

di **Oliviero Lenzi**  
e **Silvio Olivero\***

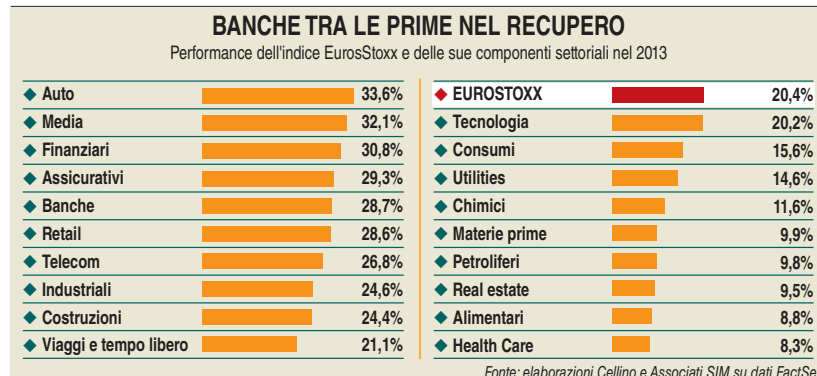
I titoli bancari dell'area euro, colpiti prima dal fallimento di Lehman 2008) e travolti poi dalla crisi del debito pubblico in Europa, sono rimasti negli ultimi anni ai margini dei listini, ma nel 2013 qualcosa è cambiato: il settore è stato, da inizio anno, uno dei principali motori della crescita dei mercati azionari europei, come dimostra dalla tabella qui riportata.

Il fatto non dovrebbe stupire: i ribassi degli anni passati hanno condotto le quotazioni di questi titoli su livelli che, in molti casi, risultavano fortemente sottovalutati: peraltro, il rimbalzo in corso ha solo in parte attenuato questa condizione. D'altro canto, chi ha seguito la triste parabola del settore bancario europeo negli ultimi anni è ben cosciente del fatto che gli utili per azione dei titoli del settore, la cui contrazione ha guidato il calo dei prezzi, sono stati falciati da due cause molto diverse fra loro. La prima è stata indubbiamente la recessione, che ha ridotto il giro d'affari delle banche e aumentato le sofferenze; la seconda è rappresentata dagli aumenti di capitale, imposti dalle autorità di vigilanza al fine di irrobustire i bilanci bancari e ricostituire così la fiducia degli investitori nel settore.

**Mentre la riduzione** dell'eps derivante dai fenomeni ciclici può essere integralmente recuperata non appena la congiuntura europea tornerà positiva, la riduzione dovuta agli aumenti di capitale (la diluizione) è da considerarsi strutturale e, quindi, non recuperabile, se non attraverso il raggiungimento di livelli di utile in alcuni casi anche molto superiori a quelli pre-crisi. Ci sono infatti, all'interno dell'azionariato delle banche europee, nuovi soci, entrati in occasione dei recenti aumenti di capitale, cui compete una quota di utile che, a parità

**BANCHE/3** Gli indici bancari sono stati i principali protagonisti dei recenti rimbalzi in borsa. Se la Bce riuscirà a tenere a bada il rigorismo tedesco, il trend potrebbe continuare. Ma occorre lavorare sui profitti

## Rialzo a prova di Buba



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet

di risultato complessivo, dovrà essere ricavata riducendo quella da attribuire a ciascuna azione.

Come è noto, l'anno prossimo, in conseguenza dell'entrata in vigore dell'Unione bancaria, le principali banche Ue saranno sottoposte dalla Bce oltre che a un'accurata analisi degli attivi, anche a nuovi stress test, volti a fugare ogni ulteriore dubbio sulla loro solidità e a individuare - e sanare - eventuali lacune ancora presenti nei bilanci. Il tutto, ovviamente, al fine di affidare al nuovo supervisore europeo un sistema bancario privo di residui tossici.

È evidente che il recente andamento borsistico dei titoli del settore riflette la confidenza degli investitori circa la solidità dei bilanci bancari e la conseguente inutilità di ulteriori significativi aumenti di capitale. Se questi invece fossero necessari, allora la diluizione degli utili che ne deriverebbe potrebbe ridurre l'elevato grado di sottovalutazione attual-

mente osservabile.

Comunque la pensino i mercati, la nascita dell'Unione bancaria è oggetto di forti tensioni tra la Bce, le banche centrali nazionali, le autorità politiche europee e i diversi governi dei Paesi dell'Unione. Infatti, da quando l'ipotesi degli Eurobond è tramontata, l'Unione bancaria è divenuta il principale strumento per conseguire, all'interno dell'area, quel minimo grado di omogeneità fra i sistemi finanziari la cui necessità è stata svelata in tutta la sua urgenza dalla crisi. Se non esisterà, quantomeno nel breve, una garanzia comune sui debiti pubblici dei Paesi aderenti all'euro, dovrà almeno nascere una qualche forma di garanzia comune su tutti i depositi bancari. Senza di essa, le banche dei Paesi periferici rischierebbero di subire una corsa agli sportelli innescata dalla debolezza della garanzia statale sui loro depositi; il collasso di queste banche causerebbe, quasi inevitabilmente, il default

degli Stati coinvolti e, se questo scenario coinvolgesse uno dei Paesi periferici più grandi, l'ultima vittima dell'effetto domino sarebbe lo stesso euro. È questo il circolo vizioso fra sistema bancario e debito pubblico che l'Unione si prefigge di spezzare.

Poiché, almeno in parte, l'Unione bancaria potrebbe far rientrare dalla finestra ciò che era stato allontanato dalla porta (ossia la condivisione del debito pubblico attraverso gli Eurobond), è ovvio che i più autorevoli portavoce del rigore abbiano, già da tempo, iniziato le azioni di disturbo alla faticosa opera di costruzione di questo complesso strumento. Ecco perché Jens Weidmann, presidente della Bundesbank, ha recentemente dichiarato che il circolo vizioso fra banche e debito pubblico si può sciogliere imponendo alle banche di vendere i titoli di Stato in loro possesso: affermazione pericolosa, poiché tende a escludere la necessità di una garanzia co-

mune sui depositi. Peraltro, a patto che la si voglia considerare desiderabile, la riduzione dell'esposizione delle banche al debito pubblico nazionale è operazione che richiederebbe anni e i mercati, in questi tempi, hanno assai poca pazienza.

**È quindi comprensibile** che sia sceso in campo anche Mario Draghi che, in una missiva riservata inviata quest'estate al commissario europeo per la concorrenza Joaquín Almunia, avrebbe caldeggiato l'idea di trasformare gli imminenti stress test in un'occasione per rafforzare la fiducia nelle banche e non per frantumarla nuovamente. A questo scopo, Draghi proporrebbe di colmare gli eventuali deficit di capitale evidenziati dagli stress test senza il coinvolgimento dei creditori della banca, ma con forme di sostegno pubblico, quali, ad esempio, quelle temporanee, sperimentate in vari Paesi con un certo successo. Il cosiddetto metodo Cipro, che prevede un forte coinvolgimento dei creditori della banca, andrebbe utilizzato solamente per i fabbisogni di capitale più gravi, evidenziati dalla revisione degli asset. La crescente determinazione con cui Draghi sta difendendo l'euro è certamente motivo di ottimismo, e non si può escludere che il rialzo dei titoli bancari sia sostenuto anche dal suo atteggiamento sempre più accomodante. D'altro canto, se il presidente della Bce si è spinto così in avanti, è probabile che l'abbia fatto perché vedeva attorno a sé la presenza di molti falchi pronti a sacrificare l'euro sull'altare del rigore.

\*presidente e responsabile ufficio studi Cellino e Associati