

CONTRARIAN

SUI TITOLI BANCARI LA BORSA SOPRAVALUTA IL RISCHIO VERSO MOSCA

► L'esposizione complessiva delle banche di tutto il mondo verso la Russia è bassa, pari a 121 miliardi di dollari, di cui circa 80 miliardi di dollari per le banche europee, irrilevante nel contesto di circa 50 mila miliardi di euro di asset per il settore bancario europeo. Tutto ciò è drasticamente diminuito, a seguito dell'annessione della Crimea nel 2014, di oltre il 50% (da 256 miliardi di dollari a 121 miliardi di dollari). Le sanzioni sono state il motore principale della riluttanza delle banche a concedere prestiti a persone ed entità russe. Di conseguenza, un potenziale effetto di contagio è remoto anche in uno scenario di coda, riflettendo la minima esposizione delle banche europee e la marginale interconnessione dei sistemi bancari russo ed europeo. Le banche europee hanno in generale due tipi di esposizioni verso la Russia: esposizioni onshore attraverso filiali bancarie locali ed esposizioni offshore registrate presso le sedi centrali delle banche. Le esposizioni onshore delle banche sono detenute in filiali locali (russe), in cui la società madre ha una partecipazione azionaria. La banca è in definitiva solo un'azionista dell'entità russa e le perdite massime sono limitate all'investimento azionario della banca (più qualsiasi potenziale finanziamento infragruppo). Per innescare una svalutazione completa delle partecipazioni azionarie delle banche, dovrebbero verificarsi scenari di espropriazione (con privazione dei diritti di proprietà) o di parent company che rinunciano alle proprie filiali (a causa dell'insolvenza dell'entità locale o costrette da pressioni politiche). È importante sottolineare l'alta redditività delle filiali russe, per esempio Raiffeisen Bank International ha generato costantemente un ritorno sul capitale netto superiore al 20% in Russia negli ultimi cinque anni, e anche il 18% nel 2014. L'elevata redditività equivale a un'elevata capacità di assorbire le perdite, un'attenuante alla situazione attuale. Le esposizioni offshore sono quelle detenute direttamente dalla società madre (transfrontaliere), di solito il wholesale banking. Questo può includere prestiti, garanzie, linee di credito irrevocabili, derivati ecc. In questo caso la perdita finale delle banche è l'intera esposizione verso le controparti russe, al netto di qualsiasi collaterale o garanzia. Le esposizioni offshore sono chiaramente più problematiche, poiché la società madre potrebbe, nel peggiore dei casi, assumersi l'intera perdita, piuttosto che svalutare una partecipazione in una filiale locale. Una partecipazione azionaria sarebbe una frazione dei prestiti o di altre esposizioni. Sebbene le banche europee abbiano complessivamente un'esposizione limitata alla Russia, la questione rilevante è se qualche outlier stia correndo un rischio eccessivo per quanto riguarda le esposizioni alla Russia. Una manciata di banche europee ha un'esposizione rilevante verso le controparti russe (sia on- sia offshore). Gli stress test sulle esposizioni russe di tali banche sono uno strumento utile per valutare la capacità di destreggiarsi nella crisi in corso. La modesta vulnerabilità del settore bancario europeo nei confronti dell'incertezza legata alla Russia e la mancanza di outlier per far saltare la stabilità finanziaria è probabilmente ancora una volta un

segno che le banche sono potenzialmente uno dei settori più forti. L'elevata volatilità e il sentiment negativo hanno pesato sulle valutazioni portando, a nostro avviso, a interessanti opportunità. Con gli spread sulle convertibili contingenti (CoCos) AT1 delle banche europee intorno ai 450 punti base (quasi 200 punti base in più rispetto ai livelli pre-Covid-19) gli investitori possono beneficiare di un elevato carry in un settore solido, combinato con un potenziale rialzo dovuto a una ripresa dei prezzi nel caso la situazione si sblocchi. (riproduzione riservata)

Romain Miginiac

head of research per le strategie
Credit Opportunities di **Gam Investments**

