

WEEKLY UPDATE

22 gennaio 2024



BANCHE EUROPEE SEMPRE PIÙ SOLIDE, CON UN OCCHIO AL RISCHIO DI CREDITO

Il pacchetto di riforme e regolamenti delle norme prudenziali noto come “Basilea III”, mirato a migliorare la gestione dei rischi e implementato in Europa dal primo gennaio 2025 fino alla fine del 2028, a regime richiederà un adeguamento del capitale minimo Tier 1 del sistema bancario europeo di soli 600 milioni di euro.

In pratica, si tratta di un deficit di capitale molto modesto, equivalente a un aumento del 9% del requisito di capitale minimo Tier 1 (con Basilea III a pieno regime). Nulla a che vedere, dunque, con i temuti altri calcoli emersi ai tempi della stesura dell'accordo nel 2017 ma, anzi, come ben sintetizzato da Olli Castren (Head of Economic Analysis And Impact Assessment Unit dell'EBA, l'Autorità bancaria europea) *“in termini di capitale minimo Tier 1, il deficit di capitale delle banche stimato al 2028 per conformarsi alla riforma di Basilea III non è più così grande e c'è una chiara spiegazione per questo: nel corso degli anni le banche sono diventate molto redditizie e la qualità degli asset è migliorata. Queste sono le ragioni principali per cui l'impatto di Basilea III è diminuito negli anni”*. Non solo, ma dall'ultimo Rapporto sulla valutazione del rischio delle banche europee pubblicato a fine 2023 proprio dall'EBA, emerge un'impressionante serie di record, tutti con impatto positivo su solidità e profittabilità. A giugno 2023 il capitale CET1 medio nel sistema bancario europeo ha toccato il livello massimo, senza precedenti, del 16% (rispetto al 15.2% del giugno 2022), il rapporto tra crediti deteriorati e sofferenze ha orbitato sul livello record dell'1.8% e il pagamento di dividendi e il riacquisto di

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

azioni proprie nel 2023 potrebbe polverizzare i 53 miliardi programmati, senza contare che il ROE (Return On Equity) è balzato all'11% dal 7.9% del giugno 2022, grazie all'aumento della redditività e del margine di interesse, registrando quindi il dato più alto da quando l'EBA ha iniziato a raccogliere le statistiche bancarie.

Il Rapporto, inoltre, con riferimento a 123 banche in 26 Paesi, conferma la resilienza del sistema bancario europeo alla crisi circoscritta dello scorso marzo che ha colpito il Credit Suisse e alcune banche regionali americane: in sostanza, l'EBA sottolinea come le banche siano riuscite a rafforzarsi patrimonialmente, pur in un contesto in cui i *buffer* di capitale prudenziale siano stati aumentati dall'autorità di vigilanza. Quest'ultima, peraltro, ha ribadito che nel Vecchio Continente *"ci vorrebbero più di una JPMorgan europea, cioè più banche con un portafoglio più diversificato presenti in diverse parti dell'unione bancaria, mentre gli istituti europei sono più segmentati nelle loro operazioni transfrontaliere e questo, almeno finora, rappresenta un'opportunità mancata"*. Non a caso, ha lamentato lo stesso Enria, *"seppur orgoglioso della rapidità con cui la BCE ha reagito ai vari shock, è opportuno non abbassare la guardia in quanto il contesto resta incerto e il rischio di credito delle controparti e nel mercato immobiliare commerciale è in aumento, ragion per cui possono aumentare le perdite calcolate sul fair value"*.

D'altra parte, è innegabile che i fallimenti societari e i tassi di default siano risaliti dai minimi storici osservati durante la pandemia e che i mercati degli immobili residenziali e non residenziali stiano attraversando una fase di rallentamento. In effetti, uno dei temi più critici è il rischio di rifinanziamento, dato che *"molti prestiti in quest'area sono bullet o balloon loans, ovvero finanziamenti che prevedono un forte pagamento vicino alla scadenza, con molte scadenze nel 2024 o a inizio 2025. Il rischio di liquidità e quello di funding sono un'altra area di attenzione e, in particolare, l'asset liability management, ovvero il punto in cui il rischio di liquidità si intreccia con il rischio tasso di interesse"*. Del resto, come certificato dal recente Rapporto sulla stabilità finanziaria (Financial Stability Review), nonostante il *boom* dei profitti, le Borse solo in parte hanno recepito e incorporato i numeri record dell'universo bancario e ciò, in particolare, sarebbe ascrivibile alla dinamica del costo del capitale proprio riferito al settore bancario. In altri termini, le banche dell'area euro sono alle prese con un elevato costo del capitale e con valutazioni azionarie non congrue, nonostante gli utili siano schizzati all'insù, i crediti deteriorati ai minimi storici e il rapporto *cost-to-income* in continuo miglioramento.

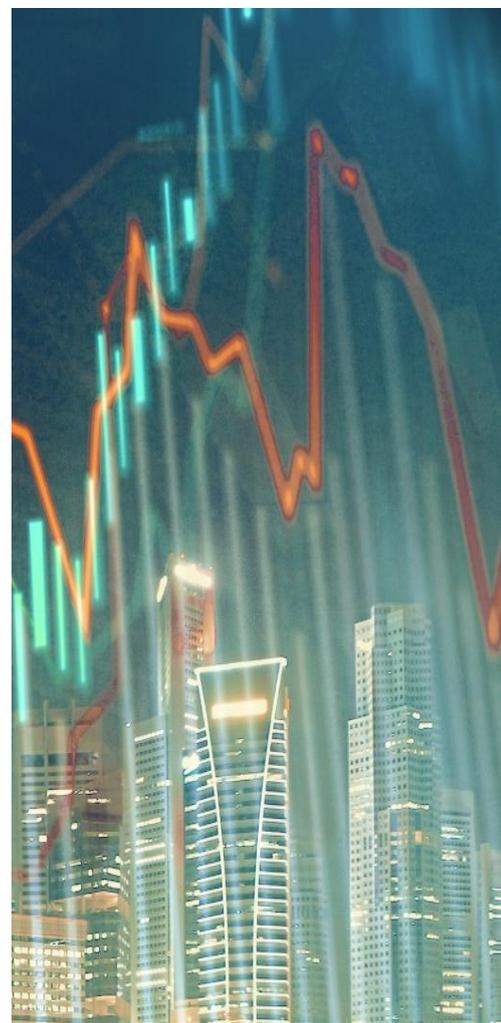
Secondo gli analisti della BCE il *cost of equity* delle banche europee è aumentato a causa dell'aumento dei tassi e dei rendimenti degli asset privi di rischio, fermo restando che *"le politiche di distribuzione e la tassazione degli utili possono avere un forte impatto sulle valutazioni bancarie; l'elevato costo del capitale, che si trasforma in un maggior costo della raccolta (funding), aumenta a cascata il costo dei prestiti all'economia e le basse valutazioni delle azioni bancarie si*



traducono direttamente in termini e condizioni più rigidi per i finanziamenti all'economia reale". A favore delle banche gioca senza dubbio, come già sottolineato, l'alto livello di patrimonializzazione raggiunto e il fatto che, nonostante la frenata di Fed e BCE sui tassi (e dunque margini di interesse più compressi), abbiano ancora diverse carte da giocare in tema di dividendi e *buyback* ("anche in uno scenario di tassi più contenuti, le banche dovrebbero essere in grado di garantire agli azionisti una remunerazione sostenibile; dopo un rialzo stellare del NII (margine netto di interesse) pari a +22% nel 2023, prevediamo una crescita del NII più limitata negli anni 2024-2025") ma, a detta dell'agenzia S&P Global Ratings, non vanno sottovalutati "i rischi dall'esposizione ai debiti sovrani". In effetti, dopo gli otto anni di *Quantitative Easing* che avevano anestetizzato il problema, la stessa agenzia, in un recente report rilasciato a fine 2023, ha richiamato l'attenzione sui rischi crescenti che si profilano in ottica prospettica, in quanto "le esposizioni delle banche della UE ai debiti sovrani ammontavano a luglio 2023 a 2300 miliardi di euro e nel 2024 sono destinate ad aumentare poiché il fabbisogno di finanziamento netto e lordo degli Stati è e rimarrà elevato e perché le banche centrali hanno interrotto i programmi di acquisto di titoli di Stato". Nello specifico, gli analisti di S&P, fortemente convinti che "le esposizioni al debito sovrano sono fonti di latenti rischi di credito e di potenziali rischi di mercato", ammoniscono che, se questi rischi fossero presi in considerazione in modo più completo, si dovrebbe assegnare una stima dei coefficienti di capitale CET1 più bassa di 70 punti base in aggregato per un campione di grandi banche europee. Premesso che l'esposizione ai rischi sovrani appare molto diversa nelle varie aree della UE e rappresenta oltre il 10% dei *total assets* per le banche del Sud Europa e del Centro Est Europa, l'agenzia di rating individua una triplice tipologia di rischi:

- a) un nuovo patto di stabilità approvato da Bruxelles che implichi future deviazioni dai piani di deficit concordati;
- b) possibili impatti negativi per l'economia, e dunque per il business creditizio, delle politiche fiscali restrittive nei Paesi in cui è più alto rapporto tra debito e PIL;
- c) la possibilità di politiche monetarie restrittive, in particolare con un'accentuazione del *Quantitative Tightening* da parte della BCE, che andrebbero chiaramente a impattare in negativo sui costi del *funding* delle banche.

In ogni caso, è anche doveroso precisare che il 2024 è decollato in alta pressione per le banche europee, sottoposte dai supervisor fin dai primi giorni di gennaio al primo stress test anche sui rischi cibernetici e sulla resilienza informatica. Non solo, ma per affinare il tiro sulla capacità del sistema bancario europeo di saper gestire gli eventuali attacchi cibernetici (in forte ascesa a seguito del conflitto russo-ucraino), la BCE ha selezionato in via parallela allo stress test delle 109 banche una rosa di 28 banche "benchmark" (anche con verosimile presenza italiana), per rappresentare in maniera esaustiva il sistema bancario sotto il profilo geografico e dei modelli di business.



Come dire, se i rischi - almeno sulla carta - esistono, meglio prevenire che curare. A ulteriore conferma di ciò, proprio nei giorni scorsi la BCE-SSM (l'Organo di Vigilanza europeo) ha disposto più controlli sulla resilienza agli shock di liquidità a breve termine, sulla credibilità dei piani di emergenza per la liquidità e sulla fattibilità e affidabilità dei piani di finanziamento, con più ispezioni e più verifiche sui portafogli sensibili ai fattori macroeconomici, come gli immobili residenziali e commerciali e le piccole e medie imprese. Insomma, se da un lato un eventuale calo dei tassi non dovrebbe incidere granché sui margini di interesse e sulla redditività, sul versante "patrimonializzazione" il Vecchio Continente fa molto sul serio e potrebbe anche essere di buon esempio per il sistema bancario d'oltreoceano.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Avvio della settimana centrale di gennaio senza Wall Street (chiusa lunedì 15 per il Martin L. King Day), ma pur sempre spumeggianti sul versante asiatico, grazie al Topix giapponese che ha violato la soglia 2500, con il persistente supporto del comparto bancario che parrebbe anticipare una prossima revisione del controllo della curva dei rendimenti (YCC) da parte della banca centrale nipponica, con conseguente abbandono della politica monetaria a tassi negativi. In tal senso, vi è forte attesa per la riunione della Bank of Japan guidata da Kazuo Ueda, che farà il suo annuncio sui tassi martedì 23 gennaio, (anche considerando che, a tutt'oggi, il Giappone è l'unico tra i Paesi industrializzati in cui resiste la politica monetaria espansiva).

Un contesto diverso rispetto a quello cinese, dove la Peoples Bank of China ha lasciato i tassi MLF invariati (con sorpresa dei mercati) e sia PIL (al 5.2%, in linea con le attese del governo) che vendite al dettaglio hanno evidenziato numeri al di sotto delle stime di consenso, anche se il premier Li-Qiang, intervenendo al tradizionale meeting di Davos, ha tenuto a precisare che il governo è impegnato a fornire tutto il supporto possibile, preannunciando una nuova iniezione di stimoli equivalenti a 139 miliardi di dollari nell'ambito di un "piano speciale di titoli sovrani".

Ciò detto, comunque, la comunità finanziaria riunita al World Economic Forum di Davos ha dovuto incassare, subito all'esordio lunedì 15, una prima relazione condivisa dalla gran maggioranza degli economisti, secondo cui *"le prospettive economiche globali rimangono modeste e piene di incertezza. Sebbene vi siano sviluppi positivi, come l'allentamento delle pressioni inflazionistiche e i progressi nel campo dell'intelligenza artificiale (IA), le imprese e i responsabili politici si trovano di fronte a persistenti venti contrari e a una continua volatilità, poiché l'attività economica globale rimane lenta, le condizioni finanziarie restano rigide e le fratture geopolitiche e le tensioni sociali continuano a crescere"*.

Il Fondo Monetario Internazionale, a sua volta, nel suo intervento ha cercato di smussare un po' i toni, riconoscendo che *"c'è stata molta resistenza nell'economia nonostante i rialzi dei tassi che abbiamo visto... la nostra stima è che per gli Stati Uniti circa tre quarti, o il*



75%, della trasmissione è già avvenuta e il resto avverrà quest'anno". Un commento, tutto sommato, piuttosto conciliante, anche se nel contempo sul fronte societario filtravano nuovi dati sulle trimestrali non propriamente esaltanti. Sia per Morgan Stanley che per Goldman Sachs l'investment banking in calo ha pesato sull'intero 2023 con utili in flessione, con i rispettivi Ceo che hanno confermato timori per le incognite legate al pericolo recessione. Per non dire di Apple, in affanno con le vendite di Iphone in Cina e costretta, per la prima volta da diversi anni, a promuovere sconti promozionali (fino a 70 dollari) per cercare di rianimare una domanda al momento decisamente asfittica. Per di più, ancora una volta, i banchieri centrali americani si confermano alquanto criptici alle orecchie degli investitori, considerando che anche l'atteso intervento di Waller martedì 16 non ha fugato del tutto i dubbi in termini di tempistica, in quanto *"credo che quest'anno il FOMC sarà in grado di abbassare l'intervallo obiettivo i tassi... ma quando sarà il momento giusto per iniziare ad abbassare i tassi, credo che si possa e si debba farlo con metodo e attenzione. In molti cicli precedenti, iniziati dopo che gli shock economici avevano minacciato o causato una recessione, il FOMC aveva tagliato i tassi in modo reattivo e lo aveva fatto rapidamente e spesso in modo consistente. In questo ciclo, tuttavia, con l'attività economica e i mercati del lavoro in buona forma e l'inflazione che scende gradualmente al 2%, non vedo alcun motivo per muoversi o tagliare così rapidamente come in passato".* Un modo elegante per dire qualcosa di gradito ai mercati, senza peraltro alimentare false illusioni se le pressioni salariali dovessero continuare a giocare contro.

Nel Vecchio Continente le modalità comunicative non sono granché diverse: Lagarde a Davos si è premurata di apparire possibilista nei toni, affermando che *"il primo taglio dei tassi della Bce potrebbe arrivare probabilmente in estate, ma devo essere cauta, poiché le nostre decisioni dipendono dai dati a nostra disposizione. Persiste un certo livello di incertezza e alcuni indicatori non sono ancorati al livello che vorremmo"*. La numero uno della BCE, peraltro, ha sottolineato come ognuno dei suoi colleghi abbia un proprio punto di vista, che rispetta completamente. In effetti solo qualche giorno prima altri influenti esponenti del Board si erano espressi in modo decisamente più rigoroso: Holzmann, ad esempio, con un approccio marcatamente più restrittivo, non ha usato mezzi termini sostenendo che *"la BCE potrebbe sfidare le aspettative del mercato e dover rimandare l'avvio dei tagli dei tassi per tutto il 2024. Non riesco a immaginare che parleremo ancora di tagli perché tutto ciò che abbiamo visto nelle ultime settimane punta nella direzione opposta"*. Lo stesso capo economista della BCE (P. Lane) ha ribadito che *"una revisione dei tassi troppo rapida può essere autolesionistica, dunque il taglio tassi non è argomento che riguarda il breve termine"*: per non dire dei proclami del noto "falco" Schnabel, secondo cui *"l'inflazione si è attenuata, ma le pressioni sui prezzi di fondo rimangono elevate. I tassi ufficiali devono essere sufficientemente restrittivi per tutto il tempo necessario a garantire che l'inflazione ritorni in modo sostenibile al 2%; un'economia in rallentamento è parte della*



trasmissione della politica monetaria". Peccato che il concetto di "rallentamento" interessi a fondo proprio la Germania, il Paese che in Europa più di ogni altro si sta confrontando con lo spettro della recessione, con primo anno (il 2023) di PIL negativo dal 2020 (-0.3%), in ragione del contestuale concorso di politica monetaria, crisi energetica, calo dei consumi e costi in aumento per l'industria. Per non dire della crisi acuta delle start-up che ha prodotto fallimenti ad un tasso record del 65%, nonostante il sostegno poderoso della mano governativa e una potenza di fuoco da 10 miliardi da spendersi in venture capital (tra pubblico e privato) entro il 2040.

Nello specifico, gli esperti di start-up hanno rilevato che i debutti lo scorso dicembre sono calati del 34% rispetto a giugno e che il trend positivo registrato tra il 2019 e il 2023 si è bruscamente interrotto.

A livello settoriale, i comparti più colpiti nel 2023 sono stati e-commerce e alimentare, mentre il software ha avuto una buona tenuta anche se, nel complesso, *"il German Start Up Monitor 2023 mostra che il clima aziendale per le start up tedesche è diminuito negli ultimi due anni e solo il 41% valuta ora la propria situazione aziendale come buona"*. Anche perché, come sottolineato da qualcuno, *"il venture capital stenta in Germania per eccesso di cautela degli investitori istituzionali"*.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari non è stato manifestamente unidirezionale; l'S&P 500 ha consolidato sui piani alti testando anche un nuovo record a quota 4842, a fronte di un lieve indebolimento dell'Eurostoxx 600 (sempre comunque stabile intorno a 470), mentre il versante asiatico ha riconfermato il momento favorevole del Topix giapponese (oltre 2500), con uno Shanghai Composite ancora in parte sofferente e in prossimità del livello 3800.

Universo obbligazionario in flessione con rendimenti decennali governativi americani in costante ascesa in direzione 4.2% e corrispettivi tedeschi avviati al test di 2.4%, a fronte di uno spread Btp-Bund sempre tonico e sotto i 160 punti base. Moneta unica piuttosto debole con minimo settimanale a 1.0845 e yen nuovamente proiettato nel range 148-150, con grande apprezzamento da parte del mercato azionario locale.

In tema di commodities, quotazioni del petrolio sempre volatili, in tendenziale rialzo in direzione 75 dollari dopo le ultime indicazioni contrastanti giunte dalle principali agenzie del settore, mentre le tensioni in Medio Oriente si inaspriscono. Nello specifico, l'Opec ha confermato le previsioni di crescita della domanda globale di petrolio nel 2024, ma ha anche aumentato le stime sull'offerta del biennio 2023-2024. In dettaglio, il bollettino mensile di gennaio ha indicato che la domanda mondiale di greggio crescerà di 2,2 milioni di barili al giorno, confermando di fatto le precedenti proiezioni.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.