

WEEKLY UPDATE

22 maggio 2023



PRESTITI BCE: PROSSIME SCADENZE E NUOVE REGOLAMENTAZIONI

I TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), secondo la definizione ufficiale della Banca d'Italia, "offrono agli enti creditizi dell'area dell'euro finanziamenti con scadenze pluriennali diretti a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sostenendo l'erogazione del credito bancario all'economia reale".

In altri termini, attraverso questo strumento non convenzionale di politica monetaria, la BCE è in grado di fornire alle banche prestiti agevolati per metterle in grado di iniettare liquidità nell'economia reale dei vari Paesi europei; la durata massima di tali prestiti è di 4 anni e a più riprese la banca centrale ha ricalibrato le condizioni, rendendole più favorevoli nella fase *clou* dell'emergenza Covid oppure (da ottobre 2022) plasmandole al processo di normalizzazione della politica monetaria, contribuendo a fronteggiare l'aumento inatteso e straordinario dell'inflazione. Il sistema creditizio europeo ora si trova in un momento topico: le banche europee dovranno rimborsare entro fine 2024 circa 1100 miliardi sotto forma di TLTRO e l'esborso maggiore, pari a 480 miliardi, è previsto entro fine giugno (fermo restando che 980 miliardi sono già stati restituiti tra novembre scorso e marzo). Il fattore critico è che tali rimborsi peseranno verosimilmente sugli indici di liquidità se non saranno trovate altre fonti nella raccolta e, a livello domestico, secondo un'indagine di Bankitalia gli istituti italiani ripagheranno i finanziamenti TLTRO ricorrendo in parte alle riserve in eccesso presso l'Eurosistema e alla vendita di attività liquide, mentre poco più della metà sarà sostituita attraverso il ricorso al mercato e alla provvista da clientela. Ciò detto, gli analisti prevedono comunque un aumento del costo della raccolta

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



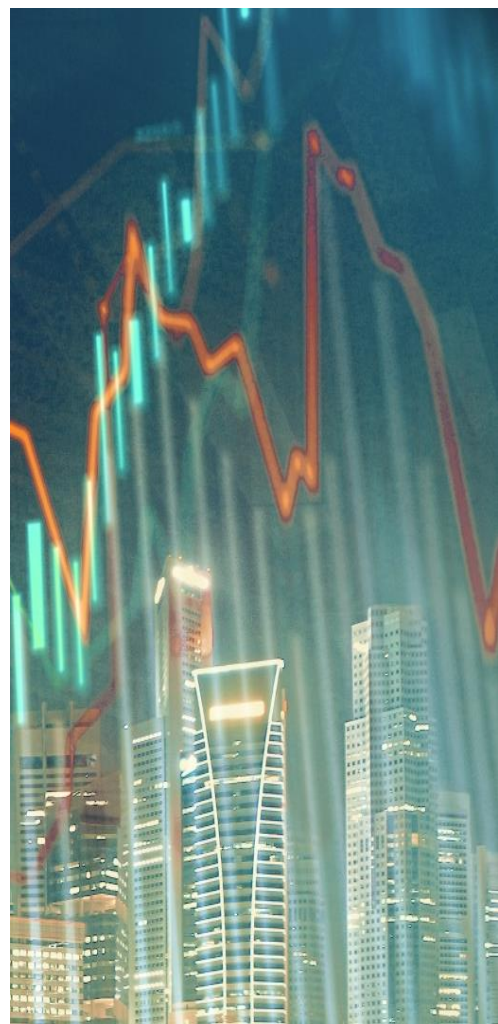
FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

e tassi più alti per i clienti, con criteri più stringenti per i finanziamenti, anche perché il deterioramento delle condizioni di credito è già visibile nei dati di febbraio (precedenti le note turbolenze legate a SVB e Credit Suisse), con tangibile contrazione dei prestiti in Germania, Italia e Spagna, particolarmente incisivo nel caso del “segmento Famiglie” (all’1.4% dal 2.8% di novembre scorso).

Resta il fatto (centrale) che nei prossimi mesi il rimborso della TLTRO costringerà alcune banche a sostituire i prestiti *low cost* della BCE con nuove forme di finanziamento (sul mercato o presso la stessa banca centrale) a costi più alti e allineati ai tassi di interesse attuali: con potenziali (sgradite) ricadute sulla redditività delle banche medesime. Tali argomentazioni, peraltro, sono ritenute talmente cruciali che, a vari livelli istituzionali, si moltiplicano interventi, suggerimenti e riflessioni volti a creare i presupposti ideali per un’implementazione ottimale dell’intero sistema creditizio agli attuali canoni inflattivi che certo non hanno più nulla da condividere con l’epoca (ormai tramontata) del *Quantitative Easing*, ovvero delle politiche monetarie accomodanti e permissive.

La Commissione Europea, *in primis*, ha presentato di recente una parziale riforma dell’unione bancaria allo scopo di gestire le crisi creditizie e l’obiettivo dell’esecutivo comunitario è che le regole europee siano adottate con frequenza e facilità dalle banche di medie e piccole dimensioni; più in generale, la speranza è di promuovere soluzioni che garantiscano la stabilità finanziaria e la vera sfida sarà farle accettare ai Paesi membri. Il comitato di Basilea, a sua volta, a seguito delle vicissitudini legate alle banche regionali americane, sta cominciando a sondare il terreno sull’ammodernamento delle regole internazionali di liquidità entrate in vigore (ormai) dieci anni fa con l’implementazione di Basilea 3; la priorità assoluta dei *regulator* è senz’altro riconducibile all’esigenza di attuare una revisione del *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), ovvero il coefficiente di liquidità che, secondo le regole di Basilea 3, le banche devono detenere per far fronte, in caso di stress, ai deflussi prevedibili in un orizzonte di 30 giorni e, in tale ottica, le ipotesi di modifica al vaglio degli analisti sarebbero così sintetizzabili: da un lato possibili interventi sul fronte degli asset liquidi o liquidabili, dall’altro sulle modalità di incremento dello stock di liquidità, anche alla luce del fatto che in SVB oltre il 30% dei depositi è evaporato in 24 ore (e non in un mese).

Non poteva certo mancare, va da sé, il contributo della Vigilanza bancaria europea BCE/SSM secondo cui è di imprescindibile rilevanza puntare un faro sui titoli congelati in bilancio e, per dirla con il presidente Andrea Enria, porre in essere “*una raccolta più granulare delle informazioni sulle attività finanziarie detenute dalle banche, comprese le operazioni di copertura abbinata ad esse; serve quindi una ricognizione a tutto tondo delle perdite non realizzate sui portafogli di bonds*”. Ciò detto, tuttavia, a livello istituzionale ancora più alto, la Corte dei conti europea (Eca), non sottraendosi al proprio compito di esternare impressioni e valutazioni sulla banca centrale europea, ha in parte “bacchettato” l’operato della BCE stessa, in quanto l’istituto di Francoforte “*ha intensificato gli sforzi profusi nella vigilanza sul rischio di credito bancario e, in particolare, sui crediti deteriorati, ma al tempo stesso occorre fare di più affinché la BCE ottenga maggiori garanzie che il rischio di credito sia gestito e coperto in modo adeguato*”; con la tagliente conclusione che “*la BCE non utilizza in modo efficiente i propri poteri di vigilanza per indicare alle*

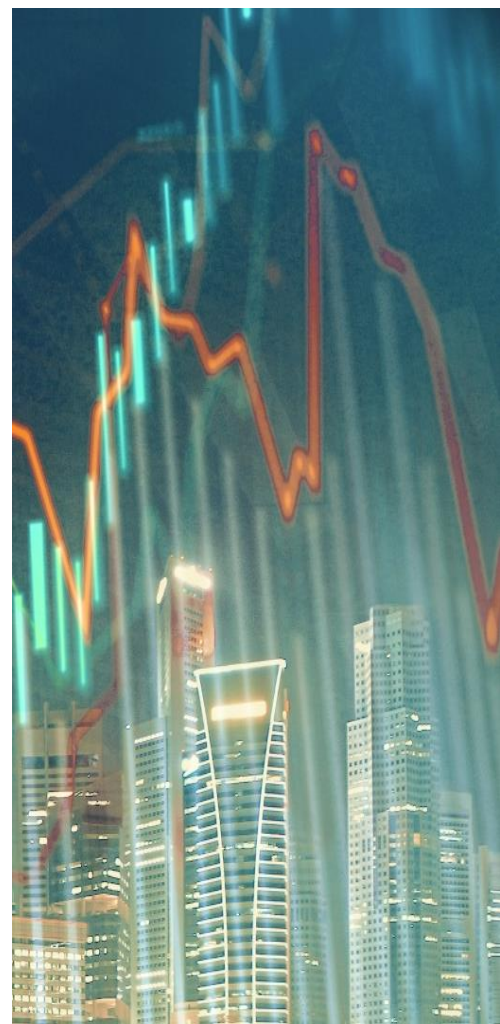


banche come gestire meglio il rischio di credito". Ciò che emerge, dunque, è un quadro alquanto composito nel pieno di un processo evolutivo dinamico volto a stabilire una nuova "impalcatura" a livello regolamentativo che sappia guardare anche ai traguardi e agli orizzonti fissati per la transizione ecologica e, all'interno di tale contesto, si giustifica l'attuale nostra posizione neutrale nei confronti dell'universo bancario: anche se, in ottica prospettica, prevale la convinzione che il settore abbia numeri e potenzialità per garantire ottimi ritorni in termini di investimento. In effetti, il traino della redditività non è solo ascrivibile ai margini di interesse e alle commissioni sul wealth management, ma anche ad una maggior patrimonializzazione e (conseguente) capacità di distribuire utili; senza contare che dieci anni di pulizia di bilanci imposta dalla BCE ha reso certamente più sopportabile il peso dei crediti deteriorati (NPL) e l'invito a favorire la concentrazione bancaria (da parte della banca centrale) sottoforma di fusioni e acquisizioni non è mai venuto meno, con un doppio implicito benefico stimabile: per gli investitori, in termini di potenziali guadagni da "operazioni straordinarie", e per la BCE medesima, certamente più agevolata nei suoi compiti di vigilanza su un numero più ristretto (e solido) di istituti bancari.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana di metà maggio all'insegna dell'incertezza (almeno in avvio) per i mercati azionari globali, in ragione del contestuale convergere di più fattori in chiaroscuro sia sul versante orientale che occidentale. La Cina ha esibito vendite al dettaglio in forte ascesa (+18%) ma inferiori alle stime di consenso, così come la produzione industriale al +5.6% ha in parte deluso le aspettative, unitamente agli investimenti in asset fissi che ad aprile hanno decelerato, pur in un contesto complessivo in cui la crescita media annua dovrebbe posizionarsi oltre il 6% (e forse non a caso la People Bank of China, proprio una settimana fa, ha lasciato invariati i tassi ufficiali a un anno, contrariamente alle attese degli analisti che ipotizzavano una limatura di 10 punti base); il Giappone, a sua volta, ha sorpreso non poco con un rialzo del PIL dell'1.6% su base annua, ben oltre l'espansione attesa dello 0.7%, con consumi privati e capex decisamente brillanti su base trimestrale (rispettivamente pari a +0.6% e +0.9%).

Nel Vecchio Continente non è certo passata inosservata la recente intervista a Luis de Guindos, vicepresidente dell'Eurotower, per i toni relativamente concilianti in materia di politica monetaria in quanto, pur non essendo ancora *"il momento di essere compiacenti, la politica restrittiva della BCE è arrivata alla fase conclusiva"*, ribadendo che *"il rialzo di 25 punti base è stato la decisione corretta da prendere"*, fermo restando che *"le banche dell'Eurozona sono resilienti in termini di capitale e di liquidità e ora anche la redditività è in risalita grazie ai margini sui tassi di interesse"*. Il quadro che emerge dall'ultimo report della Commissione europea in termini di outlook prospettico, tuttavia, esplicita un mix di luci e ombre che induce massima cautela in termini di evoluzione congiunturale attesa; in effetti, mentre migliorano le stime sul PIL 2023 e 2024, l'inflazione rappresenta ancora una forte criticità in quanto *"l'inflazione core rimane persistentemente elevata, il che potrebbe erodere il potere d'acquisto delle persone, rallentare la crescita degli investimenti e ostacolare l'accesso al credito"*: senza



contare che l'aumento dei costi di finanziamento per i consumatori e le imprese ha ridotto la disponibilità di prestiti per l'acquisto di case o per gli investimenti aziendali (e non pochi economisti continuano a non nascondere la loro perplessità circa le modalità comunicative della BCE, sottolineando l'incongruenza tra l'annunciare approcci restrittivi *ex ante*, poi di fatto fatti seguire da decisioni "prese alla giornata").

Inoltre, non vi è stato giorno della scorsa settimana in cui il ministro del Tesoro americano (J. Yellen) non abbia energicamente richiamato l'attenzione sugli effetti devastanti e imprevedibili che potrebbe sortire un mancato accordo sul tetto del debito USA (*"il tempo per evitare un default sta per scadere. Negli ultimi anni le famiglie e le aziende americane hanno lavorato duramente per dare vita a una storica ripresa economica, ma un default invertirebbe questo trend e la conseguente crisi finanziaria moltiplicherebbe la severità della frenata economica"*).

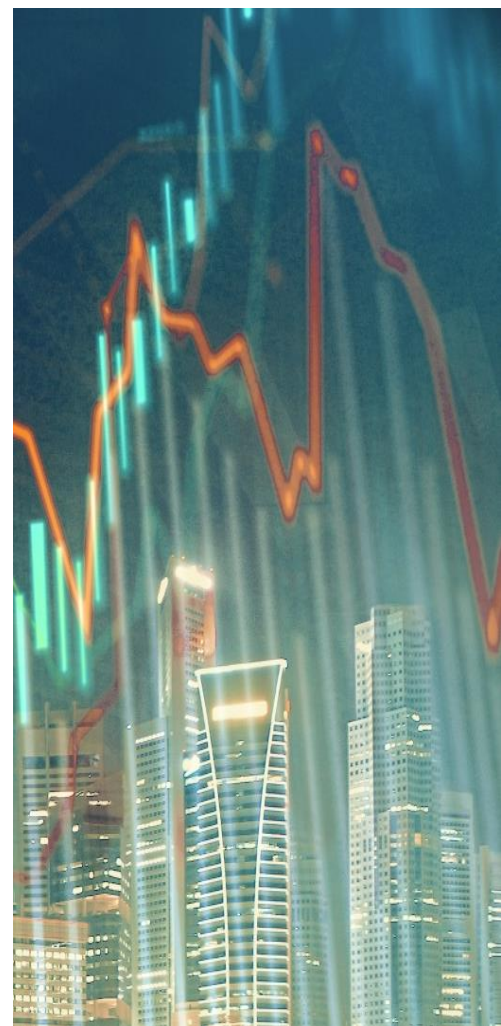
Non solo ma, se non bastasse la "spada di Damocle" della gestione del tetto, proprio a inizio della scorsa ottava la FED ha richiamato l'attenzione sull'indebitamento complessivo delle famiglie che il carotassi ha incrementato di altri 148 miliardi di dollari su base trimestrale; in sintesi, la sommatoria di mutui, carte di credito, prestiti per auto e per studio ha superato per la prima volta la vetta dei 17mila miliardi di dollari totali, ovvero 3mila miliardi di debito in più rispetto al periodo pre-pandemico. A ciò si aggiunga, secondo uno studio a cura di una primaria casa di investimento, che se da un lato si registra già un calo delle condizioni creditizie (lato domanda e lato offerta), dall'altro i tassi d'interesse per i nuovi finanziamenti hanno già testato vette proibitive (con i nuovi prestiti per l'acquisto di auto già sui massimi dal 2010); al momento, viene peraltro precisato, le famiglie possono contare sul fatto che quasi il 90% dei debiti è a tasso fisso, ma il peso debitorio complessivo (percentuale) sul reddito disponibile è in veloce risalita dai minimi del 2021 (ora al 10% dal 13% raggiunto nel 2010): per di più, se si perfezionasse il default (ipotesi a cui peraltro nessuno vuole credere), il conseguente *shutdown*, ovvero la chiusura degli uffici pubblici per mancanza di fondi causata dall'eventuale mancato accordo politico, avrebbe effetti concretamente tangibili anche sui tassi di insolvenza. Al di là delle citate argomentazioni, tuttavia, i principali listini azionari hanno privilegiato le aspettative per un'imminente risoluzione della travagliata gestione del tetto del debito USA esibendo segni verdi e saldi positivi un po' ovunque; l'indice S&P 500 è risalito al test di 4200 (con il Nasdaq ormai in vista di quota 13000, ottimamente supportato dal Fang Index, quello delle Big Tech), l'Eurostoxx 600 ha ben tenuto la soglia 460 e il domestico FtseMib non ha avuto difficoltà a conservare in scioltezza quota 27000, mentre il Topix giapponese ha addirittura assaporato nuovi massimi relativi oltre 2170 e lo Shanghai Composite si è confermato negli intorni di 3300.

I mercati emergenti, a loro volta, hanno evidenziato l'attesa correzione di breve periodo del Sensex indiano, a fronte di un gran recupero del Kospi coreano e del Taiex taiwanese dove, in particolare, si sono distinti i comparti auto e semiconduttori per le ampie performance su base settimanale. Universo obbligazionario tendenzialmente debole, con rendimenti governativi decennali americani in direzione 3.7% (da un minimo a 3.45%) e corrispettivi tedeschi proiettati verso 2.5%, a fronte di uno spread Btp-Bund



sempre compiacente con l'*Azienda Italia* e stabilmente sotto i 190 punti base.

Moneta unica in flessione in direzione 1.07, a conferma di un rafforzamento del dollaro che si è tradotto anche sulla sterlina (in area 1.24) e soprattutto sullo yen (oltre 138), la cui debolezza rappresenta sempre una panacea per le sorti del mercato azionario locale. Il bitcoin, a sua volta, continua a scambiare ampiamente sotto quota 30000, ma la vera novità della settimana è data dalla nuova stretta varata dalla Commissione UE sul mondo delle criptovalute, in quanto i fornitori di servizi dovranno segnalare le transazioni nazionali e transfrontaliere dei clienti residenti in Europa: è solo l'inizio, ma si preannunciano tempi duri per gli amanti del mondo crypto. In tema di commodities, infine, petrolio nuovamente sopra i 70 dollari sfidando i venti contrari di recessione (evidentemente ancora poco percepita) e quotazioni del grano in marcata flessione, in ragione degli abbondanti raccolti nel Kansas (principale produttore americano) ben oltre le stime di consenso.



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.