

Private credit: il periodo d'oro del credito è finito?

Non riteniamo che i recenti avvenimenti nel settore del credito privato rappresentino un rischio sistemico. Tuttavia, sollevano importanti interrogativi sulle più ampie implicazioni per i mercati degli spread, i tassi di insolvenza e l'impatto di pratiche di rating discutibili



Ci aspettiamo che gli sviluppi nel mercato del private credit rimangano sulle prime pagine dei giornali e contribuiscano all'imminente rivalutazione dei mercati del credito a beta più elevato. Abbiamo definito questo fenomeno "Baby Bear" come uno dei [rischi chiave per la storia creditizia Goldilocks per il 2026](#). Non consideriamo questo un evento di rischio sistemico. L'esposizione del sistema bancario, sia diretta che indiretta, appare gestibile e analisi recenti dell'Ufficio di Ricerca Finanziaria e di Moody's offrono rassicurazione.

Tuttavia, permangono importanti interrogativi sulle conseguenze più ampie per i mercati degli spread, i tassi di insolvenza e l'impatto di pratiche di rating discutibili. Crescono i timori che la ricerca del rating più favorevole e la supervisione limitata abbiano alimentato un'inflazione dei rating volta a garantire lo status di investment grade per gli investimenti nel settore assicurativo. Organismi come la BRI stanno già indagando su alcuni rating e la BCE è pronta ad avviare una nuova serie di controlli sulle posizioni di credito privato delle banche. Sebbene vi sia certamente un crescente malessere, non prevediamo un crollo totale.

Il sistema non sta crollando, ma sta riprezzando il rischio.

Alla luce delle recenti notizie, sembra inevitabile che permanga una pressione sui rimborsi nei fondi di private credit, e la maggior parte dei fondi probabilmente manterrà limiti massimi o restrizioni sui prelievi. Un livello elevato di rimborsi richiesti è significativo: crea una situazione in cui i fondi che devono far fronte a deflussi prolungati sono costretti a riservare liquidità per far fronte ai prelievi. Di conseguenza, potrebbero essere costretti a vendere attività anziché concedere nuovi prestiti. Ciò rallenta i cicli di distribuzione, riducendo la capacità del settore di sottoscrivere nuove operazioni.

I commenti di mercato sono ampiamente concordi nel suggerire che il ciclo del credito sembra prossimo a una svolta. Come ha osservato il CEO di Goldman Sachs solo la scorsa settimana, il ciclo del credito “non è stato annullato”, identificando la rivoluzione dell'intelligenza artificiale come un potenziale catalizzatore. Tuttavia, la preoccupazione più profonda risiede nei molteplici potenziali canali di contagio qualora la pressione dovesse intensificarsi o dovessero emergere ulteriori catalizzatori negativi. Il credito privato rimane un mercato poco regolamentato, caratterizzato da pratiche disomogenee, concentrazione del rischio e squilibri di liquidità.

I trigger potrebbero essere AI e tensioni geopolitiche.

La rivoluzione dell'intelligenza artificiale (IA) e le tensioni geopolitiche, in particolare il conflitto in Medio Oriente, rappresentano fattori di ostacolo strutturali e di lungo periodo. L'IA mette in luce i rischi associati alla marcata concentrazione del settore sui prestiti legati al software e al SaaS. Se la rivoluzione guidata dall'IA dovesse far raddoppiare i tassi di insolvenza rispetto all'attuale 5,2% registrato da Fitch per il credito privato, le implicazioni sul costo del capitale sarebbero significative. Al contempo, il contesto geopolitico rafforza la probabilità che i costi di finanziamento rimangano elevati.

Sebbene le esposizioni dirette al private credit possano non costituire una minaccia sistemica immediata, i canali di trasmissione indiretti sono ben più preoccupanti. Con l'inversione del ciclo del credito, i costi di finanziamento, già influenzati dall'espansione delle strutture di credito privato, sono destinati a crescere ulteriormente. Allo stesso tempo, il conflitto in Medio Oriente, l'inflazione ostinata e la crescente probabilità di nuovi aumenti dei tassi creano un contesto di crescente stress macro-finanziario.

In qualsiasi scenario plausibile, anche in uno meno avverso rispetto allo scenario centrale, la pressione di rimborso sui finanziatori del credito privato è destinata a continuare, rallentando il ritmo dei nuovi finanziamenti. Gli spread creditizi e i tassi sottostanti sono già aumentati in modo significativo. In breve tempo, hanno spinto i costi di finanziamento verso l'alto fino a 400 pb per i mutuatari ad alto beta.

Ciò solleva una questione politica fondamentale: quale margine di manovra rimane alle banche centrali per reagire qualora i mercati di finanziamento dovessero deteriorarsi

ulteriormente? Riavviare programmi di acquisto di attività su larga scala per ridurre i costi di finanziamento risulterebbe estremamente difficile, se non impossibile, fintantoché l'inflazione rimane al di sopra dell'obiettivo.

Il prossimo periodo rappresenta quindi una prova significativa per il mercato del private credit, poiché convergono sia le vulnerabilità interne che gli shock esterni. Per il mercato del credito in generale, questo cambiamento è destinato a intensificare la pressione mentre si sviluppa l'inversione del ciclo del credito. Gli spread creditizi e i costi di finanziamento potrebbero trovarsi solo nelle prime fasi di un movimento al rialzo di più lungo termine.

Doppio attacco per il credito: tassi e spread potrebbero salire entrambi.

Nel complesso vediamo che si stanno addensando nubi minacciose. Noi di ING Credit Strategy amiamo interpretare le dinamiche di mercato attraverso le fiabe. In questo spirito, torna il Piccolo Orso – con il sostegno del CSPP della BCE alle calcagna.

In termini pratici, le tensioni nel private credit (Baby Bear) potrebbero innescare una più ampia rivalutazione dei prezzi dei prestiti leveraged, dell'high yield e, in ultima analisi, del credito investment grade, man mano che il contagio si diffonde. Il finanziamento tramite i mercati, privati o pubblici che siano, diventerebbe sostanzialmente più costoso e, per alcuni mutuatari, di fatto inaccessibile.

Nel frattempo, i timori di inflazione derivanti dalle turbolenze in Medio Oriente stanno spingendo le banche centrali a considerare un aumento dei tassi. Nell'attuale contesto dei mercati del credito privato e pubblico, è difficile che i tassi salgano. Ciò porta le banche centrali a ritardare gli aumenti dei tassi (o addirittura a tagliarli) e, di conseguenza, a riavviare il quantitative easing (tra gli altri anche il CSPP).

Emittenti e banche regionali USA i più esposti.

Quando si parla di esposizione al private credit, le prime a venire in mente sono le compagnie assicurative. Si stima che il 10-25% delle attività sia allocato al credito privato dalle compagnie assicurative statunitensi, il 10-15% da quelle europee (anche se in questo caso si tratta più che altro di uno strumento di ottimizzazione dell'ALM) e il 12-20% da quelle britanniche. Tuttavia, quando l'attenzione si sposta sul credito privato leveraged, la percentuale di allocazione diminuisce. Date le questioni relative alla validità dei rating e alla possibile inflazione dei rating, questi livelli di esposizione destano preoccupazione.

Le banche regionali statunitensi hanno un'esposizione significativa al private credit, con circa il 4-5% delle loro attività legate a partecipazioni dirette in credito privato. Inoltre, le banche

regionali statunitensi sono esposte a disallineamenti di liquidità, il che significa che molte società/fondi/BDC di private credit attingeranno alle linee di liquidità, indebolendo così il capitale. I bilanci si espanderanno nel momento peggiore. Maggiori esigenze di finanziamento ridurranno le riserve di liquidità. Di conseguenza, le attività sottostanti si deteriorano e le garanzie reali fornite diminuiscono.

Per le banche europee, l'esposizione al settore non bancario potrebbe avere un impatto attraverso una qualità del credito più debole, maggiori svalutazioni e utili inferiori. In uno scenario grave, ciò potrebbe erodere il capitale e aumentare i costi di finanziamento con l'aumento dei premi di rischio di mercato. Per le banche, tuttavia, le ripercussioni non dovrebbero essere troppo drastiche, poiché gran parte della loro esposizione è garantita da titoli garantiti da attività. Tuttavia, permane il rischio di una più ampia rivalutazione del credito e, naturalmente, può crescere un senso di inquietudine quando la BCE inizierà i controlli.

Autore

Timothy Rahill

Credit Strategist

timothy.rahill@ing.com

Jeroen van den Broek

Global Head of Sector Research

jeroen.van.den.broek@ing.com

Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate)*. Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito www.ing.com.