

Economia mondiale e mercati finanziari

Commento mensile a cura di Denis Manzi, CFA, CIPM
Banca di San Marino S.p.A.

ANCORA TU, MA NON DOVEVAMO VEDERCI PIÙ?

Dopo il 2008, una nuova crisi finanziaria?

“Alziamo i tassi fino a quando qualcosa si rompe!”. Questa frase non è stata pronunciata da nessun banchiere centrale anche se, considerando quanto storicamente quasi sempre accade, potrebbe essere il mantra di un po' tutti i *policy makers* delle principali istituzioni monetarie.

Le principali banche centrali, infatti, sebbene abbiano a disposizione una miriade di dati, analisi, modelli econometrici e chi più ne ha più ne metta, molto spesso navigano al buio, o quantomeno, in un mondo complesso come quello in cui viviamo attualmente, navigano in un mare che presenta scarsa visibilità all'orizzonte e può passare in pochissimo tempo dall'essere calmo e mite all'andare a forza nove.

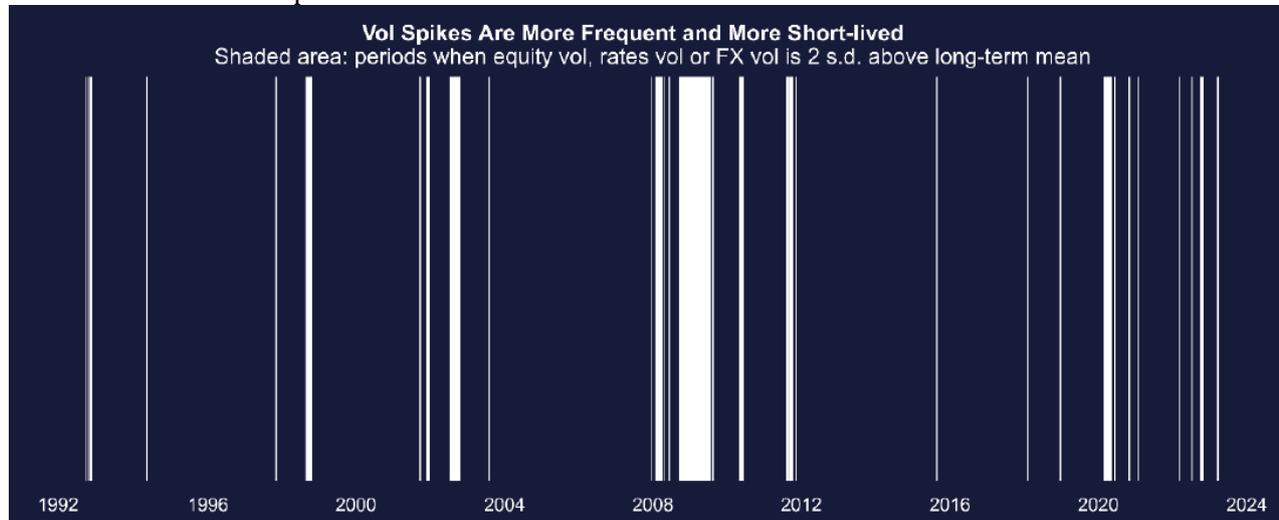
È proprio per questo che, nel contesto di cicli economici classici, le mosse che le banche centrali effettuano sui tassi sono in genere morbide, lineari e non troppo brusche. L'obiettivo è infatti quello di gestire il ciclo economico, alzando i tassi quando l'economia mostra segni di surriscaldamento ed abbassandoli nel caso contrario, riuscendo così ad avere evidenze circa gli effetti che la politica monetaria ha sia sull'andamento economico che sulla stabilità finanziaria.

Purtroppo, il ciclo economico che stiamo vivendo, caratterizzato da un'impennata verticale dei livelli inflazionistici, non ha permesso di adottare questo approccio graduale e meticoloso e le banche centrali sono state costrette ad alzare i tassi in maniera repentina e violenta (a titolo di esempio, la BCE ha alzato i tassi del 3,5% in un anno e la FED del 4,75%!).

Rialzi così aggressivi rischiano di causare delle rotture negli ingranaggi del sistema economico e durante il mese di marzo se ne sono visti gli effetti, con una crisi del settore finanziario reminiscente di quanto accaduto tre lustri fa, con tuttavia diverse differenze, in primis il fatto che nel 2008 vi erano problemi molto seri di qualità degli attivi e di scarsa capitalizzazione del settore bancario, che invece allo stato attuale non figurano. I problemi attuali sono più legati ad un discorso di liquidità – esacerbato dalla velocità con cui oggi è possibile movimentare le disponibilità finanziarie detenute presso un istituto di credito - e potenziali problemi derivanti dal *mismatching* temporale tra attivi e passivi dei bilanci, situazioni pertanto meno letali per il sistema nel suo complesso.

Tra le poche certezze che rimangono nel mondo finanziario ve ne è sicuramente una: la volatilità dei prezzi delle attività finanziarie mostra sempre più dinamiche caratterizzate da intervalli meno ampi tra momenti di calma e momenti di stress, con questi ultimi che risultano in genere meno duraturi (immagine volatilità).

Immagine volatilità: le linee bianche indicano momenti in cui la volatilità di mercato è di almeno due deviazioni standard sopra alla media



Fonte: Andromeda Capital Management

Cosa è successo sul settore bancario nelle ultime settimane?

Durante la seconda settimana di marzo, la Silicon Valley Bank (SVB), la sedicesima banca per grandezza degli USA con 209 miliardi di USD di attivi e banca di riferimento per tutto il mondo delle startup e del venture capital americano, è stata posta in risoluzione dall'ente regolatore statunitense, dopo un'epica fuga dei depositanti che ha visto oltre il 25% dei depositi della banca volatilizzarsi in pochi giorni, mandandola in crisi di liquidità.

I problemi della banca sono nati dal fatto che l'enorme aumento dei depositi (passività per le banche) registrato dalla banca negli ultimi anni, ha richiesto alla stessa di "gestire" le proprie attività ed SVB ha acquistato decine di miliardi di dollari di attività apparentemente sicure, principalmente buoni del Tesoro statunitensi a lungo termine e titoli ipotecari garantiti dal governo. Il portafoglio titoli di SVB è passato da circa 27 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2020 a circa 128 miliardi di dollari entro la fine del 2021. Questi titoli non corrono praticamente alcun rischio di insolvenza ma pagano tassi di interesse fissi per molti anni. Questo non è necessariamente un problema, a meno che la banca non abbia improvvisamente bisogno di vendere i titoli (i titoli erano ad elevata duration ed erano stati inseriti nel portafoglio immobilizzato della banca, che non richiede l'applicazione del *mark to market* e quindi le plusvalenze e le minusvalenze non finiscono in conto economico). Poiché i tassi di interesse di mercato si sono spostati molto più in alto, quei titoli improvvisamente valevano meno sul mercato di quanto valessero sui libri contabili della banca. Di conseguenza, potevano essere venduti solo in perdita. Le perdite non realizzate di SVB sul suo portafoglio titoli alla fine del 2022, o il divario tra il costo degli investimenti e il loro valore equo, sono balzate a oltre 17 miliardi di dollari (il capitale di classe primaria della banca era di circa 17 miliardi, il che implica appunto che se avesse dovuto vendere tutti i titoli in portafoglio, lo avrebbe azzerato!).

Allo stesso tempo, gli afflussi di depositi di SVB si sono trasformati in deflussi poiché il settore economico sul quale la banca era concentrata (start up e venture capital) ha iniziato dal 2022 a bruciare cassa e ha smesso di ricevere nuovi fondi da offerte pubbliche o raccolte di fondi. Anche l'attrazione di nuovi depositi è diventata molto più costosa, con i tassi richiesti dai risparmiatori in aumento a seguito degli aumenti dei tassi della FED. I depositi sono così scesi da quasi 200 miliardi di dollari alla fine di marzo 2022 a 173 miliardi di dollari alla fine del 2022. SVB a marzo ha dichiarato di aver venduto una grossa fetta dei suoi titoli, per un valore di 21 miliardi di dollari al momento della vendita, con una perdita di circa 1,8 miliardi di dollari. L'obiettivo della banca era quello di

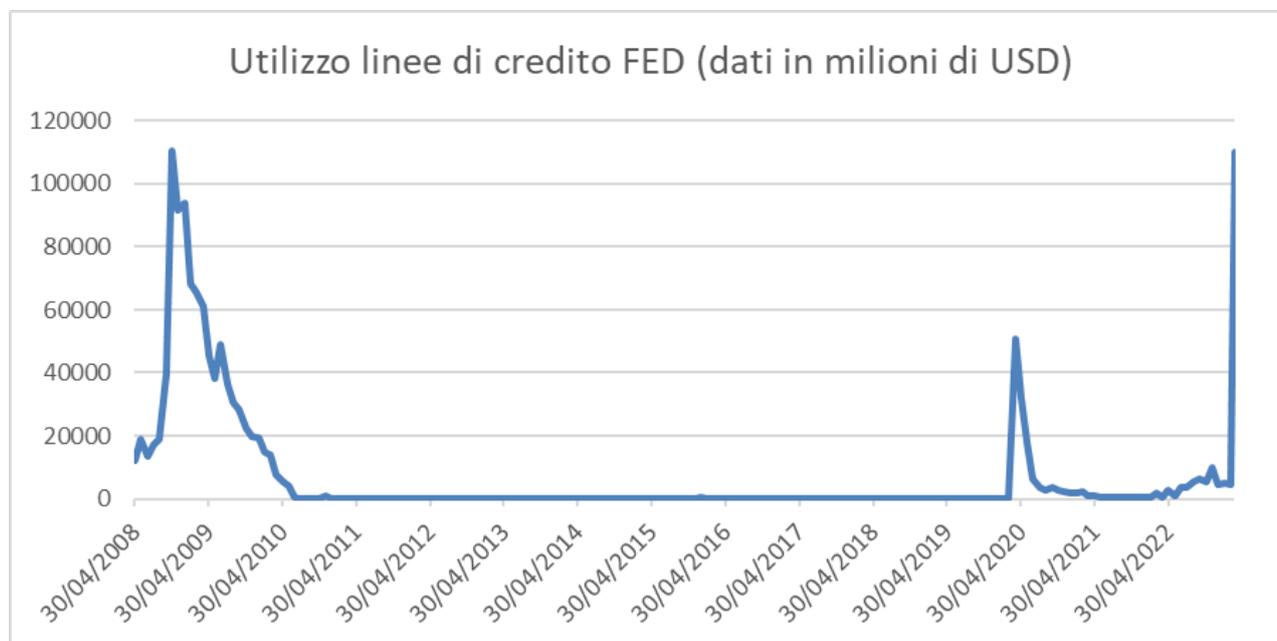
reimpostare i suoi guadagni da interessi ai rendimenti più elevati di oggi e fornirle la flessibilità di bilancio per far fronte a potenziali deflussi e finanziare ancora nuovi prestiti. Ha così deciso di raccogliere circa \$ 2,25 miliardi di capitale

L'annuncio dell'aumento di capitale ha portato il prezzo del titolo a crollare, rendendo più difficile raccogliere capitali ed il piano è così fallito. È iniziata quindi la fuga dei depositanti, che in un solo giorno hanno tentato di prelevare \$ 42 miliardi di depositi, mandando la banca in crisi di liquidità e rendendo necessario l'intervento del regolatore.

Nonostante l'intervento del regolatore, che ha protetto tutti i depositanti della banca, la crisi si è immediatamente dilatata ad altre realtà statunitensi ma soprattutto al gigante elvetico Credit Suisse, che già non godeva di ottima reputazione. Esattamente una settimana dopo dalla risoluzione di SVB - anche a seguito di dichiarazioni del principale azionista che si era detto non disposto a ricapitalizzare ulteriormente la banca - in considerazione degli enormi deflussi di liquidità dalle casse della banca svizzera (negli ultimi giorni uscivano anche 10 miliardi al giorno di depositi) le autorità svizzere sono state costrette ad orchestrare l'acquisizione della banca da parte di UBS per appena 3,5 miliardi di CHF, con azzeramento delle obbligazioni subordinate di categoria *additional tier 1*, le più rischiose.

Quindi tutto risolto? Non proprio, visto che nei giorni successivi l'attenzione è stata spostata su Deutsche Bank, sebbene nel momento in cui si scrive questo pezzo le tensioni sembrano in allentamento.

A testimonianza di come le tensioni sul sistema bancario permangano, vi è stato di recente un aumento considerevole delle linee di credito richieste alla banca centrale americana (grafico utilizzo linee di credito FED)



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg (dati mensili al 22/03/2023)

Come scritto in precedenza, la salute del settore bancario nel suo complesso appare molto migliore di quella presente nel 2008, grazie a livelli di capitalizzazione nettamente superiori, qualità degli attivi di bilancio migliore, regolamentazione molto più stringente ed anche livelli di liquidità che non mostrano a livello complessivo segnali preoccupanti. Chiaramente, potrà ancora esserci qualche banca che andrà in difficoltà, soprattutto se la stretta monetaria imposta dalle principali banche centrali non rallenterà,

ma l'impressione è che sul settore bancario, rimanendo possibilmente sul segmento obbligazionario di classe senior primaria (senior preferred in Europa ed emissioni delle società operative nel mondo anglosassone) si annidino interessanti opportunità di investimento. Per i più coraggiosi, ma a proprio rischio e pericolo, anche le emissioni subordinate di alcune banche di elevato standing offrono rendimenti corretti per il rischio interessanti, sebbene sia sempre consigliabile esporsi, specialmente ad asset class così volatili, tramite organismi collettivi di investimento per evitare rischi idiosincratichi che potrebbero costare caro.

Come si sono comportati nel dettaglio i mercati finanziari nell'ultimo periodo?

Chi nell'ultimo mese si fosse soffermato solamente sulle notizie senza guardare l'andamento dei mercati finanziari, potrebbe attendersi performance pesantemente negative mentre invece, a livello generale, l'andamento non è stato così male, anzi!

A contribuire positivamente alla price action, infatti, ha contribuito il riprezzamento da parte degli operatori di mercato circa la futura traiettoria della politica monetaria. Infatti, secondo tale ragionamento, la crisi in atto sul settore bancario contribuirà a ridurre il flusso di credito verso l'economia, i livelli di inflazione, di conseguenza, fletteranno e le banche centrali potranno adottare una politica monetaria meno restrittiva.

In tal senso, è estremamente esemplificativo l'andamento del tasso a due anni sulla curva sovrana americana, che è sceso in misura importante nell'ultimo mese (grafico tasso), spingendo al rialzo anche tutte quelle attività finanziarie correlate negativamente ai tassi di interesse, come ad esempio i settori azionari ad elevata crescita.

Grafico tasso: rendimento del titolo governativo USA a 2 anni nell'ultimo anno



Fonte: elaborazione BSM su dati Bloomberg (dati al 29/3/2023)

Tabella performance

Asset Class	Performance % mese di marzo in valuta locale	Performance % anno 2023 in valuta locale
Azionario Americano	3,51%	7,03%
Azionario Europeo	1,81%	13,74%
Azionario Mercati Emergenti	2,73%	3,54%
Obbligazionario Investment Grade Americano	2,54%	2,96%
Obbligazionario Investment Grade Europeo	2,00%	2,09%
Obbligazionario globale High Yield	0,92%	3,15%
Obbligazionari mercati emergenti aggregato	1,24%	2,15%

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg. Price return per indici azionari, total return per indici obbligazionari.

Quali sono stati gli eventi più significativi dell'ultimo periodo?

Oltre alla crisi innescatasi sul settore finanziario, di cui si è scritto ampiamente, ad inizio mese, in Cina, XI è stato rieletto presidente della Repubblica cinese ottenendo quindi il terzo mandato.

Sul fronte delle banche centrali, la BCE ha alzato i tassi di interesse di 50 punti base, continuando la lotta ad un'inflazione che rimane a livelli troppo elevati; pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati innalzati rispettivamente al 3,50%, al 3,75% e al 3,00%.

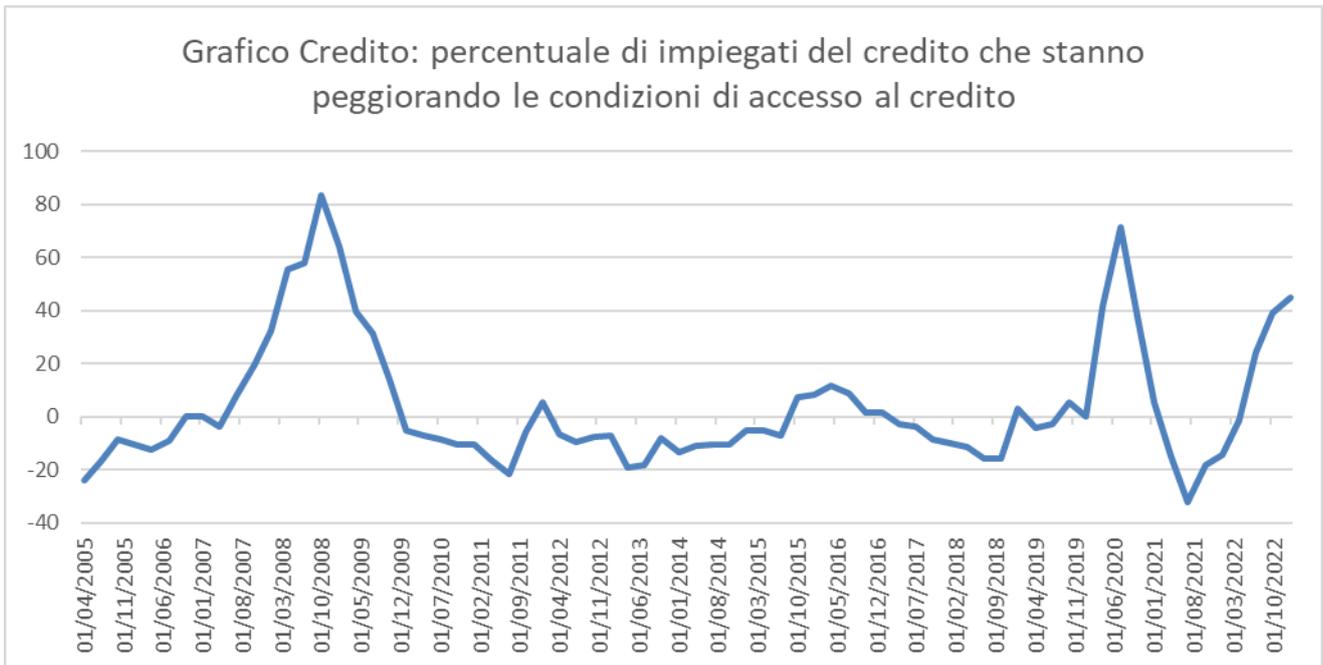
Dall'altro lato dell'oceano, la Banca Centrale Americana ha alzato invece i tassi di interesse di 25 punti base, portandoli nel range 4,75%-5,00%, al massimo dal 2007 e segnalando come questo potrebbe essere uno degli ultimi rialzi.

Qual è la condizione di salute dell'economia globale?

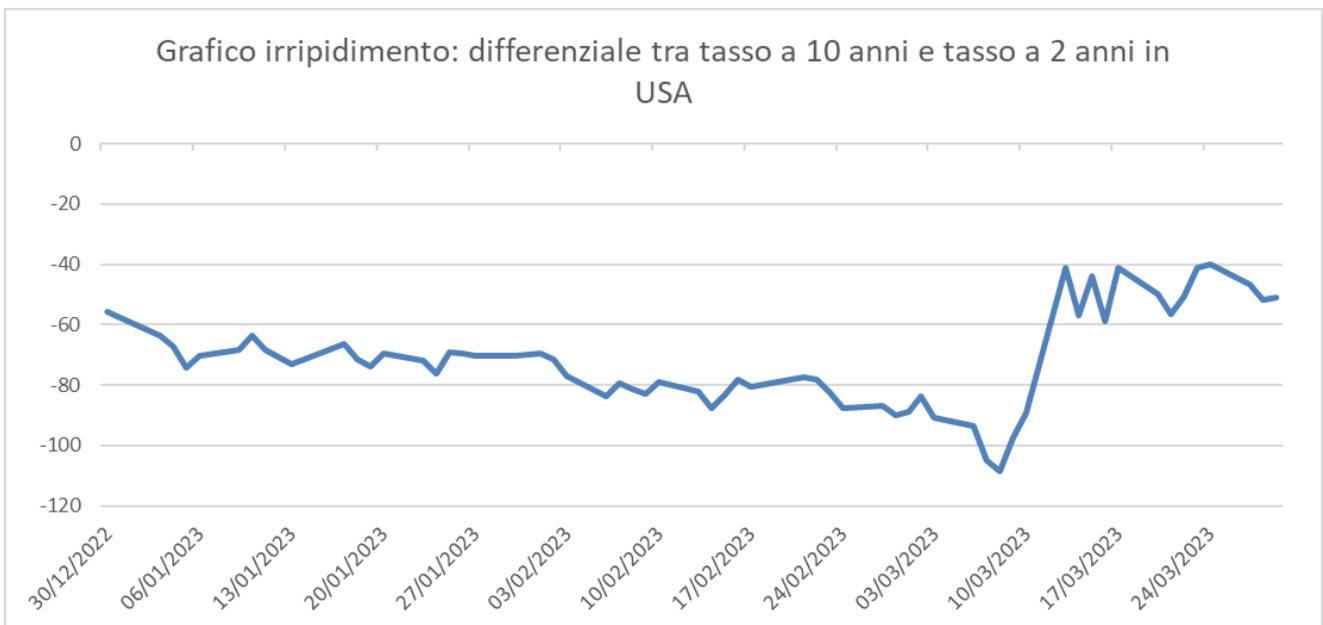
Lo scorso mese ci chiedevamo se fosse più probabile un atterraggio duro, un atterraggio morbido o addirittura un non atterraggio per l'economia globale.

Ebbene, il mese di marzo ha per il momento ridotto di molto le probabilità che l'economia non vada verso nessun tipo atterraggio. Infatti, la crisi del settore bancario ha reso molto più probabile una contrazione del credito, che a cascata andrà ad impattare negativamente sulla crescita economica.

Tale dinamica è confermata sia dal trend sulla percentuale di impiegati del settore del credito che stanno peggiorando le condizioni di finanziamento offerte (grafico credito) sia dall'irripidimento della curva dei tassi di interesse registrato nelle ultime settimane che statisticamente, dopo un periodo di inversione, è il segnale che la recessione economica si sta avvicinando (grafico irripidimento)



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg, con dati riferiti alle imprese medie e grandi degli USA



Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg

Quali saranno gli eventi da monitorare nel prossimo periodo?

Massima attenzione andrà riposta questo mese sia agli sviluppi della fase di stress sul settore finanziario sia ai dati macroeconomici e degli utili aziendali per il primo trimestre 2023, che consegneranno il quadro sulla reale condizione dei principali settori economici. In assenza delle decisioni delle principali banche centrali, per le quali occorrerà attendere i primi giorni di maggio, saranno importanti anche gli spunti che forniranno le pubblicazioni dei diversi dati sull'inflazione, che rimane (almeno per ora) il nemico numero uno delle autorità monetarie.

Cosa ci dicono le valutazioni attuali dei mercati finanziari e cosa è lecito attendersi nel medio periodo?

Come sempre risulta importante dare uno sguardo alle valutazioni delle principali categorie di investimento, in quanto nel medio-lungo periodo la performance dei mercati è fortemente correlata alle valutazioni presenti al momento dell'investimento (più basse sono le valutazioni più elevato è il rendimento prospettico e viceversa).

Tabella valutazioni

Mercato	Metrica utilizzata	Percentile
MSCI World (Azionario mondiale)	Prezzo/Utili prospettico	56 (60 lo scorso mese)
Obbligazionario EUR Investment Grade	Option Adjusted Spread vs. governativo	14 (27 lo scorso mese)
Obbligazionario Global High Yield	Option Adjusted Spread vs. governativo	17 (46 lo scorso mese)
Obbligazionario mercati emergenti	Option Adjusted Spread vs. governativo	23 (41 lo scorso mese)

Fonte: elaborazione BSM su dati bloomberg con dati rilevati in data 30 marzo 2023. Il percentile, con valori che vanno da 0 a 100 (più il valore è elevato e più il mercato è caro) è calcolato su una serie storica di 10 anni e rilevazioni mensili.

La tabella valutazioni ci mostra valori in miglioramento rispetto al mese scorso soprattutto sul comparto obbligazionario a spread, dove i valori iniziano ad essere interessanti, con conseguenti rendimenti attesi ottenibili per il medio-lungo periodo in aumento rispetto a quelli presenti nei mesi scorsi.

Come andranno quindi gestiti i portafogli nel prossimo periodo?

Da fine gennaio avevamo suggerito di rimanere sottopesati di rischio ed effettivamente la strategia ha pagato.

Ora crediamo che, sebbene non sia da escludere una recrudescenza della volatilità, per il prossimo mese possa avere senso alzare leggermente l'esposizione agli attivi più volatili, con preferenza però verso il mondo obbligazionario a spread (corporate bonds sia investment grade che high yield) rispetto al mercato azionario.

Infatti, durante l'ultimo mese si è aperto un divario tra l'andamento del mercato azionario (che ha tenuto molto bene) e gli spread pagati dalle obbligazioni corporate, che invece si sono allargati di più di quanto giustificato dall'andamento dei mercati azionari.

In dettaglio si consiglia di:

- Mantenere invariata la componente azionaria di portafoglio, poco sotto al peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica;
- Aumentare leggermente l'esposizione all'obbligazionario con rischio di credito, portandola almeno in linea al peso stabilito in sede di *asset allocation* strategica;
- Ridurre l'esposizione all'obbligazionario privo di rischio di credito, portandola a livelli leggermente inferiori a quelli stabiliti in sede di *asset allocation* strategica.

Denis Manzi, CFA, CIPM