

WEEKLY UPDATE

6 marzo 2023



BANCHE EUROPEE REGINE DI REDDITIVITÀ, MA “BASILEA 3” ALLARGA IL DIVARIO EUROPA-USA

I risultati economici delle grandi banche europee (che distribuiranno 59 miliardi su 116 di profitti, in linea con i 54 dell'anno scorso) sono inconfutabili e ampiamente certificati dallo SREP (Processo Di Revisione e Valutazione Prudenziale) sotto la vigilanza diretta della BCE, i cui punti-cardine sono così sintetizzabili: redditività da record, posizione patrimoniale e liquidità solide, costi in calo, nuovi minimi storici dei crediti deteriorati (NPL) sul totale degli attivi; insomma, una vera e propria dimostrazione di capacità di resilienza del sistema bancario europeo, in un contesto particolarmente difficile e incerto a causa del conflitto russo-ucraino.

Senza contare che il rendimento medio del capitale delle banche al 7.6% è il livello più elevato dall'introduzione della vigilanza europea e, per la prima volta da diversi anni, nel 2022 il reddito netto da interessi è cresciuto anche grazie all'ampliamento dei margini di interesse netti, i più alti da oltre un decennio.

Ciò detto, tuttavia, non sono mancati gli ammonimenti cautelativi del presidente del Consiglio di Vigilanza della BCE (A. Enria), il quale ha sottolineato che *“le banche devono affrontare persistenti debolezze riguardanti i sistemi di controllo interni dei rischi e i meccanismi di governance in maniera prudente”*. Sul concetto intrinseco di prudenza, appunto, si innesta il pacchetto complessivo di norme e regole noto come Basilea 3 (ovvero il terzo accordo di Basilea, un quadro che stabilisce gli standard internazionali per l'adeguatezza patrimoniale delle banche, le prove di stress e i requisiti di liquidità),

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

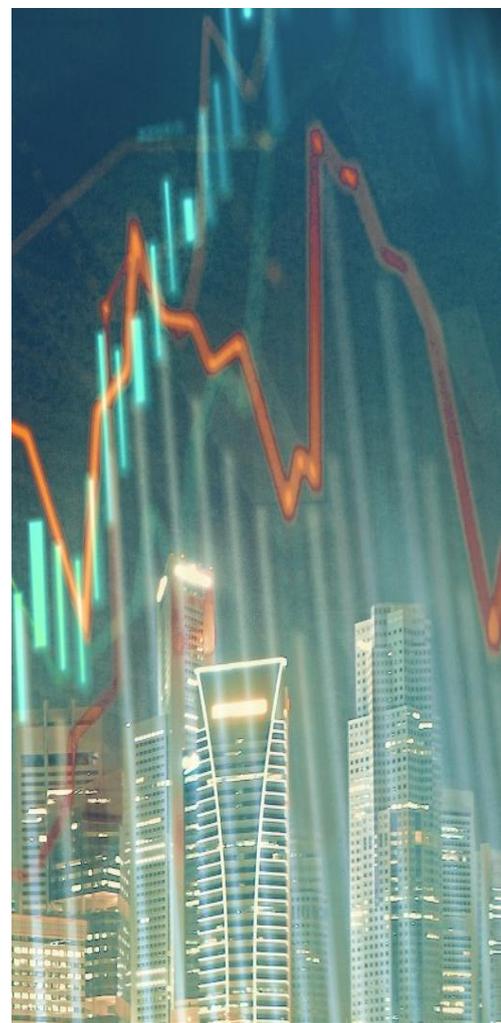


**FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management**

dove però l'immobilismo degli Stati Uniti nell'implementazione delle norme medesime e il trattamento meno coercitivo sui rischi accentuano la forbice concorrenziale. In altri termini, il divario competitivo tra l'economia d'oltreoceano e quella europea rischia di allargarsi sempre più, anche in virtù dei provvedimenti varati dagli Stati Uniti, come l'*Inflation reduction act*, a supporto delle proprie imprese. Gli istituti di credito nordamericani storicamente godono di minori lacci a livello regolamentativo e oltre alle indubbe agevolazioni fiscali si aggiunge una sorta di immobilismo comportamentale che mal si combina con l'attivismo dell'EBA, la massima autorità europea cui spetta il compito di sorvegliare il mercato bancario. In sostanza, mentre l'UE è ormai giunta quasi al completamento del processo legislativo che porterà al varo di una direttiva entro la fine del 2023, negli Stati Uniti non è nemmeno stato prodotto un documento da mettere in consultazione: non solo ma, a differenza della UE, negli USA le banche di piccole dimensioni sono esentate dai nuovi requisiti di Basilea e, più in generale, stando alla fotografia approntata dalla società di consulenza Oliver Wyman, *"nonostante una parità di condizioni coordinata a livello globale, le differenze rimangono tra le economie nel modo in cui le regole funzionano e come vengono implementate. Le banche della UE devono rispettare requisiti patrimoniali più elevati rispetto ai competitor USA: 10.6% contro 9.9% americano per il common equity Tier 1; inoltre, le banche UE devono versare quasi il doppio in termini di contributi ai fondi di deposito e di risoluzione europei e dei singoli Stati membri rispetto ai competitor statunitensi"*.

I numeri, d'altra parte, non fanno che confermare l'attuale "disallineamento" tra i due universi bancari occidentali; per quanto il 2022 sia stato un anno da incorniciare per le banche del Vecchio Continente, mentre oltreoceano i grandi gruppi bancari americani hanno sofferto un calo di profitti. Il divario reddituale, pur assottigliandosi, resta enorme: l'utile netto delle 5 big bank USA è stato nel 2022 di 102 miliardi di dollari, un livello a cui in Europa non si arriva neanche sommando gli utili delle 20 maggiori banche europee (e la sola JPMorgan in un anno ha guadagnato poco meno della somma delle prime 5 banche dell'Eurozona).

Tale consapevolezza, peraltro, unitamente a tutto il disagio dei banchieri europei, è stata evidenziata di recente dalla Federazione Bancaria Europea (presieduta dalla numero uno di Santander, Ana Botin), la cui relazione è stata duramente contestata dalla Vigilanza della BCE. Nella fattispecie, il report, che esplicitava la richiesta di allentare le regole sul capitale per aumentare i prestiti e creare una sorta di "pareggiamento" con le rivali statunitensi, evidenziava che *"una revisione degli attuali requisiti patrimoniali e dei processi di vigilanza potrebbe liberare capacità per circa 4000-4500 miliardi di euro in prestiti aggiuntivi"*. La BCE continua a negare ogni addebito di disparità di trattamento ma, come è lecito supporre, la polemica è destinata a proseguire.



Secondo diversi analisti di settore, tuttavia, il cordone ombelicale che lega banche e BCE sarebbe solo uno degli aspetti esplicativi dell'attuale divario dimensionale e reddituale. In realtà, si fa notare, le grandi banche americane, al di là dei "nodi scorsoi" più o meno stretti, hanno la caratteristica fondamentale di porsi come player globale, laddove quelle europee navigano entro confini decisamente continentali: basti pensare che per le 5 big americane la componente dei ricavi da crediti rappresenta solo una fetta della torta, in virtù del fatto che una parte tutt'altro che trascurabile degli importi complessivi è ascrivibile al Corporate & Investment Banking e all'Asset Management, due attività che, appunto, vengono proficuamente svolte su base globale.

La banca centrale europea, comunque, oltre a dispensare norme e precetti al corpo bancario presente nel continente, ha anche obblighi e doveri per quanto riguarda il suo stesso bilancio: il quale, nel 2022, ha azzerato l'utile (dopo 15 anni), cadendo nella trappola dei tassi; chiusura in pareggio, dunque, dopo anni di oro colato sottoforma di profitti, con la conseguenza che questa volta non sarà distribuito nulla alle banche centrali dell'Eurosistema, in quanto le perdite pari a 1627 miliardi (e riconducibili soprattutto agli interessi passivi sul saldo netto Target 2) sono state coperte dal fondo di accantonamento.

Premesso che la perdita nel bilancio 2022 può essere considerata temporanea in quanto collegata a un "mismatch" (disallineamento) di tassi di interesse, vale la regola fondamentale per cui *"il mandato della BCE resta la stabilità dei prezzi: chiudere il bilancio in utile non è tra gli obiettivi della banca centrale. Utili e perdite sono la conseguenza delle scelte di politica monetaria. Il portafoglio titoli, tramite gli acquisti del programma standard APP e del programma pandemico PEPP, espone la BCE a rischi finanziari legati soprattutto all'andamento dei tassi d'interesse: rischi che la banca mitiga con il risk management"* (I. Bufacchi). Per mitigare le tensioni indotte dalle politiche monetarie, i membri del Board BCE e i banchieri centrali europei si sono ritagliati alcuni giorni di riflessione in Lapponia con l'intento di parlare poco di tassi affrontando, nel contempo, altri temi di interesse generale ormai non più rinviabili: la digitalizzazione, l'euro digitale e il cambiamento climatico.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

La settimana conclusiva di febbraio e di inizio marzo, almeno nella prima parte, può essere considerata paradigmatica di come l'azione delle banche centrali e le conseguenti aspettative sui tassi che esse ingenerano possano determinare atteggiamenti differenziati presso la comunità finanziaria internazionale, subordinatamente all'adozione di politiche monetarie espansive o restrittive. Sul versante orientale, la Borsa di Hong Kong, nella mattinata di mercoledì 1 marzo, ha chiuso la sessione con uno spumeggiante +4.21%, sulla scia delle ottime notizie provenienti dal fronte macroeconomico cinese, esplicativo dell'effetto positivo del *reopening* dalle ripetute fasi di lockdown. Nello specifico, l'indice PMI manifatturiero è balzato a febbraio a 52.6 punti

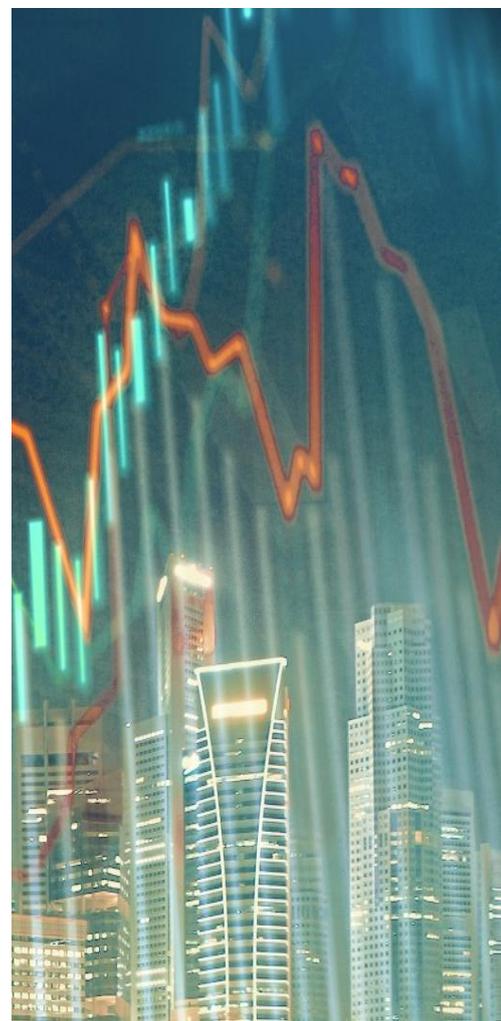


(al record dall'aprile 2012), con contestuale accelerazione del PMI servizi salito oltre i 56 punti: in entrambi i casi confermando una fase della congiuntura economica espansionistica, in un contesto generale in cui Pechino nuota in un mare di liquidità, dopo che la banca centrale ha provveduto a iniettare altri 121 miliardi nel sistema per stimolare i consumi e nuovi prestiti.

A conferma dei propositi accomodanti della People's Bank of China, i tassi LPR (a 1 e anni) sono inchiodati sugli stessi livelli da sei mesi e pure il Giappone, da parte sua, ha lasciato intendere che *“il trend dell'inflazione deve rafforzarsi in modo significativo perché si giustifichi un cambio di politica monetaria in senso restrittivo”* (K. Ueda, governatore Bank of Japan). Sul fronte occidentale, all'opposto, è tutt'altra musica. Sia negli Stati Uniti che in Europa i banchieri centrali continuano a rimarcare che la lotta all'inflazione non è terminata e che maggiori rialzi dei tassi saranno necessari; oltreoceano hanno ribadito il concetto sia Loretta Mester (FED di Cleveland), secondo la quale *“i tassi dovranno salire oltre il 5% e restarci per un lungo periodo di tempo”*, sia James Bullard (FED di St. Louis) per il quale sarà *“appropriato alzare i tassi al 5.25%-5.5%”*, a cui ha fatto eco Susan Collins (FED di Boston) precisando che *“l'inflazione rimane troppo alta e i dati recenti, inclusi gli indicatori del mercato del lavoro, così come le vendite al dettaglio e i prezzi alla produzione, tutti rafforzano la mia convinzione che abbiamo ancora molto lavoro da fare per riportare l'inflazione al target del 2%”*. Sulla stessa falsariga si è fatta sentire anche la voce di Lagarde, sottolineando che *“alzeremo di più i tassi, se sarà necessario per far tornare l'inflazione al target del 2% in modo tempestivo; esiste ogni ragione per credere che alzeremo i tassi di altri 50 punti base a marzo. Poi si vedrà. Siamo dipendenti dai dati e decideremo cosa fare riunione per riunione”*.

Ma qui sta il problema, secondo alcuni economisti, in quanto ai mercati non piace navigare in acque sconosciute e il tasso terminale, a tutt'oggi, risulta ancora un'incognita rilevante al punto che vi sarebbe chi invoca, in termini di chiarezza espositiva, il “modello svedese” ovvero l'approccio comunicativo fatto proprio dalla banca centrale svedese, secondo cui è necessario *“assumersi la responsabilità di essere una bussola, quindi la decisione sui tassi deve essere basata sulle aspettative che la banca centrale ha sull'andamento futuro delle variabili rilevanti, specificando quali sono. Altro che l'infelice espressione dell'approccio olistico ai dati: quello che distingue la banca centrale svedese dalla BCE e dalla FED è la trasparenza sul percorso futuro dei tassi di interesse”* (D. Masciandaro).

Alla luce di quanto argomentato, dunque, nessuna meraviglia se i mercati, nella giornata di lunedì 27, condizionati dal rendimento del Bund al record dal 2011 e dai tassi americani a 2 anni al record degli ultimi 15 anni, hanno chiuso la sessione in positivo grazie al dato sui beni durevoli USA peggiore delle aspettative che, in qualche misura, veniva letto come “fattore calmierante” rispetto alla diffusa ansia da



inflazione. Detto in altro modo, la reazione potrebbe sembrare paradossale ma è in linea con la filosofia del *“tanto peggio, tanto meglio”*, un mantra che gli investitori tendono spesso a seguire quando le banche centrali sono ossessivamente presenti nelle dinamiche dei mercati.

La comunità internazionale, in sostanza, sembra impaziente di identificare il famigerato tasso terminale, con minor preoccupazione se poi la curva dei tassi dovesse posizionarsi su range elevati per diverso tempo: per la semplice ragione che la stabilizzazione dei tassi si andrebbe a compensare con la stabilizzazione degli utili societari, per i quali la revisione al ribasso (pur se in misura limitata) non è ancora terminata, in ragione di una revisione al rialzo delle prospettive macroeconomiche a livello globale: ora decisamente più favorevoli rispetto alle attese di fine 2022 non solo per la Cina ma anche per l'Area Euro (che parrebbe aver evitato la recessione data per certa solo qualche mese fa) e per l'Area USA dove una recessione contenuta, comunque, potrebbe ancora manifestarsi nel secondo semestre dell'anno.

Non solo, ma stando alle dichiarazioni di una primaria casa di investimento, *“sembra che oggi il clima generale sia più improntato all'ottimismo”*, anche perché le posizioni “nette corte” (ribassiste) sull'indice S&P 500 tenderebbero via via ad assottigliarsi e nelle statistiche delle ricerche a livello globale su Google l'espressione *“bull market”* (mercato rialzista) sarebbe molto gettonata.

La seconda parte della settimana è stata scandita da un'ulteriore sequenza dati sulle dinamiche inflazionistiche che ha indotto un analista a prendere atto che *“la pressione dell'inflazione è tutt'altro che esaurita; nel complesso, ci sono pochi o nessun segno di un processo disinflazionistico al di fuori dei prezzi dell'energia e delle materie prime”*. In effetti, in Germania l'indice dei prezzi al consumo ha evidenziato una crescita dell'8.7%, con accelerazione pure dell'indice armonizzato al 9.3% su base annua (con Francia a segnare un +7.2% e Spagna un +6.1%) e questo, ovviamente, non poteva non solleticare la reazione del noto “falco” Nagel (presidente della Bundesbank) il quale, rincarando la dose, ha affermato che *“la BCE deve essere più testarda dell'inflazione, ragion per cui anche gli smobilizzi dei titoli di stato acquistati con il precedente programma QE (APP) potrebbero salire a 20 miliardi di euro al mese”* (rispetto ai 15 miliardi finora annunciati dall'Eurotower): anche perché, nel mentre, anche l'Eurozona nel complesso ha confermato il trend in corso con un rialzo dei prezzi al consumo dell'8.5%, a fronte di un atteso 8.3%, con pronta puntualizzazione della numero uno della BCE che *“il rallentamento dell'inflazione non è stabile, è ancora troppo alta”*.

Il saldo settimanale dei principali listini è stato particolarmente favorevole al fronte orientale, con il Topix giapponese in gran recupero del livello psicologico 2000 e lo Shanghai Composite ben oltre quota 3300, ma anche Wall Street ha sfruttato al meglio il ritrovato *“risk appetite”* in chiusura di ottava con l'S&P 500 ben oltre 4000, unitamente al Vecchio Continente che ha archiviato un brillante



segno verde con l'Eurostoxx 600 ampiamente oltre 460. A livello obbligazionario, la scorsa settimana si è distinta per il test di nuovi massimi relativi in termini di rendimenti, in direzione 4.10% per il decennale governativo americano e verso 2.80% per il corrispettivo tedesco (salvo correggere poi nella sessione conclusiva di venerdì 3), a fronte di uno spread Btp-Bund sempre sotto i 190 punti base.

Moneta unica in lieve recupero e sempre chiusa nello stretto range 1.05-1.07 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha tentato l'aggancio di quota 80 su voci di grandi richieste da parte della Nigeria, in ripresa in vista delle elezioni presidenziali. Infine, quotazioni del grano in forte calo, grazie ad un raccolto russo eccezionalmente copioso e scorte globali in grande abbondanza anche per il concorso del Canada, tra i massimi esportatori mondiali di cereali.



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.