

Principali eventi

Azimut Global Network

- * Milan
- * Abu Dhabi
- * Austin
- * Cairo
- * Dubai
- * Dublin
- * Hong Kong
- * Estoril
- * Istanbul
- * Lugano
- * Luxembourg
- * Mexico City
- * Miami
- * Monaco
- * New York
- * Santiago
- * São Paulo
- * Shanghai
- * Singapore
- * St Louis
- * Sydney
- * Taipei



Sistema bancario in scompiglio

- Per la prima volta dal 2008, nelle ultime due settimane sono tornati a galla i timori di una crisi bancaria.
- Il fallimento della Silicon Valley Bank ha costretto la Federal Reserve e la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) a prendere misure straordinarie per evitare il contagio all'intero sistema bancario statunitense.
- La crisi di Credit Suisse ha costretto le autorità svizzere a portare avanti l'acquisizione da parte di UBS, causando gravi perdite agli investitori e violando lo stato di diritto svizzero.

Nelle ultime due settimane è riemerso in modo inaspettato e prepotente un problema che era stato dimenticato per quasi 15 anni: una crisi bancaria.

Per capire meglio cosa è successo e se la situazione è effettivamente grave o meno, bisogna spiegare prima un concetto fondamentale per valutare la rischiosità di una banca: la necessità di mantenere un equilibrio tra la duration delle attività e delle passività.

Facciamo un paio di esempi per spiegare il concetto. Supponiamo che una banca abbia acquistato un MBS (Mortgage-Backed Security) a 30 anni e l'abbia finanziato emettendo un'obbligazione a 30 anni (ovviamente a un tasso più basso, cristallizzando così per 30 anni lo spread a suo favore). Se i tassi d'interesse aumentano, la banca non ne risente: il valore delle sue attività (MBS) scende di un valore pari a quello delle sue passività (anche il prezzo dell'obbligazione emessa è sceso). L'impatto è quindi nullo. Se non ci sono rimborsi, la banca può tenere in bilancio sia le MBS (attività) sia l'obbligazione emessa (passività) in modo sicuro e senza mettere a rischio la propria solvibilità. Ovviamente la banca riporterà in bilancio una «perdita non realizzata» per l'MBS, ma questo non rappresenta di per sé una situazione di rischio per la banca.

Se invece la banca avesse acquistato un MBS a 30 anni finanziandolo con depositi a vista, ci sarebbe stato un rischio potenziale. Quando i tassi aumentano, il prezzo dell'MBS crolla, ma il valore dei depositi bancari rimane invariato. Se la banca non riceve richieste di prelievo, questa situazione di rischio può rimanere latente e non diventare mai un problema reale.

(continua)

Se invece i correntisti si preoccupano e iniziano a prelevare denaro, la banca è costretta a vendere MBS sul mercato per pagare i correntisti, consolidando così una perdita e ricavando solo una parte del capitale necessario. Le perdite realizzate sugli investimenti possono azzerare completamente il capitale della banca se le richieste di rimborso sono elevate e/o se gli aumenti dei tassi sono consistenti.

Pertanto, le perdite non realizzate non sono di per sé un problema, indipendentemente dalla loro entità. Diventano un problema quando 1) c'è un disallineamento delle scadenze tra attività e passività (condizione) e 2) ci sono significative richieste di ritiro da parte dei clienti nello stesso momento (catalizzatore).

Quello che è successo alla Silicon Valley Bank (SVB) è un esempio di quest'ultimo caso: negli ultimi anni caratterizzati da tassi molto bassi, SVB ha investito le sue attività in obbligazioni con scadenze piuttosto lunghe, come gli MBS. Le sue passività, invece, erano rimaste con scadenze più brevi. Come risultato del disallineamento tra la duration delle attività e delle passività, SVB si è trovata ad essere «long duration» in concomitanza con il più forte aumento dei tassi degli ultimi 40 anni. Questa situazione era nota e ampiamente conosciuta, tanto che negli ultimi mesi gli spread e i CDS (Credit Default Swap) di SVB hanno continuato a salire, segnalando il problema e spingendo alcuni degli investitori più accorti a riscattare il proprio capitale. Quando il problema è diventato di dominio pubblico, la situazione si è deteriorata, provocando una corsa agli sportelli e le perdite realizzate sono state così significative da azzerare il capitale della banca, costringendo SVB a dichiarare bancarotta.

A parte la SVB, quanto è grave il problema delle perdite non realizzate? Come già detto, perché si tratti di un problema reale sono necessari una condizione (disallineamento tra attività e passività) e un catalizzatore (richieste di prelievo anomale). Di norma, non dovrebbero esserci disallineamenti di duration significativi tra le banche di medie e grandi dimensioni. Forse alcune delle banche più piccole potrebbero avere qualche problema, ma per le piccole banche il problema è facilmente gestibile. Detto questo, la Federal Deposit Insurance Corporation ("FDIC", l'autorità statunitense per l'assicurazione dei depositi) ha riferito che alla fine del 2022 il sistema bancario statunitense aveva perdite non realizzate per 620 miliardi di dollari. Anche in assenza di un disallineamento di duration, un livello assoluto così elevato di perdite non realizzate rappresenta un rischio latente per il sistema finanziario. Per evitare che si verifichi il catalizzatore (ovvero, le richieste di prelievo), è stato annunciato che tutti i depositi della SVB saranno garantiti. In precedenza, la FDIC assicurava solo i conti correnti fino a un massimo di 250.000 dollari e, in caso di fallimento di una banca, il correntista perdeva tutto ciò che superava tale limite. Poiché la FDIC garantisce tutti i depositi della SVB, si potrebbe pensare che in futuro la FDIC garantirà tutti i depositi di qualsiasi banca e di qualsiasi importo. Gli individui, quindi, non avrebbero più alcun incentivo a ritirare il denaro dalla propria banca, dal momento che ogni banca è garantita dallo Stato attraverso la FDIC.

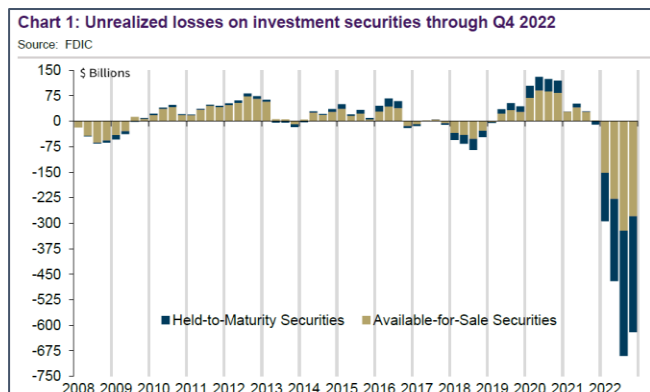
Inoltre, la Fed, il governo e la FDIC hanno lanciato un nuovo programma, il Bank Term Funding Program (BTFP), che mira a fornire alle banche una risorsa di finanziamento stabile per soddisfare le eventuali richieste di prelievo dei clienti. Il BTFP fornirà prestiti alle banche in cambio di Treasury e MBS, valutati alla pari. In altre parole, se una banca riceve richieste di rimborso insolite nonostante il fatto che ora tutti i depositi siano garantiti dalla FDIC, invece di liquidare i titoli sul mercato in perdita, la banca può utilizzarli come garanzia presso la Fed.

In cambio dei titoli, la Fed presterà alla banca un importo pari al valore nominale (100, «valued at par»), non al valore di mercato del titolo, che potenzialmente è anche inferiore a 100.

Con questi due programmi, quindi, la Fed ha fatto tutto il possibile per fermare la crisi bancaria, assicurandosi che le perdite non realizzate non si trasformino in perdite reali (la condizione) e non dando ai clienti motivi per ritirare i loro soldi dalle banche (il catalizzatore), dato che i loro depositi sono completamente assicurati dalla FDIC, indipendentemente dal saldo.

Passiamo ora al caso Credit Suisse ("CS"). Per mesi i CDS di CS sono stati scambiati tra 300 e 400, un livello insolitamente alto in assenza di gravi problemi. Sebbene non vi sia un legame diretto tra i problemi di CS e le questioni delle perdite non realizzate o del fallimento di SVB, l'ondata di avversione al rischio causata da questi eventi ha fatto schizzare i CDS di CS alle stelle, superando addirittura la soglia dei 1000, un livello raggiunto solo da società sull'orlo del fallimento.

(continua)



Fonte: NatWest Markets Plc, FDIC



Fonte: Bloomberg

Nonostante queste evidenze, il 15 marzo la FINMA (Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari) e la BNS (Banca Nazionale Svizzera) hanno emesso una dichiarazione congiunta (<https://www.finma.ch/en/news/2023/03/20230315-mm-statement/>) in cui si legge che: «La FINMA conferma che Credit Suisse soddisfa i requisiti patrimoniali e di liquidità più elevati applicabili alle banche di rilevanza sistemica». Quattro giorni dopo, domenica 19 marzo, è stato annunciato che CS è stata acquisita da UBS. Le voci di mercato sottolineano che, a quanto pare, non si è trattato di un accordo volontario, ma piuttosto di un'operazione fortemente sollecitata dalle autorità di vigilanza.

CS è stata acquisita per 3 miliardi di franchi svizzeri, ovvero 4,5 miliardi in meno rispetto alla capitalizzazione della banca di venerdì scorso, con conseguenti perdite significative per gli azionisti. Inoltre, 16 miliardi di franchi svizzeri di obbligazioni Additional Tier 1 (AT1) sono stati spazzati via, in quello che risulta essere il più grande default nella storia delle obbligazioni Contingent Convertible (CoCo bond, create in Europa dopo la crisi finanziaria globale per fungere da ammortizzatori quando le banche rischiano di fallire). Inoltre, il governo svizzero ha dovuto impegnare fino a 9 miliardi di franchi svizzeri in perdite, se le perdite di UBS avessero superato i 5 miliardi di franchi. Infine, come condizione per chiudere l'accordo, la banca centrale doveva concedere a UBS una linea di credito fino a 100 miliardi di franchi. Quanto la BNS e la FINMA avevano dichiarato sullo stato di salute di CS si è rivelato poi infondato.

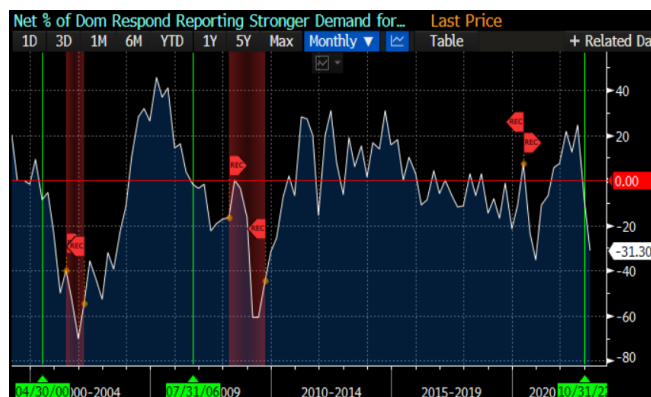
Il caso CS sta provocando onde d'urto nell'intero sistema finanziario. I titoli AT1 di tutte le banche europee sono stati i primi ad essere colpiti. Per molti anni, gli investitori hanno visto in queste obbligazioni un tasso d'interesse più elevato e nessun rischio aggiuntivo. Purtroppo, gli investitori hanno imparato che non è sempre vero.

Il CDS di UBS, che dieci giorni fa era scambiato a 65 e venerdì scorso a 133, al momento della stesura del presente documento (lunedì 20 marzo) ha raggiunto i 160. È difficile prevedere cosa accadrà a medio termine, anche perché non è chiaro quanto sia grave la situazione di CS. È difficile prevedere cosa accadrà a medio termine, anche perché non è chiaro quanto sia grave la situazione di CS. Se UBS riuscirà a risolvere rapidamente i problemi legati all'eredità di CS, il problema potrebbe rimanere circoscritto. In caso contrario, tra qualche mese anche i CDS di UBS cominceranno a salire, e allora la Svizzera (e il mondo intero) dovrà affrontare un problema ancora più grande.

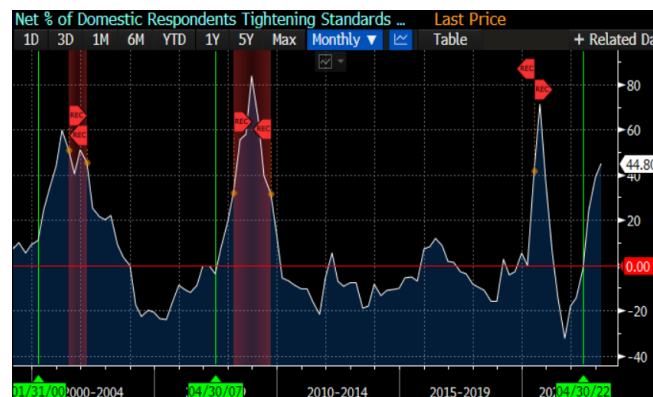
Tuttavia, non si possono dormire sonni tranquilli. Le decisioni sono state prese in violazione delle leggi svizzere che erano in vigore in quel momento, per evitare problemi maggiori nel caso in cui non si fosse raggiunto un accordo entro il fine settimana.

Nei casi in cui un'operazione comporti gravi perdite per gli azionisti, la transazione deve essere prima ratificata da un'assemblea straordinaria degli azionisti. Ciò non è avvenuto nel caso della transazione CS. Inoltre, poiché gli obbligazionisti sono di norma senior rispetto agli azionisti, il capitale sociale della società sarebbe dovuto essere azzerato prima di azzerare il valore degli AT1. Per alcuni AT1, la conversione in azioni o il loro annullamento (anche senza liquidare prima gli azionisti) è possibile solo se il capitale della banca scende al di sotto delle soglie regolamentari. Tuttavia, dato che la FINMA e la BNS hanno affermato nella loro dichiarazione del 15 marzo che la banca era adeguatamente capitalizzata, perché hanno deciso di cancellare il valore degli AT1?

(continua)



Fonte: NatWest Markets Plc, FDIC



Fonte: Bloomberg

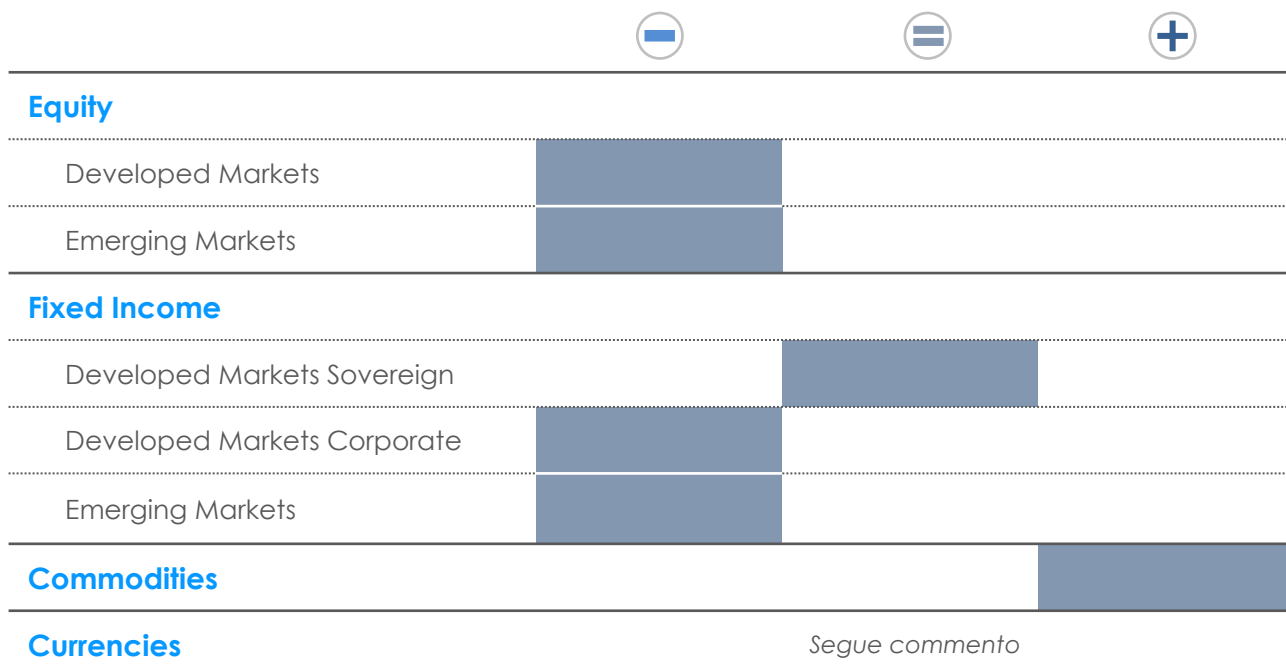
Entrambe le decisioni (imporre un accordo che danneggia gravemente gli azionisti senza un'assemblea straordinaria e azzerare gli AT1 in assenza di qualsiasi prova che il capitale regolamentare sia sceso al di sotto delle soglie legali) aprono la porta a cause legali, che potrebbero anche mettere in discussione la legittimità dell'operazione. Questa incertezza si protrarrà a lungo e, se una o entrambe le decisioni dovessero essere annullate, le conseguenze per il mercato potrebbero essere disastrose.

Inoltre, ciò che è accaduto a SVB e CS porterà probabilmente a un aumento significativo della probabilità di recessione. Anche prima di questi eventi, sia in Europa che negli Stati Uniti le banche stavano imponendo criteri di prestito più rigidi e la domanda di prestiti stava diminuendo. Quando si è assistito a queste dinamiche in passato, si è sempre registrata una recessione entro i successivi 9-18 mesi.

Nel breve periodo, i mercati potrebbero impennarsi concentrandosi unicamente sulla possibilità che questi eventi inducano le Banche Centrali a terminare il ciclo di rialzo dei tassi prima di quanto previsto. Nel medio termine, tuttavia, i mercati devono considerare il fatto che le prospettive economiche sono oggi peggiori rispetto a pochi giorni fa.

Ricordiamo inoltre che ogni volta che si è verificata una crisi importante, i primi sviluppi negativi sono sempre apparsi facilmente digeribili dal sistema finanziario. Tuttavia, come ricorda una ricerca di NatWest Markets Plc, «i prezzi delle case hanno raggiunto il massimo alla fine del 2006. New Century, un fondo di investimento immobiliare americano specializzato in prestiti subprime e cartolarizzazioni, è fallito il 2 aprile 2007. Nell'agosto 2007, American Home Mortgage ha dichiarato bancarotta e diversi hedge fund hanno visto evaporare la liquidità e gli investitori sono stati bloccati. Nel settembre 2007 c'è stata la corsa alla Northern Rock ... tutto questo un anno prima del fallimento di AIG, Bear e Lehman, nonché della rottura del dollaro da parte di diversi fondi del mercato monetario statunitense, ecc. La lezione è che bisogna essere cauti nel ritenere che la rottura di SVB» [e l'acquisizione di CS, aggiungeremmo noi] «segna la fine della «rottura delle cose».

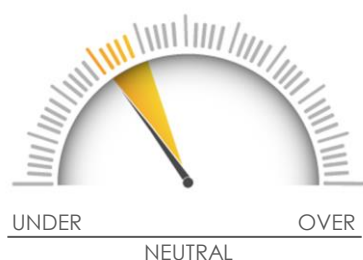
Asset Allocation View



⊖ UNDER
= NEUTRAL
⊕ OVER

Equity

Developed Markets



View ridotta a **sottopeso**. L'improvviso scoppio della crisi bancaria sia negli Stati Uniti che in Europa avrà inevitabilmente implicazioni sulla crescita economica, rendendo il rischio di recessione molto più concreto e imminente. Nel breve termine, il mercato potrebbe rimbalzare se si concentra esclusivamente sulla possibilità che questi sviluppi negativi costringano le Banche Centrali a terminare il ciclo di rialzo dei tassi prima del previsto. Se il rally dovesse concretizzarsi, è consigliabile approfittarne per ridurre le esposizioni di portafoglio.

US



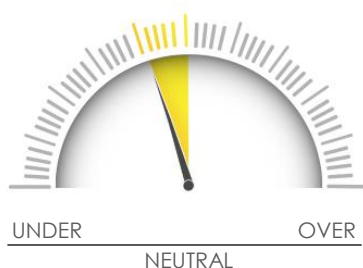
Europe



Japan



Emerging Markets



View ridotta a **leggero sottopeso**. Le ragioni del declassamento sono le stesse di quelle addotte per i mercati sviluppati.

Asia ex-Japan



EEMEA

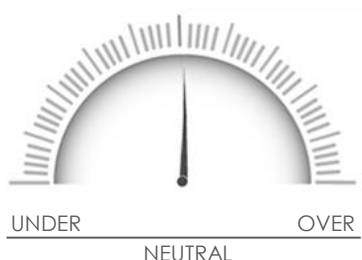


LATAM



Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View mantenuta **neutrale**. Nel breve termine, i tassi d'interesse potrebbero continuare a subire forti oscillazioni come nelle ultime due settimane. Raccomandiamo di mantenere un'esposizione neutrale all'asset class fino a quando non ci sarà maggiore chiarezza sulle prospettive di medio termine, in assenza di un'adeguata visibilità sugli sviluppi della crisi bancaria e data l'incertezza sulla posizione della Federal Reserve.

EU Core



EU Periphery



US Treasury



Japanese JGB



Developed Markets Corporate



View ridotta a **leggero sottopeso**. La crisi bancaria in corso farà inevitabilmente aumentare gli spread, non solo delle obbligazioni finanziarie, ma anche di tutte le altre obbligazioni societarie, dato che l'accesso al credito bancario sarà più difficile nei prossimi mesi a causa dell'inasprimento degli standard di prestito. Continuiamo a considerare l'high yield come il segmento con le peggiori prospettive.

IG Europe



IG US



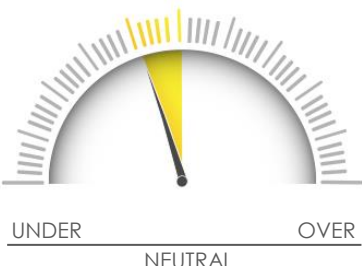
HY Europe



HY US



Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. La crisi del sistema bancario nei Paesi sviluppati porterà inevitabilmente a un ampliamento degli spread anche nei Paesi emergenti.

Local Currency



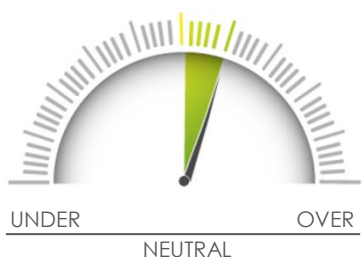
Hard Currency IG



Hard Currency HY



Commodities



View aumentata a **leggero sovrappeso**. I timori scatenati dalla crisi bancaria negli Stati Uniti e in Europa, uniti alle aspettative di una fine prematura del ciclo di rialzo dei tassi, sono entrambi fattori trainanti per il prezzo dei metalli preziosi. Inoltre, riteniamo che ci sia spazio per un rimbalzo dopo che altre materie prime hanno subito una forte correzione a causa dei timori di un'imminente recessione.

Precious



Energy



Industrial



Agricultural



Currencies

Dollaro USA: view mantenuta **neutrale** in attesa della riunione della Fed di marzo, dalla quale ci si attende chiarezza sull'eventualità che gli sviluppi del settore bancario giustifichino una fine prematura del ciclo di rialzo dei tassi.

Euro: view mantenuta **neutrale**. Le preoccupazioni sulla solidità del sistema bancario europeo, in particolare sull'effettiva rischiosità dei CoCo bond dopo l'azzeramento dell'AT1 da parte di Credit Suisse, potrebbero prevalere sul fatto che i tassi d'interesse in Europa potrebbero ora avere più spazio per salire rispetto agli Stati Uniti.

Renminbi cinese e Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**.

Euro		USD		CNY		Other EM	
------	---	-----	---	-----	---	----------	---

Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.