

WEEKLY UPDATE

5 DICEMBRE 2022



LO “SHADOW BANKING” ALLERTA LA VIGILANZA UE, MA DALLA BCE VIA LIBERA AI DIVIDENDI BANCARI

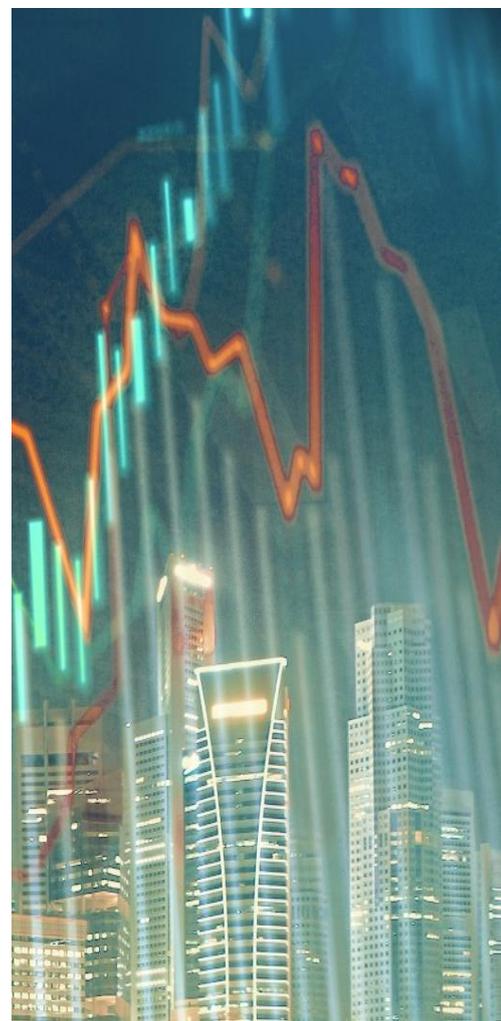
Nel sempre più vasto e preoccupante mondo del cosiddetto “sistema finanziario ombra” (*shadow banking*), che a fine 2020 aveva raggiunto i 225 trilioni di dollari, superando i 180 trilioni delle banche vigilate, i timori principali delle Autorità di Vigilanza globali (a partire dal *Financial Stability Board*) riguardano una porzione apparentemente piccola dell'intera esposizione, ossia gli oltre 10.000 miliardi di crediti che fanno capo agli **OFIS** (*Other Financial Intermediaries*), cioè gli altri intermediari finanziari, un sottoinsieme del più ampio mondo dello *shadow banking* o, detto in altro modo, del settore **NBFI** (*Non Bank Financial Institutions*), con un importante distinguo: se gli NBFI comprendono anche soggetti non bancari ma vigilati (come assicurazioni o fondi pensione), gli OFIS che operano come prestatori di denaro sono soggetti non regolamentati come broker-dealers, veicoli di finanza strutturata, trust fiduciari, family offices e fondi di investimento di vario tipo con focus sul debito. **Se fino alla crisi finanziaria del 2008 l'esposizione creditizia degli OFIS oscillava intorno ai 2 trilioni, a fine 2020 i numeri risultavano più che quintuplicati** e l'esplosione dei prestiti al di fuori del tradizionale circuito bancario sono ascrivibili ad almeno due ordini di motivazioni: anzitutto il decennio di “tassi zero”, che ha indotto molti operatori a cercare rendimenti fuori dall'obbligazionario e, secondariamente, la iperregolamentazione bancaria che ha reso più oneroso in termini di assorbimento di capitale la concessione del credito da parte degli istituti vigilati. In sostanza, **un maxi-travaso di operatività che, alla**

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

luce dell'attuale fase ciclica di rialzo dei tassi e conseguente volatilità dei mercati, sta facendo diventare lo *shadow banking* una delle **“principali vulnerabilità del sistema finanziario”**; a ribadirlo è proprio il *Financial Stability Board* (FSB) in un rapporto sui NBFIs pubblicato alla vigilia del G20 di Bali, a cui il presidente Klaas Knot ha inviato anche un documento con le prime proposte preliminari per regolamentare lo *shadow banking*, con un doppio monitoraggio che interessa la leva occulta e il cosiddetto *“mismatch”* delle scadenze, ovvero raccolta a breve e prestiti a lungo termine.

Su questi due aspetti il FSB si è impegnato a svolgere analisi e approfondimenti nel 2023 con l'obiettivo di formulare proposte concrete entro il 2024, fermo restando che **lo *shadow banking* è stato classificato come la principale criticità del sistema finanziario globale**; in tale ottica, non si è sottratto a considerazioni in merito all'universo bancario nel suo complesso il presidente dell'EBA (l'organismo che contribuisce a creare un corpus unico di norme standard per il settore bancario dell'UE) Josè Manuel Campa il quale, pur ribadendo che *“le banche sono ben capitalizzate”*, ha sottolineato che *“c'è tanta incertezza; l'economia sta rallentando da tempo per via dell'effetto pandemico da Covid 19 e per la normalizzazione dei tassi di interesse dopo un lungo periodo di tassi negativi, a cui si aggiunge la crisi geopolitica della guerra in Ucraina: a fronte di tutto questo, le banche si trovano comunque in una buona posizione e hanno un ampio livello di liquidità”*; inoltre, resta inteso, gli istituti meglio dotati in termini di patrimonializzazione potranno certamente giovare della normalizzazione in atto delle politiche monetarie lucrando sul differenziale dei tassi interesse, con conseguente profittevole ricaduta sui rispettivi bilanci.

Al di là di tutte le argomentazioni strettamente inerenti allo *shadow banking*, dunque, sulla cui natura coercitiva e impositiva vi è poco da dubitare, **la banca centrale europea pare mostrare un atteggiamento conciliante e permissivo per quelle realtà bancarie meglio attrezzate a livello di parametri patrimoniali**; è quanto emerge dalla recente intervista a Kerstin Af Jochnick (membro del Consiglio di Vigilanza dell'SSM-BCE), secondo la quale *“una raccomandazione sullo stop ai dividendi e al riacquisto di azioni come quella adottata durante la fase molto incerta della pandemia non è nei nostri piani. Come supervisor, dobbiamo capire, con un dialogo individuale, fino a che punto le banche stesse conoscono a fondo le loro posizioni di capitale e se saranno in grado di gestire lo scenario avverso. Come è noto, sono state recentemente effettuate delle considerevoli operazioni di buyback, senza restrizioni da parte nostra. Diverse banche ne hanno fatto richiesta e noi le abbiamo autorizzate perché avevano lo spazio per poterlo fare”* e certamente, oltre ai parametri reddituali e patrimoniali, hanno giocato un ruolo determinante anche le politiche di accantonamento in quanto sintomatiche di un approccio altamente prudente. Nel mentre, intanto che il mondo della finanza si interroga sulle modalità di prevenire situazioni di

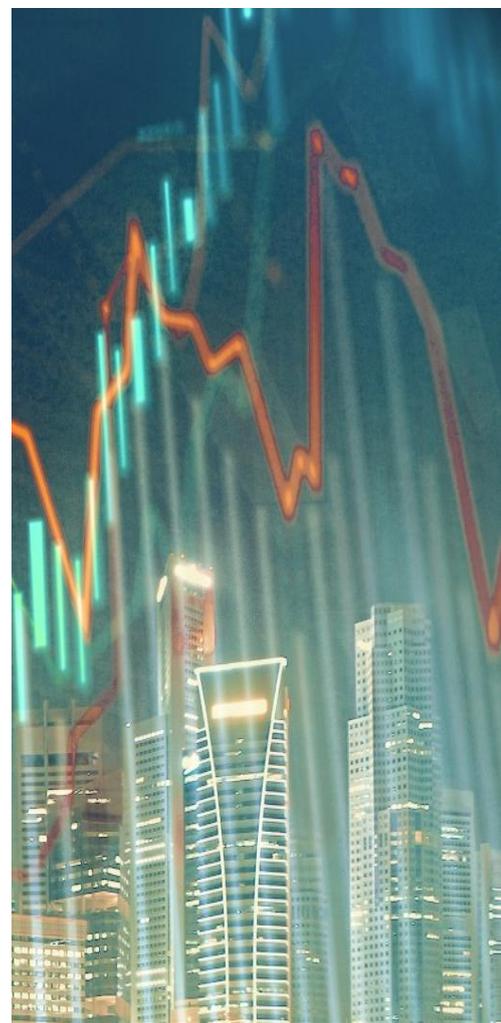


potenziali tensione che potrebbero originare spiacevoli “effetti a cascata”, la **galassia dei semiconduttori** si muove secondo dinamiche del tutto differenti e non deve stupire se il **Ceo di STM** (Chery) rivendica con non celato orgoglio che “*la nostra società non teme la crisi: siamo in crescita anche in recessione e continueremo a investire in modo massiccio anche in Italia, con il nuovo impianto (Agrate 300) totalmente in funzione entro il 2026*”. In altri termini, l’ottimismo e le entusiastiche aspettative del colosso italo-francese sembrano addirittura oscurare i numeri di settore pubblicati nei giorni scorsi da Gartner; secondo l’ultima previsione dell’istituto di statistica, i ricavi globali dei semiconduttori dovrebbero diminuire del 3.6% nel 2023, a conferma di un mercato che batte in ritirata per la crisi dei consumi imposta dalle incertezze geopolitiche mentre, per quanto riguarda il 2022, secondo Gartner il mercato dei chip crescerà del 4% per un totale di 618 miliardi di dollari

A livello più generale di politica industriale domestica, inoltre, non va dimenticata la sottile partita diplomatica che l’Italia sta giocando con **Intel**, il colosso americano dei *chips*. A marzo Intel annunciò un potenziale investimento in Italia fino a 4.5 miliardi per un impianto dedicato alla fase di *back-end* (micro assemblaggio) del processo di fabbricazione dei chip, con la stima di 1500 posti di lavoro diretti e 3500 nell’indotto; in realtà, l’operazione sarebbe stata successivamente ridefinita al rialzo, per arrivare sino a circa 11 miliardi di cui 7 di capex (investimenti) e 4 di opex (spese operative) ma da alcune settimane i contatti tra la multinazionale e il governo si sarebbero affievoliti (se non addirittura interrotti). Le ragioni? Secondo le voci più accomodanti si tratterebbe di una temporanea fase di *impasse* compatibile con fisiologici ritardi imputabili alla fase di passaggio di consegne (da governo Draghi a governo Meloni), ma per i maligni sarebbe (come sempre) una questione di soldi e di coperture: per Intel sarebbe di non poco conto definire l’entità del contributo pubblico, che nell’ipotesi più favorevole dovrebbe coprire il 40% della parte capex, quindi tra i 2.5 e i 3 miliardi.

L’ANDAMENTO DEI MERCATI

La settimana borsistica di esordio del mese di dicembre può essere meglio compresa se inquadrata nel contesto di nuove esternazioni di politica monetaria, unitamente a nuovi atteggiamenti che il regime di Pechino sta manifestando non solo in termini di sostegno della dinamica congiunturale ma anche (e soprattutto) in ottica di gestione della crisi pandemica da Covid-19; per quanto riguarda quest’ultimo aspetto, in particolare, i giorni scorsi hanno registrato un’*escalation* di azioni-reazioni che hanno messo a dura prova le capacità persuasive dell’amministrazione cinese. In ordine temporale, la pazienza del presidente Xi Jinping ha dovuto confrontarsi anzitutto con la **rivolta nel distretto di Zhengzhou**, dove risiede la fabbrica di **iPhone** della taiwanese **Foxconn**, il più grande fornitore di *device* per Apple, che ha catalizzato l’attenzione mediatica per le proteste degli operai contro la politica “Covid-zero”:



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

un copione, peraltro, già visto che stavolta ha viaggiato online sui social rilanciando immagini di lavoratori in marcia e di poliziotti in assetto antisommossa. In seguito, l'onda lunga della rivolta si è spostata a Pechino, dove si è registrato il più alto picco dall'inizio della pandemia (13 mila contagi giornalieri) e la vera criticità è che ormai i focolai si sono impossessati di aree consistenti di città sparse su tutto l'immenso territorio nazionale (Guangzhou, Shenzhen, Zhengzhou), con l'effetto di creare una ragnatela talmente estesa da rendere difficili anche gli spostamenti all'interno della Cina. Il governo, a sua volta, consapevole del fatto che la situazione poteva degenerare in modo irreparabile, **martedì 29 ha allentato le misure di quarantena (pur in un contesto di contagi in aumento) in alcune città-chiave: provvedimento che ha immediatamente rianimato i mercati, con la borsa di Hong Kong in chiusura euforica oltre il 5%** (e titoli Big Tech cinesi in grande evidenza) anche perché, nel contempo, a livello di pacchetto economico, la banca centrale aveva provveduto a riaprire i rubinetti del credito iniettando 210 miliardi a sostegno della ripresa economica e della rimessa in moto del mercato immobiliare. In buona sostanza, **il mercato sta dimostrando, in chiave prospettica, di credere nelle capacità di politica economica e di gestione pandemica da parte dell'amministrazione centrale e gli effetti più tangibili si stanno riscontrando a livello di rotazione settoriale, dove comparti altamente critici quali i "Finanziari" e l'"Information Technology" parrebbero aver definito importanti minimi ciclici di periodo, oltretutto a livello valutario dove la valuta locale (renminbi) è tornata a rafforzarsi decisamente contro dollaro.**

I consueti temi di politica monetaria a livello globale, a loro volta, si sono resi ben compartecipi della volatilità dei mercati azionari, in ragione di contenuti mai esplicitati in termini di manifesta chiarezza ma (forse) volutamente "criptati" al fine di evitare promesse difficilmente spendibili in caso di deterioramento del quadro economico oltre le attese. **Nel Vecchio Continente, in una settimana in cui l'inflazione dell'Eurozona è rallentata più delle attese** (al 10% su base annua in luogo della stima di consenso al 10.4%, confermando di fatto le nostre aspettative in merito al rafforzamento del processo di riduzione delle pressioni inflazionistiche e agli esiti della prossima riunione di dicembre nella quale ci attendiamo un incremento dei tassi di 50 punti base), **la BCE ha ribadito nel complesso la propria linea guida tesa al mantenimento di un approccio restrittivo, seppur in parte differenziata da toni più o meno concilianti;** Makhlof (Consiglio direttivo) ha tenuto a precisare che *"se necessario alzeremo i tassi nel 2023, ma a un ritmo inferiore"*, mentre Isabel Schnabel, notoriamente tra gli esponenti più *"hawkish"* (restrittivi) del Consiglio direttivo BCE, ha ribadito a chiare lettere che *"è limitato lo spazio per rallentare il ritmo dei rialzi"*, ben supportata dal collega Holzmann, il quale preme per un altro maxi rialzo tassi di 75 pb a dicembre che *"darebbe un forte segnale sulla nostra*



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

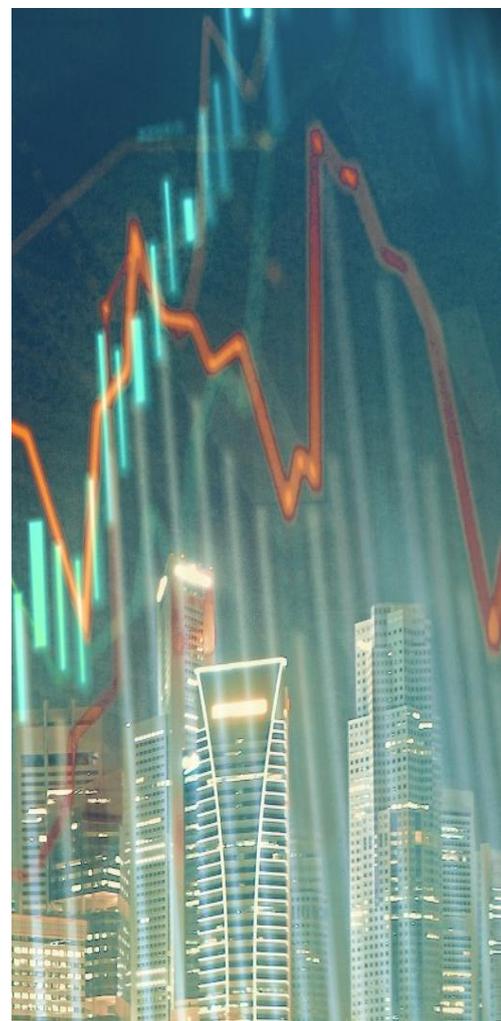
determinazione". La numero uno della banca centrale (Lagarde), da parte sua, si è in buona misura allineata al coro dei "rialzisti" (tassi) per il 2023, avvertendo che *"molto probabilmente l'inflazione non ha ancora toccato un picco e potrebbe sorprendere nuovamente al rialzo"*. Oltreoceano, dopo che il mercato immobiliare ha rilevato un crollo di vendite case su base annua del 28% in ragione di rate di mutuo più onerose e il report ADP di novembre ha certificato nuovi posti di lavoro ben sotto le stime degli analisti (127.000 in luogo di 200.000 attesi), la voce di **Bullard**, il più "falco" della FED per definizione, non ha mancato di ribadire i propri concetti improntati alla più severa intransigenza, ammonendo che *"i mercati stanno sottovalutando il rischio che il Fomc possa essere più aggressivo nell'alzare i tassi sui Fed funds"*; in pratica, **per riportare fiducia ed entusiasmo presso gli investitori, c'è voluta tutta l'abilità diplomatica di Powell il quale, proprio in chiusura di mese, ha letteralmente scatenato gli "istinti rialzisti" di Wall Street, argomentando che "ha senso moderare l'entità dei rialzi già a dicembre in virtù dei progressi significativi che la FED ha compiuto nel rendere la politica monetaria sufficientemente restrittiva"** e, almeno stando ai numeri rilasciati giovedì 1 sull'indice PCE dei consumi (il deflatore particolarmente monitorato dalla FED, al 6% da precedente 6.2%), qualche rilevante parametro macro cominciava a dargli ragione, salvo poi incassare la doccia fredda degli attesissimi dati di venerdì 2 sul mercato del lavoro, che sono stati nel complesso più forti delle attese, sia alla luce di un andamento più robusto del previsto dell'occupazione (ma se si considera il settore privato la sorpresa al rialzo è più modesto rispetto all'occupazione totale) sia in ragione di una nuova marcata accelerazione della dinamica salariale; **per quanto riguarda l'occupazione si è registrato un incremento rispetto al mese precedente di 263 mila addetti, contro una stima di consenso di 200 mila** e, se si considera il solo settore privato la tendenza al rallentamento dell'occupazione appare più evidente, ma le condizioni rimangono in ogni caso decisamente molto robuste a conferma di come l'economia sia distante da condizioni di recessione, anche perché l'accelerazione della crescita dei salari è stata particolarmente significativa (pari allo 0.55%, che rappresenta il massimo da gennaio di quest'anno): ciò detto, comunque, pur alla luce degli ultimi numeri "pro-inflazione", appare improbabile che la sorpresa sui salari impedisca alla Fed di ridurre il ritmo dei rialzi da 75 pb a 50 pb nella riunione del FOMC di metà dicembre, come chiaramente telegrafato nei giorni scorsi dal Presidente Powell.

I principali listini azionari, inchiodati tra le severe norme cinesi sul lockdown e le contrastanti riflessioni sui dettami delle politiche monetarie globali, **hanno saputo reagire nel complesso positivamente, con diffusi saldi settimanali in segno verde (S&P 500 ben oltre 4000, Eurostoxx 600 saldamente sopra a 440 e Shanghai Composite in gran recupero del livello 3000), con la sola eccezione del Topix giapponese (sotto quota 2000) che sta cominciando a soffrire il rafforzamento dello yen.**



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO PRIVATE BANKING
Asset Management

L'universo obbligazionario è risultato premiante anche per tutta la scorsa ottava, con i rendimenti governativi americani decennali in flessione verso il 3.5% e i corrispettivi tedeschi in direzione 1.8%, mentre lo **spread Btp-Bund si è spesso posizionato al di sotto dei 190 punti base**, confermando la ampia fiducia degli investitori sul "sistema Italia ". La moneta unica ha confermato la fase rialzista delle ultime settimane, muovendo oltre quota 1.05, mentre per il mondo delle criptovalute continua il "momento catartico" a seguito del **fallimento di FTX, con una nuova illustre vittima: anche BlockFi, considerata una delle più affidabili piattaforme crypto a livello mondiale**, è finita in bancarotta e non si è fatto attendere lo sferzante giudizio della BCE secondo cui *"il Bitcoin è avviato ad essere irrilevante e, in merito, il sistema bancario deve valutare la possibilità di un enorme danno reputazionale"*. Il petrolio, infine, dopo un minimo a inizio settimana a 73, ha registrato una poderosa reazione ben oltre quota 80 su aspettative che il governo cinese si decida finalmente ad allentare in concreto la morsa sui lockdown, agevolando il ritorno ad un'economia non più "Covid-dipendente".



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.