

WEEKLY UPDATE

3 aprile 2023



LE BANCHE CENTRALI DEFINISCONO I PARAMETRI DI SOLIDITÀ E FUNDING

È opinione diffusamente condivisa che il modo in cui misuriamo i fenomeni economici condizioni le nostre decisioni a livello collettivo e individuale. A livello macroeconomico la misura più utilizzata per cogliere l'andamento di un'economia è il PIL pro capite, ma non pochi economisti sono convinti che per valutare gli aspetti intrinseci di un'equità sociale sia necessario adottare altri parametri valutativi; ad esempio, vi è chi esalta, come indicatore, la significatività del rapporto tra il reddito detenuto dal 20% più ricco e il 20% più povero oppure chi, come Stiglitz (premio Nobel per l'economia) e Fitoussi, confida sulle capacità predittive del Better Life Index: tutti strumenti di analisi che mirano a rendere, nel loro intento, più credibili le statistiche economiche ufficiali ai fini delle decisioni di politica economica.

Similmente, se dai macro aggregati lo zoom si restringe all'ambito più circoscritto dell'universo bancario, è ora più che mai impellente, per gli organi di Vigilanza, la definizione di fattori quantitativi che sappiano ben esplicitare le condizioni di solidità e liquidità di ogni singolo istituto creditizio.

La crisi di SVB, a cui hanno fatto seguito in pochi giorni quelle di altre piccole e medie banche Usa, si è palesata come crisi di liquidità determinata da errori manageriali ma anche, soprattutto, dalle lacune della regolamentazione e della Vigilanza bancaria americane; in pratica, derogando alle regole di Basilea 3, alle banche americane con attivi inferiori ai 250 miliardi di dollari è stato concesso di non dover rispettare i due coefficienti base che disciplinano il funding e la

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



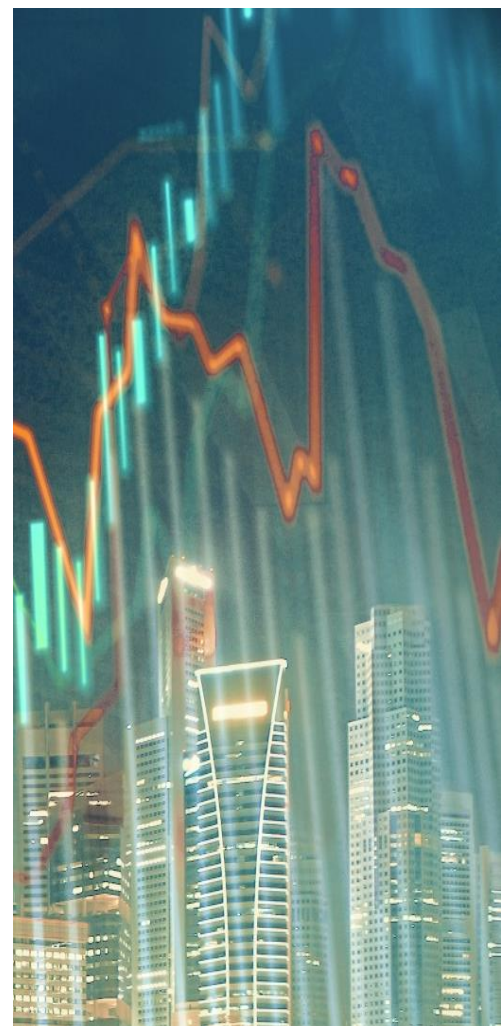
**FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management**

liquidità delle banche: il Net funding stable ratio (Nfsr) e il Liquidity coverage ratio (Lcr) i quali, secondo la regolamentazione condivisa a livello internazionale, devono sempre prudenzialmente mantenersi sopra quota 100 (il che varrebbe sia per le grandi e medie banche Usa che per tutte le banche europee vigilate dalla BCE).

Per quanto riguarda l'Eurozona, in particolare, secondo le rilevazioni a cura della European Banking Authority aggiornate a fine 2022, il Nfsr medio era del 126.9%, mentre il Lcr si posizionava al 162.5% e il valore aggiunto dei due indicatori sta nel fatto che il loro contributo non è statico ma dinamico, ovvero imperniato sulla capacità, da parte della banca, di far fronte al fabbisogno di liquidità a 30 giorni (Lcr) e di funding a 12 mesi (Nfsr), considerando le peculiarità dell'attivo e del passivo di bilancio di ogni singolo istituto: dunque entrambi i coefficienti sono calibrati banca per banca e, nell'eventualità in cui scendessero troppo in prossimità del livello 100, compito della Vigilanza BCE è intervenire rapidamente per far riportare la liquidità sopra i livelli di sicurezza.

Peraltro, va anche sottolineato che la fibrillazione che continua a creare suspense nel settore bancario rischia di impattare sulle modalità con cui le banche pianificano la loro raccolta di liquidità: per la semplice ragione che, per anni, quest'ultima è stata organizzata in funzione del Quantitative Easing (dunque basandola sui finanziamenti a buon mercato della BCE), un paradigma che ora risulta del tutto obsoleto alla luce delle recenti strette monetarie. Da un punto di vista strettamente psicologico, l'attuale ritrosia degli investitori rispetto alle emissioni bancarie quasi equivalenti al patrimonio, in particolare quelle come gli At1 convertiti a capitale azzerando le obbligazioni verso gli investitori da Credit Suisse, non è casuale ma, anzi, del tutto ascrivibile alla singolare manovra delle autorità svizzere che ha invertito la categoria di rischio tra azioni e obbligazioni per consentire la fusione Credit Suisse-Ubs.

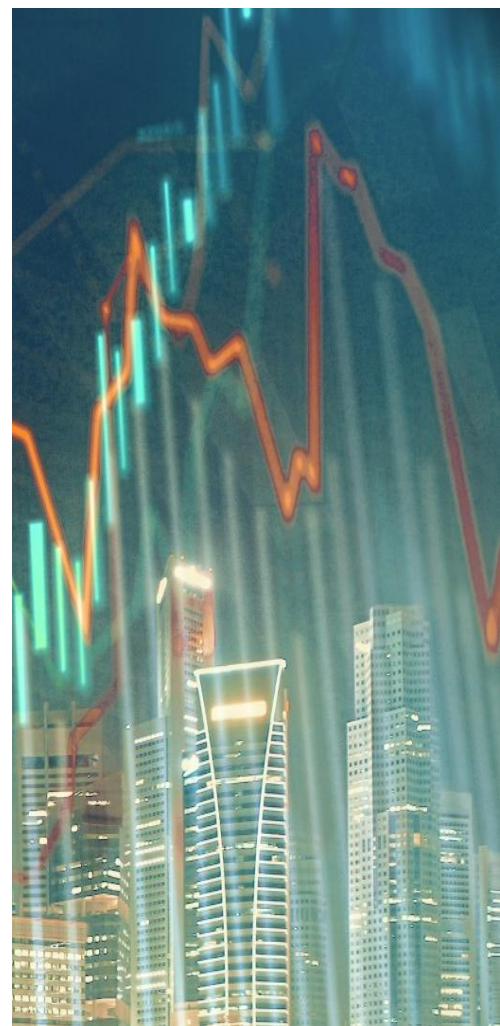
Ciò detto, non vi è alcun dubbio sul fatto che, ora più che mai, la criticità di fondo si identifichi con la capacità e propensione delle banche di gestire il processo di metamorfosi della composizione della raccolta, per uscire dai finanziamenti Tltro della BCE (pari a circa 1200 miliardi a febbraio su tutte le banche europee) e diversificare verso strumenti come bond senior, piuttosto che pronti contro termine o certificati di deposito; la Vigilanza europea, non a caso, già da qualche tempo ha sollecitato a istituti di credito di grandi e piccole dimensioni la predisposizione di "funding plan", ovvero pianificazioni dettagliate sulla gestione degli "effetti sostitutivi" nella composizione della raccolta, in quanto la dinamica ascendente dei tassi avrebbe complicato non poco la struttura dei costi dell'approvvigionamento di liquidità. Più in dettaglio, i piani di Quantitative Tightening varati dalla BCE prevedono che entro giugno ci sia una prima importante scadenza entro la quale restituire l'Ltro a cui si aggiunge, quale ulteriore fattore di incertezza, l'obbligo di rispettare il cosiddetto requisito Mrel, ossia un quantitativo di emissioni destinato, tra le passività delle banche, ad essere azzerato per ripianare perdite



qualora un istituto si trovasse a fronteggiare uno stato di crisi: il caso dei bond At1 è emblematico in quanto, se uno strumento simile andasse in scadenza in queste settimane, un eventuale rinnovo oggi sulla base dell'attuale curva dei tassi sarebbe fatto pagare più a caro prezzo dal mercato in termini di rendimento e, ovviamente, un eventuale aumento del costo della raccolta non potrebbe che traslarsi poi sugli impieghi e, dunque, sui prestiti. Alla luce di quanto argomentato, pertanto, e a ulteriore riprova che la tempesta finanziaria esplosa venerdì 10 marzo ha pochi elementi di casualità ma, anzi, evidenzia una sequenza causa-effetto piuttosto nitida, è indubbio che "sia SVB che Credit Suisse avevano assunto forti rischi ed è mancata la prontezza nel reagire alla risalita del costo del denaro" (M. Onado). Senza contare che oggi, rispetto alle precedenti crisi bancarie, la velocità di trasmissione dei flussi dei dati ha giocato un ruolo decisivo e di prioritaria importanza; il bank run "accelerato" (la corsa agli sportelli) ha trovato terreno fertile nella diffusione del mobile banking che consente di trasferire soldi 24 ore su 24 ogni giorno della settimana, al punto che una primaria casa di investimento ha ammesso che "la rapidità con cui tramite mobile banking i clienti hanno spostato milioni di dollari impone un cambiamento nel modo in cui banche e regolatori affrontano i rischi di bank run". Per non parlare dell'universo dei social media, dove centinaia di influencer con milioni di followers su Instagram e su TikTok (in particolare) invitano i loro "seguaci" a non tenere fermi i risparmi sui conti correnti infruttiferi e a spostarli sui fondi monetari: un tema che inizia a preoccupare i banchieri centrali e che certamente ha forti implicazioni (freudiane) con le dinamiche comportamentali della psicologia delle masse.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

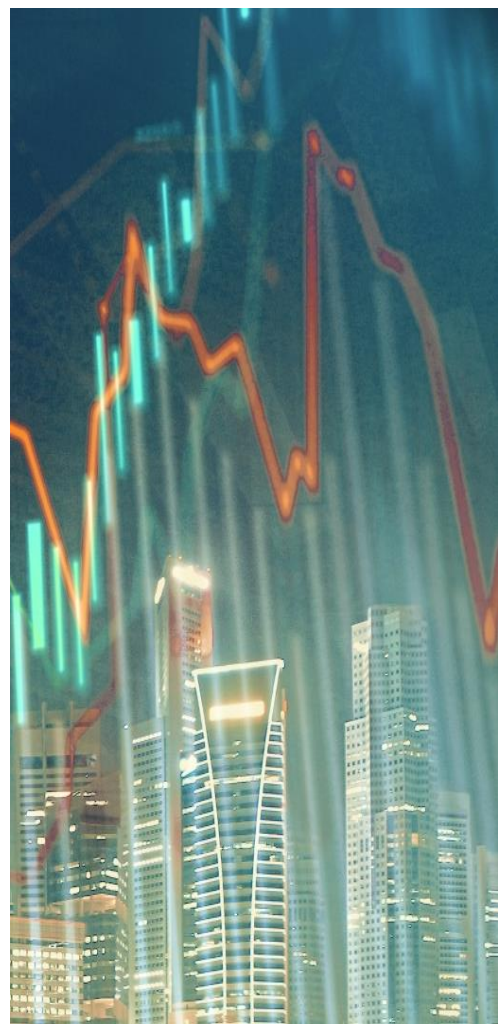
Le chiusure contrastate dei mercati asiatici nella mattinata di lunedì 27 (con Tokyo in rialzo ma Hong Kong decisamente debole) lasciavano presagire una giornata tormentata e densa di incertezze, anche per quanto occorso nella sessione di venerdì 24, allorché Deutsche Bank ha affossato i listini internazionali con l'annuncio del riscatto anticipato di un bond subordinato; nello specifico, l'annuncio di riscattare in anticipo un'obbligazione subordinata Tier2 a tasso fisso da 1.5 miliardi di dollari ha scatenato la speculazione, che ha ritenuto opportuno affondare il titolo del 15% prima che si levassero le patriottiche difese del cancelliere tedesco Scholz, ben lesto a dichiarare che "non c'è ragione di inquietarsi per Deutsche Bank poiché la banca è molto profittevole e ha radicalmente modernizzato il modello di business": tanto è bastato per far sì che già in apertura di ottava (lunedì 27) il titolo recuperasse il 6% , anche a fronte del fatto che, in base ad analisi più dettagliate dei prospetti informativi e di bilancio, è emerso che la mole di prodotti a rischio del colosso tedesco è di gran lunga inferiore a quella del 2007. Ancora una volta, comunque, ha prevalso la logica secondo cui la tenuta dei mercati azionari pare sempre più legata alla capacità comunicativa e di intervento tempestivo delle banche centrali, anche se "il rischio



adesso è che il panico nel settore bancario porti a una nuova ondata di regolamentazioni, generando incertezza e disincentivando i prestiti” (K. Fisher), per la semplice ragione che “se il sistema delle medie banche americane finisce in affanno, sarà costretto a ridurre il credito alle medie imprese, creando un contraccolpo sull’economia e portando gli Stati Uniti verso quella recessione che pareva scampata” (M. Longo).

D'altra parte, è innegabile che un'ulteriore fonte di sollievo per i mercati si sia concretizzata nel momento stesso in cui la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) ha annunciato che “le 17 filiali di SVB apriranno come filiali di First-Citizens Bank a partire da lunedì 27” e, certamente, un'altra iniezione di ottimismo si sia perfezionata quando FED e dipartimento del Tesoro hanno esternato la loro intenzione di espandere il programma di prestiti di emergenza per le banche: con immediato beneficio per le quotazioni di First Republic, in forte rialzo dopo un catastrofico -90% da inizio marzo, ben supportata, sul versante Hi-Tech sia a Wall Street che a Hong Kong, da Alibaba, dopo che il colosso cinese ha reso noto di voler procedere ad uno spin-off con conseguente creazione di sei unità separate, potenzialmente tutte quotabili in Borsa in forma distinta.

Nel corso della settimana, ovviamente, non sono mancate le consuete riflessioni dei banchieri centrali che se da un lato si sono prodigati ad elargire ampie assicurazioni sulla tenuta sistemica dell'intero apparato bancario, dall'altro lato non hanno mancato di ammonire sulla severità comportamentale richiesta per arginare gli effetti devastanti dell'inflazione. Lagarde, nel corso di una recente conferenza a Francoforte, quasi ignorando del tutto i temi salienti delle recenti turbolenze del mondo bancario, ha tenuto a precisare che “affinché le pressioni inflazionistiche si attenuino, è importante che la nostra politica monetaria tenga saldamente la rotta in direzione restrittiva. Data l'elevata incertezza, è ancora più importante che la traiettoria sia fondata sui dati. A priori, non ci impegniamo a innalzare ulteriormente i tassi né abbiamo finito di aumentarli”; non meno tagliente è stato l'intervento di Lane (capo economista BCE), il quale ha ribadito che “se le tensioni sul sistema finanziario restano contenute i tassi saliranno ancora” esplicitando, dunque, il concetto chiave secondo cui l'inflazione è al momento percepita come una minaccia ben superiore rispetto alle traversie dell'universo bancario, soprattutto quello europeo sul quale, peraltro, una nota casa di investimento ha ulteriormente puntualizzato che “consideriamo il recente episodio di elevata volatilità come un fenomeno derivante dai timori relativi al sistema finanziario originati dalle banche regionali statunitensi, ma privo di reali implicazioni per le banche europee nel loro complesso”. Ciò detto, tuttavia, non è mancato un deciso richiamo alla prudenza da parte di Enria (presidente del consiglio vigilanza BCE) in quanto “nonostante i significativi miglioramenti delle banche europee per rafforzare patrimonio e liquidità e qualità degli attivi, gli eventi attuali confermano che è più che mai necessaria una vigilanza forte e rigorosa” e gli ha fatto eco Fabio Panetta (BCE) precisando che “gli interventi restrittivi devono essere calibrati con



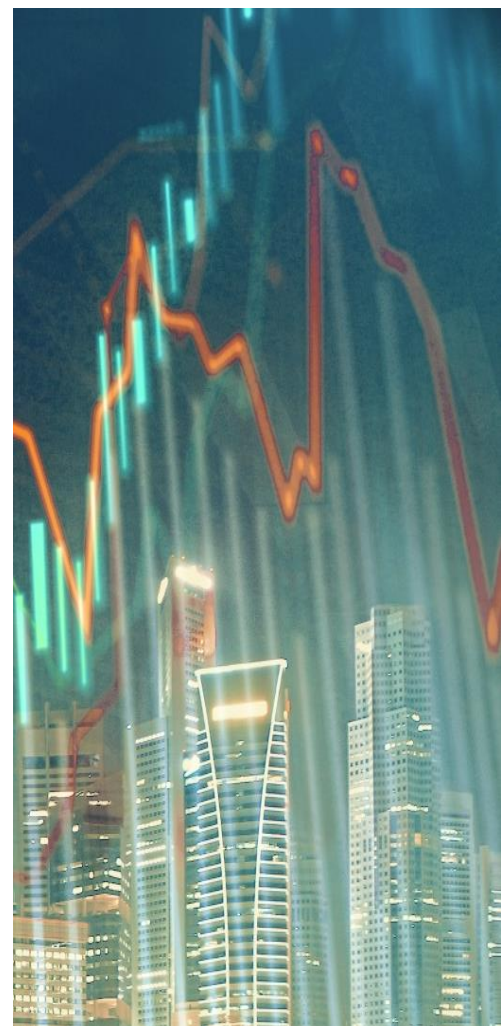
cautela per evitare volatilità indesiderata”: anche perché il Fondo Monetario Internazionale, a sua volta, ha dichiarato che i rischi per la stabilità finanziaria sono aumentati, ribadendo che il 2023 sarà un altro anno difficile con una crescita globale che rallenterà al di sotto del 3%. Oltreoceano, per di più, ha rincarato la dose il noto “falco” Kashkari (FED di Minneapolis) sottolineando che “la crisi delle banche ci porta sicuramente più vicini alla recessione; quello che non è chiaro è quanto questi stress si tradurranno in un fenomeno di credit crunch”.

Premesso che i dati macro settimanali hanno evidenziato un PIL americano in lieve flessione al 2.6% e, in termini di inflazione, in Europa un’inflazione in calo al 6.9% (ma il CPI core è salito al 5.7%), a fronte di un deflatore PCE US in lieve contrazione al 4.6%, i saldi settimanali dei principali listini azionari hanno esibito nel complesso luminosi segni verdi, con il versante orientale (Topix, Shanghai Composite e Hong Kong) largamente positivo e Wall Street in gran recupero del livello 4100 (S&P 500), ben supportata dal Vecchio Continente (con l’Eurostoxx 600 di nuovo oltre la soglia 450).

Mercato obbligazionario in trend fortemente laterale in termini di rendimenti (con i decennali governativi americani inchiodati tra 3.5% e 3.6% e i corrispettivi tedeschi chiusi nel range 2.15%-2.4%, salvo poi scendere leggermente in chiusura di ottava), a fronte di uno spread Btp-Bund spesso sotto i 190 punti base.

Moneta unica in progressiva fase ascendente fino al test di 1.0926 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha recuperato in gran scioltezza il livello 75 dopo che la Russia, come reazione alle sanzioni, ha confermato il taglio di 500.000 barili al giorno fino a fine giugno e le quotazioni del grano, a loro volta, si sono ulteriormente apprezzate in ragione del persistere della siccità che potrebbe rendere problematici i raccolti nel Kansas.

Il prossimo Weekly Update sarà lunedì 17 aprile.



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.