercati del credito, a scapito soprattutto dei mutuatari non-prime nelle giurisdizioni più deboli. Questa circostanza rappresenta, a nostro parere, una delle migliori opportunità d'investimento a lungo termine in Europa per i detentori di capitali privati in grado e disposti a supplire al fabbisogno di finanziamento.
- In secondo luogo, per arginare l'incertezza e incoraggiare gli investitori privati con la prospettiva di rendimenti ragionevoli, le autorità dovranno prima o poi promuovere un regime normativo più collaborativo, semplificato e favorevole agli investitori. Un simile cambiamento favorirebbe probabilmente in modo particolare gli investimenti in determinate azioni bancarie ad alto beta.

COSTI EVIDENTI, VANTAGGI NASCOSTI

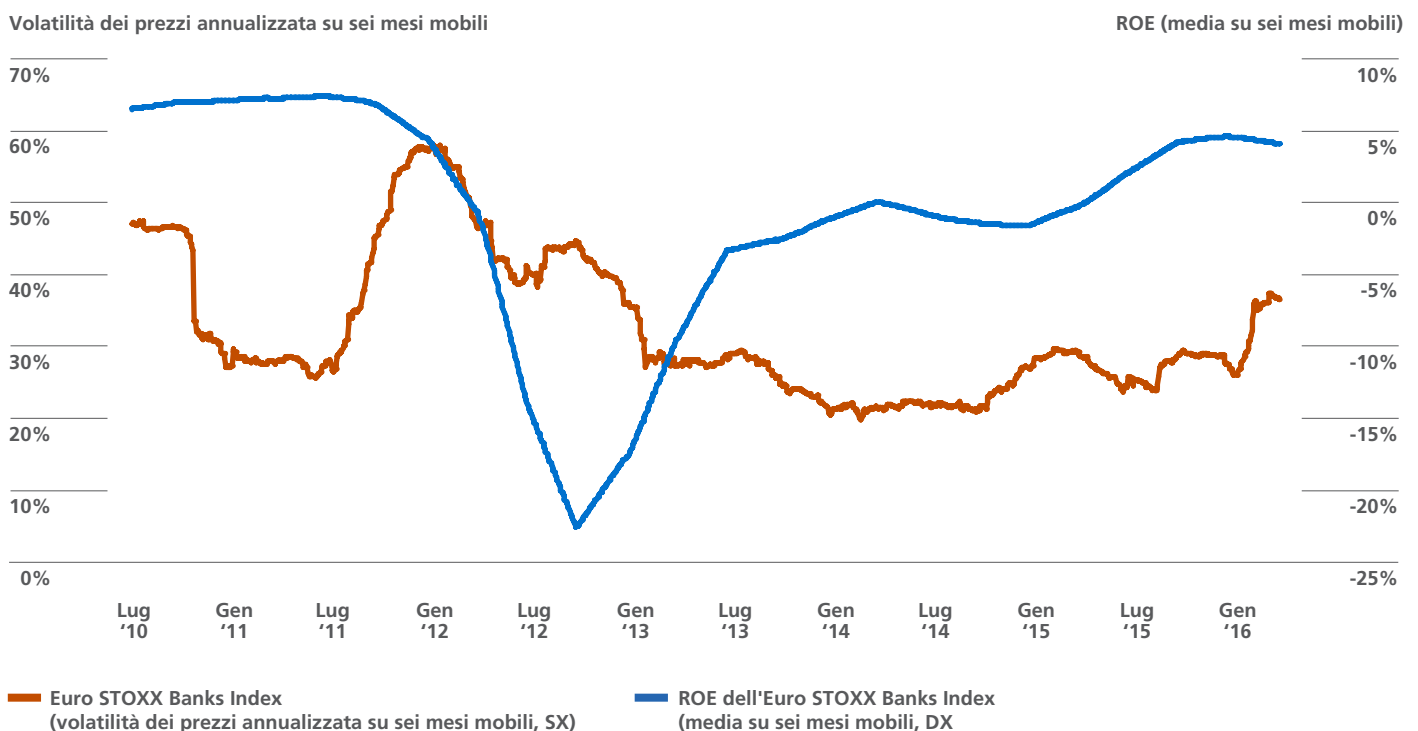
Le norme introdotte all'indomani della crisi finanziaria globale hanno indotto le banche a privilegiare nettamente i crediti prime e super-prime. In tal modo, gli istituti bancari hanno potuto ridurre i costi operativi, il numero dei prestiti deteriorati e l'ammontare di capitale che devono detenere, riuscendo in alcuni casi a riportare il ROE su livelli a doppia cifra.

Un aspetto importante è che le nuove norme hanno altresì contribuito a scindere il legame tra la solvibilità delle banche e quella degli Stati sovrani. L'obiettivo è creare un sistema bancario più sicuro e adeguatamente capitalizzato, in cui il settore privato sostiene la grande maggioranza delle perdite se e quando un istituto fallisce, senza gravare sulla società, ovvero sui contribuenti. A nostro avviso, questo obiettivo di lungo termine è condivisibile.

Tuttavia, è importante anche ricordare perché storicamente si è venuto a creare questo legame. Il sodalizio tra Stati sovrani e sistemi bancari si configura di fatto come un sussidio elargito alla comunità finanziaria con un duplice obiettivo: a) ridurre la volatilità complessiva dei mercati e b) aumentare la disponibilità del credito, soprattutto per individui e imprese con redditi medio-bassi.

I benefici sociali del sodalizio banche-Stati vengono raramente ricordati perché si manifestano nel tempo, mentre il costo da pagare si materializza tutto in una volta, ovvero quando si tratta di coprire le perdite in caso di eventi estremi, spesso in periodi di forti tensioni economiche, diventando così politicamente controverso. Inoltre, l'esistenza di questo sussidio consente a un ristretto gruppo di individui ed entità di realizzare guadagni sproporzionati, suscitando la pubblica costernazione. Di conseguenza, si ha la percezione che i guadagni siano di pochi, mentre le perdite ricadono sulla società. Ciononostante, esistono anche vantaggi di ordine generale, nello specifico

Figura 1: Rendimenti sufficienti a compensare volatilità e rischio?



Fonte: PIMCO, Bloomberg. Dati al primo aprile 2016.

l'accesso al credito, che viene distribuito più diffusamente a un costo più basso poiché il meccanismo di trasmissione è semplificato. Malgrado le accese polemiche politiche che si scatenano nelle rare occasioni in cui i contribuenti sono chiamati a sostenere l'onere del sussidio, il costo di lungo termine è in genere piuttosto gestibile poiché di norma le banche destinatarie restituiscono nel tempo buona parte, se non la totalità, dell'esborso pubblico attraverso gli utili.

Idealmente, le autorità mirano a trovare il giusto equilibrio tra capitale, regolamentazione, assunzione di rischi e rendimenti per gli investitori. Ma non è facile. Se la sua attuazione avrà successo, il nuovo regime regolamentare europeo ridurrà la volatilità (e da ultimo la probabilità di ulteriori sussidi a carico dei contribuenti). Questo risultato, tuttavia, impone alcuni compromessi, che raramente vengono discussi. Gli investitori azionari e obbligazionari richiederanno probabilmente premi al rischio maggiori e/o diventeranno più avversi al rischio (cfr. Figura 1). Gli investitori potrebbero persino richiedere un premio al rischio aggiuntivo per le banche di minori dimensioni, soprattutto per quelle in giurisdizioni più deboli, a causa della loro posizione non competitiva. Ciò provocherebbe un'ulteriore contrazione del credito disponibile per i mutuatari non-prime, poiché le banche sceglierebbero di privilegiare i prenditori di prim'ordine e le società con modelli basati su tariffe, in quanto più redditizi.

Un altro motivo che induce a richiedere premi al rischio più elevati è legato al fatto che, in assenza di sostegno pubblico, alcune banche più deboli potrebbero fallire nelle fasi di turbolenza dei mercati o di ristagno dell'attività economica. Se gli investitori – che sono oggi responsabili di gran parte delle perdite del settore bancario, ma con una scarsa rappresentanza legale in caso di fallimento – ritenessero che il loro capitale sia a rischio, reagirebbero presumibilmente riallocando il proprio capitale in maniera disordinata. Ciò potrebbe comportare il ritorno al sodalizio tra banche e Stati sovrani e accentuare il rischio per l'economia oltre che per i paesi coinvolti. Nel bene e nel male, ciò riconferma uno dei motivi principali per cui è nato il sodalizio banche-Stati: sostenere tanto gli istituti bancari quanto l'economia nel suo complesso nelle fasi di difficoltà.

IL SODALIZIO CONTINUA

Il modo migliore per gestire tali rischi senza ricorrere a sussidi pubblici è accertarsi che le banche erogino prestiti relativamente sicuri e siano sovracapitalizzate. In questo senso, si dice spesso che le banche dovrebbero somigliare maggiormente alle utility. Gli investitori obbligazionari ne trarrebbero sicuramente vantaggio, ma quelli azionari continuerebbero a ricercare un ROE maggiore di quanto suggerito da un modello di utility bancaria fino al dissiparsi dell'incertezza, soprattutto per quanto riguarda il quadro normativo.

Cosa significa tutto questo? Nel breve termine, ci aspettiamo che il capitale privato, soprattutto nelle giurisdizioni sovrane più deboli, accresca il proprio ruolo come fonte di finanziamento per i mutuatari non-prime più rischiosi, accettando la volatilità del mercato e del credito in cambio della prospettiva di premi maggiori. Di conseguenza, riteniamo che la comunità non bancaria possa intervenire in numerose aree erogando prestiti con interessanti rendimenti corretti per il rischio, ad esempio fornendo credito a singoli individui per l'acquisto di case o automobili oppure finanziando gli scambi commerciali tra piccole e medie imprese. Hedge fund e fondi di private equity, venture capitalist e family office si sono già mossi in tal senso, acquistando istituti di credito tradizionali e redditizi di questo genere.

Da qualche tempo si riscontrano segnali di un'evoluzione della normativa bancaria europea verso un quadro più favorevole agli investitori. Ad esempio, l'intervento deciso il 10 marzo dalla Banca centrale europea, che ha tagliato i tassi e incluso le obbligazioni societarie nel proprio programma di acquisti, dovrebbe ridurre i rischi per le banche.

Non è nostra intenzione propugnare il ritorno al sodalizio banche-Stati che esisteva prima della crisi finanziaria; ci limitiamo semplicemente a sottolineare che c'era una base razionale per la sua esistenza. È importante precisare che, senza un cambiamento del quadro normativo, gli investitori dovrebbero aspettarsi a) un aumento dei premi al rischio, che limiterebbe la capacità di alcune banche di concedere prestiti, e/o b) il ritiro di capitali privati dalle banche, soprattutto nei paesi periferici. Nessuna delle due condizioni è sostenibile, per cui un cambiamento normativo sembra ormai nell'ordine delle cose. Gli investitori farebbero bene a monitorare con attenzione questi sviluppi.

Il presente documento riporta le opinioni dell'autore ma non necessariamente quelle di PIMCO, che possono essere soggette a variazioni senza preavviso. Questo materiale viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato alla stregua di una consulenza d'investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito.

PIMCO fornisce servizi solo a istituzioni e investitori qualificati. Questa non è un'offerta rivolta a persone in qualsiasi giurisdizione in cui essa sia illegale o vietata. | **PIMCO Europe Ltd** (Società n. 2604517), PIMCO Europe, Ltd Amsterdam Branch (Società n. 24319743) e PIMCO Europe Ltd - Italy (Società n. 07533910969) sono autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS) nel Regno Unito. Le filiali di Amsterdam e italiana sono inoltre regolamentate rispettivamente dall'AFM e dalla CONSOB ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano. | Nessuna parte della presente pubblicazione può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio depositato di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2016, PIMCO.

Leggere il prospetto prima dell'adesione.

Londra

PIMCO Europe Ltd
11 Baker Street
Londra W1U 3AH, Inghilterra
+44 20 3640 1000

Amsterdam

PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch
Schiphol Boulevard 315, Tower A6
1118 BJ Luchthaven Schiphol, Paesi Bassi
+31 20 655 4710

Milano

PIMCO Europe Ltd - Italy
Corso Matteotti 8
20121 Milano, Italia
+39 02 9475 5400

Monaco di Baviera

PIMCO Deutschland GmbH
Seidlstraße 24-24a
80335 Monaco, Germania
+49 89 26209 6000

Zurigo

PIMCO (Schweiz) GmbH
Brandschenkestrasse 41
8002 Zurigo, Svizzera
+41 44 512 4910

Hong Kong

Newport Beach Sede centrale

New York

Rio de Janeiro

Singapore

Sydney

Tokyo

Toronto

italy.pimco.com