

WEEKLY UPDATE

20 marzo 2023



NUOVA POLITICA INDUSTRIALE NELLA UE, MENTRE CONTINUA L'ATTENZIONE SULLA VICENDA SVB - CREDIT SUISSE

Stavolta ci siamo. Inizia a prendere forma il desiderio della Commissione europea di dare all'Unione una propria politica industriale e proprio qualche giorno fa sono stati illustrati alcuni provvedimenti legislativi, dedicati in particolare alle tecnologie pulite e alle materie prime rare, che possono certamente definirsi ambiziosi in quanto affondano le radici in quel Green Deal Industrial Plan presentato nel mese scorso.

La parola d'ordine che ora circola con insistenza ai piani alti di Bruxelles è: agire in fretta; per la semplice ragione che, anche se il target della neutralità climatica è fissato per il 2050, a nessuno degli addetti ai lavori sfugge che la carne al fuoco è tanta, dalle batterie, alle pompe di calore, all'idrogeno e già si parla di un mercato che potrebbe triplicare per raggiungere un valore di 600 miliardi di euro entro il 2030, senza contare che la concorrenza dei Paesi terzi è già molto incisiva e le parole di Thierry Breton (Commissario europeo all'industria) suonano come forte ammonimento in quanto "nel campo delle auto elettriche vediamo il rischio concreto di diventare importatori netti".

L'anno scorso, la Cina ha superato la Germania diventando il secondo esportatore mondiale di auto. In tale contesto generale, non stupisce affatto che la presidente della Commissione UE sia volata nei giorni scorsi alla Casa Bianca per cercare di tessere una "tela

**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

benigna” con il partner americano e preparare i presupposti per voltare pagina nella disputa transatlantica su sussidi e aiuti, superando le accuse di protezionismo: anche perché un’eventuale intesa sui minerali critici sarebbe la premessa ottimale per dare alle società europee accesso agli ambiti crediti fiscali statunitensi. Ciò detto, tuttavia, è del tutto palese che l’attenzione mediatica della scorsa ottava fosse pressoché interamente concentrata sul crack della Silicon Valley Bank, né poteva essere altrimenti alla luce del fatto che, secondo i commenti meno “teneri”, le minusvalenze implicite nel portafoglio titoli avevano praticamente azzerato il capitale della banca già a fine 2022: peccato che sia le Autorità di Vigilanza che le agenzie di rating, che hanno mantenuto il giudizio di “investment grade” fino al giorno del default, abbiano del tutto ignorato i problemi di bilancio della 16esima banca americana.

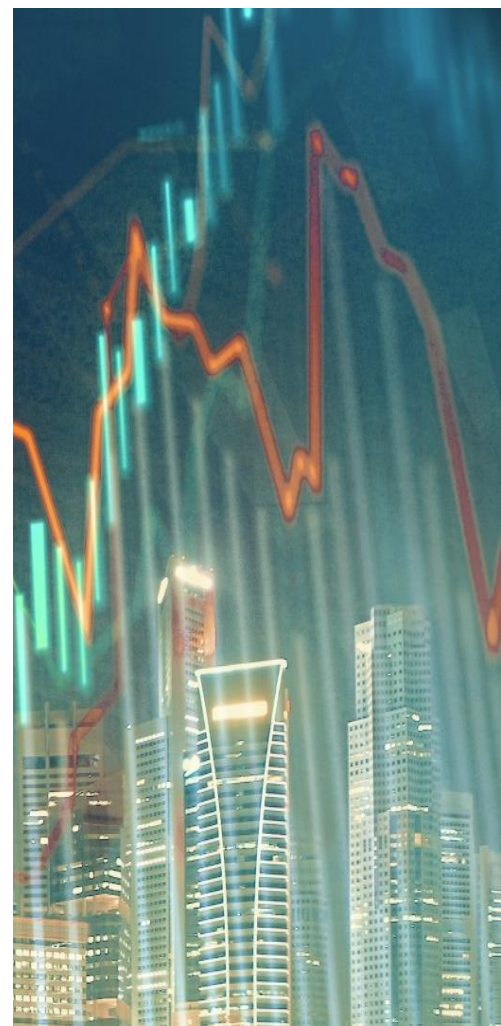
A questo punto, ovviamente, l’interrogativo dominante che si pone la comunità finanziaria riguarda la definizione di quali possano essere le potenziali conseguenze (di breve e lungo periodo) di un collasso finanziario tanto repentino quanto inatteso (o forse sottostimato).

Peraltro, va anzitutto rilevato che la debacle dell’istituto si è abbattuta su una valle già nel pieno della bufera: da avanguardia della new economy a epicentro della crisi, l’evoluzione è stata progressiva e inarrestabile e si è manifestata sotto forma di valutazioni sotto pressione, fonti di capitali che si prosciugano, ondate di licenziamenti e immobili vuoti; non a caso, gli investimenti in start-up USA sono stati in calo del 63% nel quarto trimestre dell’anno scorso sull’anno precedente e, ora più che mai, il funding potrebbe inaridirsi alla luce della valutazione dei rischi di quanto accaduto.

Premesso che nella scorsa settimana è stato versato molto inchiostro per riesumare nei dettagli i tratti distintivi del “crack Lehman” del 2008 al fine di esorcizzare la paura collettiva di un nuovo evento di simile portata, nella fattispecie specifica occorre in primo luogo precisare che le banche americane, oggi ben supportate dalla legge Dodd-Frank e dagli accordi di Basilea, sono (rispetto a SBV) molto più diversificate per quanto riguarda gli asset, la clientela e le linee di business. Resta, ovviamente, il nodo della stima del potenziale contagio ma, in tale ottica, diverse case di investimento sembrano condividere l’idea di fondo che “non esiste un rischio sistemico, ma solo un rischio circoscritto al settore Hi-Tech, circoscritto ad alcune nicchie americane”

Inoltre, si fa notare, “ le banche centrali hanno strumenti a sufficienza per supportare gli istituti con la liquidità necessaria, senza contare che adesso il sistema bancario globale è molto più capitalizzato e gli asset detenuti sono titoli di stato e non obbligazioni tossiche”.

In ogni caso, la lezione del crack SVB si porta appresso due tematiche di fondo che, opportunamente, non vanno sottovalutate in ottica prospettica: anzitutto, si è capito che il meccanismo finanziario della trasmissione della politica monetaria oggi è non meno importante di quello reale: in altri termini, “la perdita di valore di un



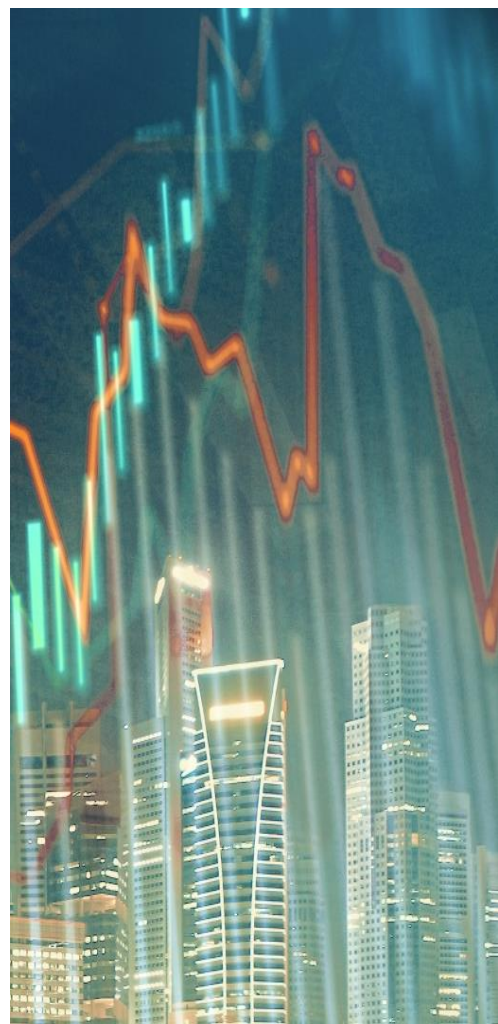
portafoglio o la maggior probabilità di insolvenza dei debitori rimane e sarà questa la grande incognita del rientro dalle politiche monetarie eccezionali che si sono prolungate per quindici anni” (F. Onida).

Secondariamente, è tutt'altro che irrilevante la questione della distribuzione delle perdite; stavolta, nel caso di SVB, le autorità hanno scelto la linea dura, ovvero chiusura della banca, rimborso di tutti i depositi assicurati (ma Yellen ha già precisato che non tutti i depositanti saranno salvati nelle eventuali crisi future di banche), liquidazione dell'attivo: senonché, le passività non assicurate sono rilevanti e provengono da imprese di venture capital della zona, per cui sorge spontaneo l'interrogativo su come tali società riusciranno ad affrontare i tempi non brevi di una liquidazione ordinata.

Nel mentre, il presidente Biden ha provato a dispensare ottimismo, ricordando che “gli americani possono avere fiducia nella solidità del sistema”: ai mercati l'*ardua sentenza*, ma dal cilindro dei mercati, sulla sponda europea, è uscita un'altra sorpresa poco gradita, ovvero il nome di Credit Suisse che ha cominciato ad agitare l'intera comunità finanziaria internazionale allorché si è diffusa la notizia che i soci sauditi di maggioranza non avrebbero provveduto a iniettare ulteriore liquidità nella banca svizzera, ormai da mesi in grande affanno nella quadratura dei conti; un nuovo spettacolo, dunque, al quale gli investitori speravano di non assistere, anche perché inatteso nei suoi sviluppi, e soprattutto un copione già recitato solo pochi giorni prima ma stavolta con l'Europa in veste di attore principale.

Secondo alcuni analisti, peraltro, l'aumento di capitale dello scorso dicembre sarebbe stato, già di per sé, garanzia sufficiente di congrua capitalizzazione (con livello di leverage del tutto nella norma) ma, ovviamente, in casi simili la dinamica della psicologia delle masse si pone come dominante su tutto, ragion per cui “il problema va visto sul piano della fiducia e purtroppo l'esperienza di SVB ha mostrato a quale velocità si possano volatilizzare i depositi bancari quando questa viene bruscamente meno”.

Di fatto, comunque, l'urgenza della questione ha imposto l'immediata discesa in campo della Banca centrale svizzera la quale, dopo aver precisato che “la banca rispetta le richieste di capitale e liquidità imposte sulle banche con rilevanza sistemica”, ha disposto un prestito di 50 miliardi di franchi svizzeri in favore dell'istituto elvetico, con eventuale liquidità aggiuntiva in caso di bisogno: il mercato ha subito mostrato di gradire (+40% giovedì mattina sul titolo disastroso), poi si vedrà anche perché, dopo trattative febbrili, il governo e le autorità finanziarie della Svizzera hanno convinto Ubs a inglobare Credit Suisse per un valore di oltre 2 miliardi di dollari e il mercato medesimo dovrà esprimere il proprio gradimento (o meno) all'operazione nelle prossime sessioni.



L'ANDAMENTO DEI MERCATI

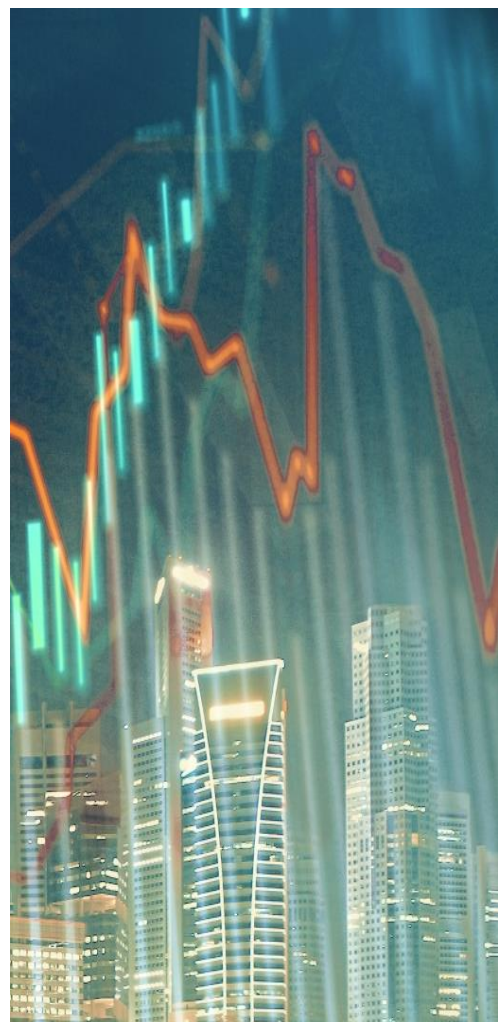
C'era grande attesa per l'apertura dei mercati lo scorso lunedì 13, dopo che nel precedente week-end si era consumato il fallimento della Silicon Valley Bank (il più grande dai tempi della crisi del subprime del 2008), quando la Federal Deposit Insurance Corporation (Fdic) ha rilevato, in qualità di Receiver, il complesso aziendale della SVB attraverso un veicolo ad hoc, la Deposit Insurance National Bank of Santa Clara (Dinb): fine della storia?

Niente affatto. Nella mattinata stessa di lunedì la SVB UK, il braccio operativo dell'istituto californiano sulla sponda londinese, veniva acquisito dal colosso bancario HSBC alla cifra simbolica di 1 sterlina, con la mediazione della Banca d'Inghilterra e del governo inglese; a questo punto la reazione dei listini azionari non è stata esattamente univoca ma fortemente punitiva per l'universo bancario in senso lato e per lo più attendista o marginalmente negativa per i restanti comparti settoriali (con particolare riferimento a Wall Street, mentre il Vecchio Continente ha sofferto maggiormente) anche se, per almeno due società d'oltreoceano, a fine sessione si è dovuta scomodare l'espressione tipica che sui mercati ha sempre implicazioni tetre: Black Monday (lunedì nero).

In effetti, l'*effetto domino* di SVB si è riversato su First Republic e Western Alliance, con effetti devastanti in quanto le due banche sono arrivate a perdere tra il 70% e l'80% nella giornata inaugurale della scorsa ottava; nello specifico, il Ceo di First Republic (M. Roffler) si è affrettato a vestire il ruolo di "calmieratore" precisando che "il capitale e la liquidità della banca sono molto solidi e i valori rimangono ben al di sopra della soglia richiesta dalle autorità di regolamentazione "ma, come facilmente intuibile, le attenzioni del mercato erano tutte focalizzate sull' "ipotesi contagio" e, in effetti, la chiusura di Tokyo di martedì mattina (-2%) incorporava in toto tali aspettative.

Nel contempo, proprio nella giornata di martedì 14 venivano rilasciati i dati relativi all' US CPI, i cui contenuti non risultavano molto accomodanti: il messaggio di sintesi estrapolabile, in effetti, ha confermato l'elevata crescita dei prezzi negli USA anche in febbraio con conseguenti complicazioni per le scelte della FED nella prossima riunione. In dettaglio, le indicazioni provenienti dall'inflazione core non sono state particolarmente incoraggianti, con accelerazione per il secondo mese consecutivo e dato più elevato degli ultimi 5 mesi; disaggregando le voci, a fronte di un significativo calo del comparto auto e una sostanziale stabilizzazione degli affitti, la sorpresa più eclatante è ascrivibile ai prezzi dei beni diversi dalle auto, in nuova fase accelerativa nell'ultimo bimestre, fermo restando che rimarrebbe confermata un'aspettativa di rialzo tassi contenuta in 25 pb, sempre che dal mondo bancario non arrivino nuovi (imprevisti) segni destabilizzanti.

Il dato US PPI (prezzi alla produzione) di mercoledì 15, a sua volta, ha evidenziato un calo marcato rispetto al consenso (4.6% in luogo di 5.4%), ma la giornata borsistica di metà settimana, fortemente tinta di



rosso, è ascrivibile assolutamente alle vicende legate a Credit Suisse, con conseguente pressione sui derivati dei tassi – Fed funds – che sono arrivati addirittura a scontare tagli dei tassi di 100 pb nel corso dell'anno. Al di là dei dati macro d'oltreoceano e delle indesiderate contingenze dell'universo bancario, comunque, la comunità finanziaria era fortemente focalizzata sulla riunione della BCE di giovedì 16, i cui tratti salienti emersi sono così sintetizzabili

1. La banca centrale, nonostante tutto, ha tenuto fede all'impegno di alzare i tassi di 50 pb (seppur non all'unanimità), senza fornire indicazioni sulle mosse future ma dando assicurazioni sulla solidità del sistema bancario;

2. Sia Lagarde che De Guindos hanno voluto enfatizzare, a scanso di equivoci, gli apprezzabili livelli di liquidità e capitalizzazione delle banche europee, ribadendo anche la loro irrilevante esposizione alle banche regionali USA;

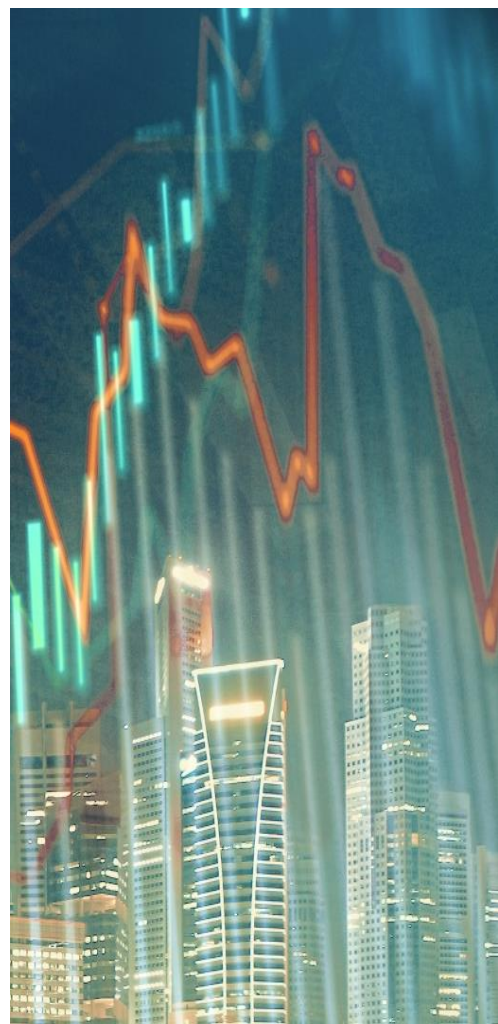
3. La numero uno della BCE ha sottolineato il grande impegno a tener monitorato tutti i fattori chiave connessi alla liquidità dei mercati, pronta ad intervenire in caso di necessità fermo restando che, a causa dell'incertezza dominante, non vi sarà più una *guidance* prospettica sulle azioni da intraprendere ma, di volta in volta, saranno i dati macro/finanziari a guidare le decisioni del Board;

4. Premesso che stabilità finanziaria e stabilità dei prezzi vanno di pari passo nel definire gli interventi di politica monetaria più opportuni, le stime dell'inflazione totale e core nel medio termine restano ancora lievemente sopra alla soglia del 2%, laddove le previsioni di crescita per il 2024 e 2025 si confermano ottimistiche e sopra consenso;

5. Secondo quanto argomentato, la nostra aspettativa propende per altri due rialzi di tassi di 25 pb, con tasso terminale sui depositi al 3.5% (anziché 4%), pur in un contesto generale in piena evoluzione e di difficile chiave di lettura.

Sul versante orientale, all'opposto, la banca centrale cinese ha lasciato invariati i tassi di interesse MLF a 1 anno al 2.75%, come da attese di consenso, esibendo inoltre dati macro decisamente lusinghieri, con produzione industriale in accelerazione e vendite al dettaglio in forte recupero (+3.5%).

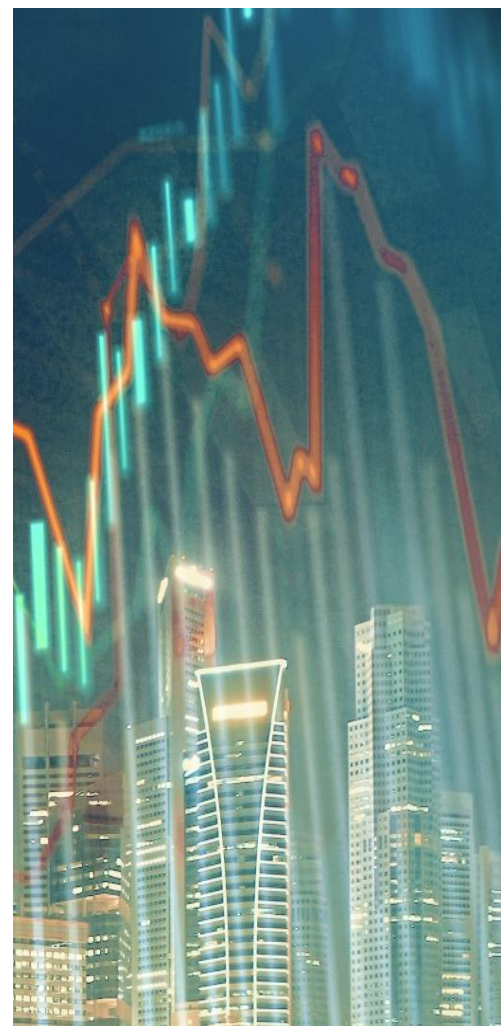
Il saldo dei principali listini azionari, in una settimana particolarmente tesa per i contraccolpi inattesi di natura strettamente finanziaria, non sono stati univoci; a oriente, l'indice Shanghai Composite ha archiviato una performance marginalmente positiva, a fronte del Topix giapponese che ha sofferto il nuovo rafforzamento dello yen cedendo quota 2000, mentre sul fronte occidentale Wall Street ha reagito discretamente alle avversità delle banche regionali locali con l'S&P 500 sempre in area 3900, pur non supportato dall'Eurostoxx 600 che, sofferente per il caso Credit Suisse, ha ceduto il livello 450.



L'universo obbligazionario ha esibito un trend piuttosto laterale-adirezionale, con i rendimenti decennali governativi americani chiusi nel range 3.4%-3.7% e i corrispettivi tedeschi circoscritti nell'area 2.10%-2.5% (pur con marcata flessione in chiusura di ottava), a fronte di uno spread Btp-Bund sempre sotto i 200 punti base; nel contempo, va anche rilevato che, alla luce dei recenti eventi, il mercato del credito ha subito qualche contraccolpo in quanto se inizialmente la discesa dei tassi è risultata compensativa rispetto all'allargamento degli spread, ora la reintroduzione del premio al rischio tende a penalizzare le componenti più speculative.

Moneta unica in fase riflessiva tra un minimo a 1.05 e un massimo relativo settimanale a 1.0760, con il bitcoin che ha riconquistato la soglia 25000, pur in una settimana che ha registrato un nuovo fallimento per il mondo delle cripto-valute, ovvero la chiusura della banca regionale Signature specializzata, appunto, nell'erogazione prestiti a società attive nell'universo cripto.

In tema di commodities, il petrolio ha subito incorporato il collasso di SVB cedendo il livello 70 sino ad un minimo a 65 dollari, alimentando voci di interventi dell'Opec in termini di possibili tagli della produzione, mentre il grano è risalito sui massimi delle ultime due settimane, scontando l'incertezza di fondo sul rinnovo degli accordi per l'esportazione di cereali dai porti del Mar Nero.



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.