

WEEKLY UPDATE

27 marzo 2023



LA VIGILANZA BCE INTERVIENE SULLE DIFFICOLTÀ DEL MONDO BANCARIO

È opinione piuttosto condivisa che il caso SVB sia un unicum nel panorama bancario, in quanto si tratta di un istituto di credito che non faceva propriamente la banca tradizionale ma raccoglieva depositi di imprese, venture capital e start-up legate alla Silicon Valley: dunque non i classici retail, ma risparmiatori evoluti. La maggior parte dei suoi investimenti erano rappresentati da asset finanziari (Treasury, Mbs ecc...) e quando i tassi hanno iniziato a salire, dato che la remunerazione della banca era considerata insoddisfacente, i depositanti hanno iniziato a spostare i fondi sia in altre banche, sia in fondi monetari ingenerando tangibili problemi di liquidità; inoltre, quando i depositanti hanno iniziato la fuga, i manager di SVB hanno dovuto liquidare gli asset anche a lunga scadenza realizzando ingenti perdite per effetto del rialzo dei rendimenti, sino all'atto finale: un tentativo estremo di aumento di capitale che non ha avuto successo e ha sancito il crack.

Per quanto riguarda il Credit Suisse poi, è storia nota che la banca centrale svizzera si sia prodigata in ogni modo per favorire l'intervento risolutivo di UBS (per oltre 2 miliardi di dollari), ma non vi è alcun dubbio che il fallimento di SVB (venerdì 10 marzo), seguito dalla crisi di altre banche regionali Usa e dalle ben più gravi incertezze sulla solidità di una banca di interesse sistemico come Credit Suisse abbia inciso non poco sugli umori della comunità finanziaria nei confronti dell'universo bancario anche se, doverosamente, va rilevato come

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

diverse case di investimento abbiano tenuto subito a precisare come il recente panico sia stato frutto di un'esasperata reazione psicologica, assolutamente non supportato da numeri ed evidenze da conti societari; per quanto riguarda le banche europee, in particolare, stando agli ultimi dati dell'EBA, il capitale primario (Cet 1) è in media del 14.8%, il Liquidity coverage ratio (Lcr) è al 162.5% mentre le sofferenze creditizie sono solo all'1.8% (Npe ratio) e mai, nell'arco degli ultimi 15 anni, le banche europee erano risultate così solide e redditizie. Ovviamente, lo scenario d'oltreoceano appare meno confortante in quanto gli istituti più fragili faticano ad assorbire l'innalzamento dei tassi da parte della FED; il problema è ascrivibile non tanto al contagio del default di SVB su altre banche, quanto piuttosto alla contrazione dei depositi bancari registrata nelle ultime settimane negli Usa: secondo stime aggiornate, già nel 2022 oltre 400 miliardi di dollari sono migrati dai depositi bancari ai money market funds (che investono in strumenti di liquidità a breve, offrendo rendimenti sopra al 3%, a fronte dello 0.5% dei depositi).

In termini di comparazione, peraltro, "l'Europa si trova in condizioni apparentemente più robuste perché le regole introdotte dopo il 2008 non sono state allentate, anche se va ricordato che la lobby aveva iniziato una campagna basata proprio sulla necessità di seguire l'esempio americano"(M. Onado). In tale ottica, proprio per dare un messaggio di continuità in termini di stretta sorveglianza del mondo bancario, il consiglio di vigilanza (che si occupa della supervisione di oltre 110 banche nell'area dell'euro e nella UE ma non in Svizzera) si è riunito qualche giorno fa, per un incontro non programmato, "per discutere i recenti sviluppi nel settore bancario e aggiornare i membri del Board sull'evolversi della situazione"; la "questione Credit Suisse" rientra in una di quelle fattispecie considerate di "monitoraggio speciale" in cui la BCE opera in modalità di pre-allerta: per la semplice ragione che l'istituto elvetico è considerato di rilevanza globale e sistemica, con attività in bilancio che valgono 550 miliardi ed equivalgono a due terzi del PIL della Svizzera.

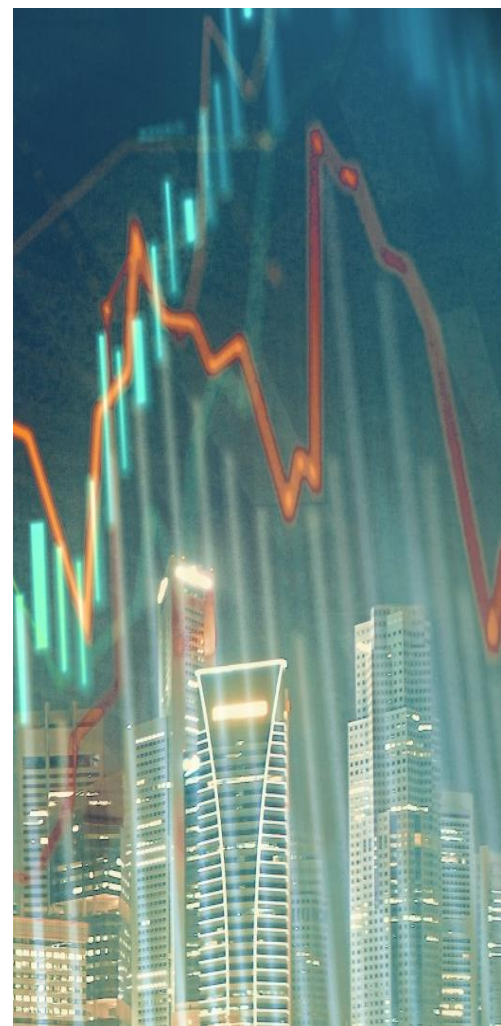
Per di più, a complicare le cose, su Credit Suisse pesano altre due aggravanti che di certo non agevolano l'attività della vigilanza bancaria europea: la gestione del dossier della banca è di responsabilità del supervisore svizzero e, aspetto non secondario, le esposizioni nei confronti della banca medesima che escono dal perimetro di vigilanza BCE non risultano totalmente quantificabili e identificabili; quel che pare accertato, al momento, è che le esposizioni dirette delle banche europee nei confronti del colosso svizzero sono "limitate e non concentrate" fermo restando, comunque, che agli istituti creditizi del Vecchio Continente è stato imposto di strutturare le proprie passività in modo da assicurare una capacità di assorbimento delle perdite in caso di risoluzione, disponendo di un pacchetto di attività prontamente liquidabili.

Se la vigilanza BCE dunque si sta attivando per quelle che sono le proprie competenze, i possessori di Bond Credit Suisse, con toni decisamente meno diplomatici, stanno affilando le armi e minacciano



cause legali di massa: per la semplice ragione che sono state sovvertite le gerarchie tra azionisti e obbligazionisti e questi ultimi lamentano ben 16 miliardi di titoli ibridi letteralmente evaporati. I fatti sono inequivocabili: per salvare Credit Suisse le autorità di Zurigo hanno previsto che tutti gli Additional Tier 1 (AT1) della banca svizzera fossero azzerati completamente e, detto per inciso, per questo tipo di asset (che vale 260 miliardi a livello globale) è stata archiviata la più grande perdita mai registrata prima; la questione di fondo è che per i possessori di AT1, tipicamente investitori istituzionali, ci sarebbe ben poco da reclamare poiché si tratta di strumenti ad alto coefficiente di rischio: senonché, il paradosso di fondo è che mentre i possessori di questi strumenti obbligazionari vedranno annullato tutto il proprio investimento, per contro agli azionisti è stato riservato un “cuscinetto” di circa 3 miliardi di franchi grazie al concambio studiato ad hoc nella fusione azionaria con Ubs. Inutile dire che la decisione delle autorità elvetiche, comunque del tutto legale, è stata letta come un autentico sovvertimento delle regole standard, al punto che una primaria casa di investimento non ha esitato a sottolineare che “quando un investitore acquista un AT1 sa di essere in basso nella struttura del capitale rispetto al senior, ma presume di essere al di sopra dell’equity”. Ora, fermo restando che il prospetto degli AT1 di Credit Suisse segnalava che in caso di crack i detentori di ibridi non avrebbero recuperato alcun valore, ai piani alti di Bruxelles (BCE, EBA, Comitato di risoluzione) l’intera vicenda è andata del tutto di traverso in quanto se l’azzeramento degli strumenti AT1 potrebbe essere servito al governo svizzero per addolcire la “pillola amara” per Ubs, lo sconvolgimento gerarchico del binomio azionisti-obbligazionisti ha scatenato il panico e diffuso un concetto di instabilità finanziaria che potrebbe avere ripercussioni anche in un prossimo futuro.

Anche oltreoceano, ovviamente, c’è molto fermento, al punto che le autorità federali degli Stati Uniti starebbero valutando l’opzione di garantire tutti i depositi bancari, espandendo le garanzie fornite dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), che al momento coprono un ammontare massimo di 125 miliardi di dollari; attualmente negli USA il valore dei depositi bancari è di circa 18 trilioni di dollari e la paura di un nuovo caso di bank run, corsa agli sportelli, scattata a seguito del crac di Silicon Valley Bank (SVB) e di Signature Bank è tale che l’associazione che rappresenta le banche piccole e medie degli Stati Uniti, ovvero la Mid-Size Bank Coalition of America, ha chiesto alle autorità di regolamentazione degli Stati Uniti di garantire tutti i depositi dei loro clienti per i prossimi due anni: e Janet Yellen avrebbe dato una prima disponibilità ad un’azione governativa di maggior tutela sui depositi se la crisi bancaria dovesse peggiorare, precisando di “essere pronti a misure per mettere i depositi al sicuro” (e, dopo aver convocato i capi dei principali regolatori finanziari statunitensi per una riunione straordinaria del Financial Stability Oversight Council, i primi commenti filtrati parlerebbero di “alcune banche sotto pressione, ma in un sistema finanziario complessivamente sano”); per ora siamo nel campo delle ipotesi



teoriche, soprattutto in funzione delle dinamiche comportamentali dei mercati, ma intanto in Europa scoppiava il caso dei titoli "Tier 1", con due banche tedesche che non hanno esercitato l'opzione call, ovvero non rimborseranno il titolo tra un mese ma lo lasceranno in vita, avallando un'operatività che ha altri pochi precedenti nella storia di questi strumenti.

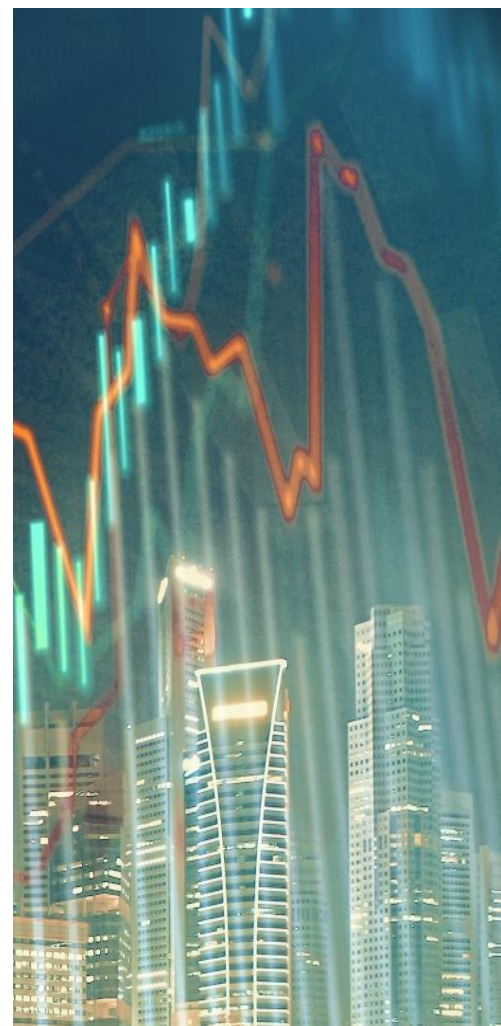
L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La scorsa settimana (lunedì 20) era cominciata sotto i peggiori auspici, con le borse asiatiche in segno negativo e Hong Kong addirittura in flessione del 3%, allorché l'accordo Ubs-Credit Suisse del precedente week-end aveva agitato lo spettro del bail-in (con quanto ne deriva in termini di eventuale coinvolgimento per i detentori di obbligazioni subordinate e ordinarie-senior).

In realtà, dopo una partenza shock sui mercati del Vecchio Continente, un sentimento di fiducia si era presto diffuso sulle principali piazze borsistiche, non tanto ascrivibile alla nuova revisione del PIL globale a cura dell'Ocse (meglio delle attese al +2.6% nel 2023) quanto piuttosto al formidabile "paracadute" di liquidità velocemente approntato dalle banche centrali: in cifre, oltre ai 50 miliardi messi a disposizione di Credit Suisse dalla banca centrale svizzera, in quattro giorni le banche americane hanno preso (riducendo le operazioni cosiddette di Reverse repo) oltre 160 miliardi di dollari dalla FED, più altra liquidità sotto forma di "discount window" (tipico strumento di politica monetaria di breve periodo) fino ad un totale di 535 miliardi netti fatti riversare sul sistema finanziario americano: per non parlare della nuova linea di credito Bank Term Funding Program che, a detta di una primaria casa di investimento, potrebbe tradursi in ulteriore disponibilità per gli istituti d'oltreoceano fino a duemila miliardi di dollari.

Ecco perché le Borse hanno subito brindato a inizio ottava, con la piena partecipazione del comparto bancario: dove l'indice Stoxx Banks ha messo a segno un recupero corposo, in ragione del fatto che la maggior parte degli istituti di credito ha visto i propri bond AT1 recuperare terreno dopo le forti svendite dei giorni precedenti e, nel contempo, i relativi CDS (Credit Default Swap) hanno proporzionalmente perso terreno scontando scenari meno catastrofici (anche se poi l'ottimismo iniziale si sarebbe rivelato alquanto effimero).

Martedì 13, poi, il clima euforico si è esteso anche a Ubs (+12%), pur in un contesto in cui l'istituto elvetico ha dovuto incassare il peggioramento di outlook (da stabile a negativo) da parte dell'agenzia di rating Moody's (con tutto quanto ne può conseguire, dunque, anche in tema di conseguenti problematiche relative al funding) e qualche riflessione non propriamente benigna in tema di Antitrust: in altri termini, un'entità che può vantare "un totale dell'attivo che supera del 200% il PIL della Svizzera da chi potrebbe essere salvata se in futuro

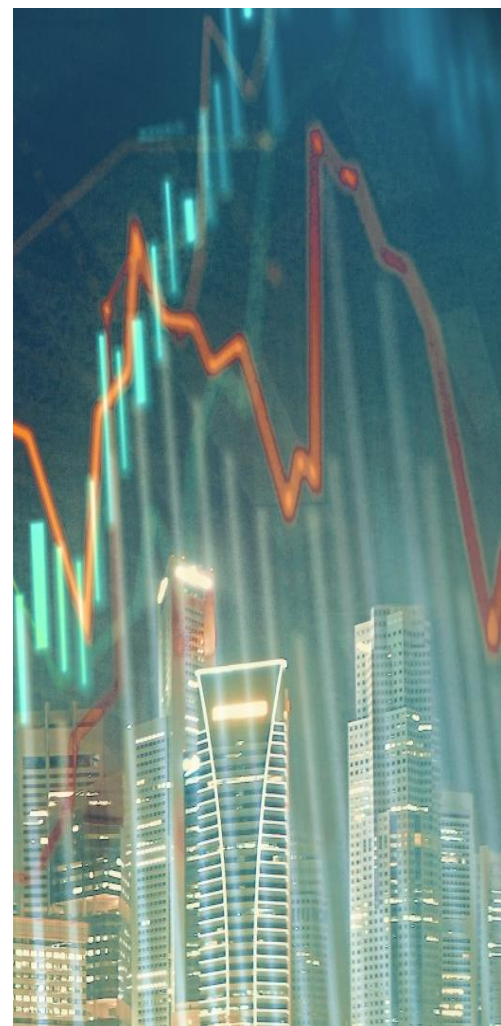


dovesse andare in crisi? Un interrogativo che non riguarda solo la piccola Svizzera ma l'intera Europa che vede nascere all'interno del continente, ma fuori dalle regole di UE e BCE, un colosso bancario che ha presenza di rilievo in vari Paesi dell'Unione"(A. Graziani). La questione di fondo, ovviamente, è più generale e non investe solo il destino della banca svizzera; è un dato di fatto che "l'eurozona è più solida, ma l'unione bancaria è incompleta in quanto manca una garanzia europea sui depositi bancari entro la soglia dei 100mila euro; inoltre, nei giorni passati ha reso disponibile una modalità di rifinanziamento simile a quella varata alla fine del 2011 (Ltro): resta da chiedersi come la BCE nei prossimi mesi saprà armonizzare le restrizioni di politica monetaria per il controllo dell'inflazione e le immissioni di liquidità per la stabilizzazione finanziaria"(M. Messori). E non poteva certo mancare, a metà della scorsa settimana, il commento del presidente del consiglio europeo di vigilanza (A. Enria) il quale, pur riconoscendo la resilienza delle banche europee, ha ammonito sulla dinamica del rischio tassi, riservando anche una frecciatina ai colleghi americani poiché "deviare dagli standard internazionali rende i mercati finanziari più fragili".

La stessa numero uno della BCE (Lagarde), pur sensibile all'importanza della stabilità finanziaria, non ha perso l'occasione per ribadire che "l'inflazione è ancora troppo alta e affinché le pressioni inflazionistiche si allentino è importante che la nostra politica monetaria funzioni in modo deciso nella direzione restrittiva": parole che sono suonate come oro colato a due noti "falchi" del Board, ovvero Kazaks, sempre ben disposto ad accogliere le tesi più restrittive, e soprattutto Nagel (capo della Bundesbank) il quale ha rimarcato l'importanza di essere "più ostinati" nel combattere l'inflazione (anche perché, nel mentre, i nuovi dati sugli indici PMI di marzo hanno confermato la forza intrinseca della domanda interna).

Sul versante FED, poi, tutta la comunità finanziaria era trepidamente sintonizzata sulla riunione di mercoledì 22, giorno dell'attesissima nuova esternazione di politica monetaria da cui sono emersi i seguenti punti focali:

1. I tassi sui fed funds sono saliti di 25 pb in un contesto in cui la FED ha evidenziato l'impatto sull'economia della restrizione del credito;
2. Le giornate "tumultuose" del comparto bancario hanno inciso notevolmente sullo scenario atteso della FED, valutando come impraticabile sia un rialzo di 50 pb sia un aumento significativo del livello terminale dei tassi;
3. Conseguentemente, il tono comunicativo è stato decisamente più conciliante rispetto alle attese e lo stesso comunicato stampa non prospetta più "continui rialzi" nelle prossime riunioni ma sostituisce questa formulazione piuttosto aggressiva con un'indicazione, molto più vaga, secondo cui "qualche restrizione potrebbe essere appropriata", con tasso terminale rimasto ancorato al 5%-5.25%;

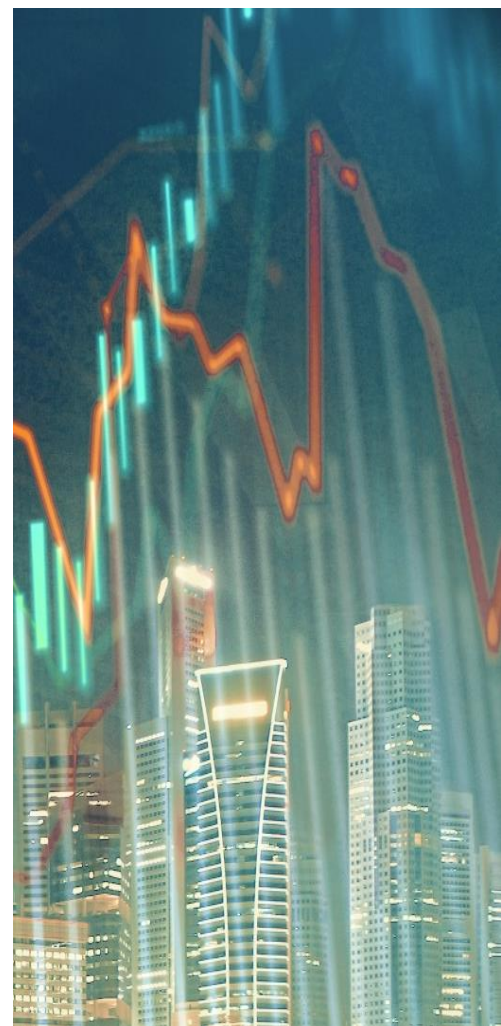


4. Operativamente, nel complesso, i dots segnalano come probabile un rialzo dei tassi di 25 pb nella prossima riunione di maggio seguito da una pausa un poco più lunga rispetto a quanto precedentemente indicato prima che sia avviato il taglio dei tassi;

5. Le proiezioni del FOMC già mostrano un impatto non trascurabile dei problemi del settore bancario sulla crescita nel corso dei prossimi trimestri, con revisione al ribasso per il 2023 dallo 0.5% allo 0.4%, mentre le proiezioni relative all'inflazione sono state invece riviste lievemente al rialzo (+0.1% sia per il 2023 sia per il 2024), a conferma delle sorprese negative a inizio anno;

6. In definitiva, l'esito della riunione del FOMC di marzo segnala una maggiore incertezza sulle prospettive della politica monetaria nel breve periodo. Il nostro scenario centrale, prima della riunione, indicava come probabili altri due rialzi di 25 pb nelle riunioni di maggio e giugno ma, alla luce delle indicazioni dell'ultimo FOMC, è chiaramente aumentata la probabilità che il ciclo dei rialzi venga interrotto prima.

Premesso che sul versante orientale, all'opposto, la banca centrale cinese ha lasciato invariati i tassi LPR a 1 e 5 anni, nei saldi settimanali dei listini azionari sembrava prevalere un solido segno verde positivo, verosimilmente alimentato dagli sforzi mediatici delle banche centrali di trasmettere segnali garantisti, salvo poi accusare (venerdì 24) un nuovo peggioramento degli spread bancari che tornavano ad alimentare incertezza in modo diffuso (con la Deutsche Bank a segnare nel pre-market statunitense un crollo del 13% a seguito dell'impennata dei Credit default swap, sollevando nuovamente preoccupazioni sulla salute del settore bancario europeo); il Vecchio Continente, pertanto, ha ritracciato parte dei guadagni settimanali con l'Eurostoxx 600 in area 440 e Wall Street sulla stessa scia con l'S&P 500 di poco sotto a 4000, a fronte dei mercati asiatici in tenuta dei rispettivi livelli critici (Shanghai Comp. oltre 3200 e Topix sempre negli intorni di 2000). A livello obbligazionario, i rendimenti decennali governativi si sono caratterizzati per una fase ascendente nella prima parte di ottava e una successiva fase correttiva, particolarmente accentuata in chiusura di ottava (con la parte americana nel range 3.6-3.3% e la tedesca compresa tra 2.4% e 1.9%), mentre lo spread Btp-Bund ha sempre quotato sotto i 200 punti base. Moneta unica in deciso recupero con massimo relativo a 1.093 e petrolio al gran recupero di quota 70 su voci cinesi di minori preoccupazioni sul fronte Covid, mentre le quotazioni del grano, deboli nel corso della settimana, sono letteralmente esplose venerdì 24 su voci di stop all'export del grano russo, unitamente alla siccità che sta interessando diverse aree degli Stati Uniti.



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.