

Allianz Research

Accordo riparatore in Svizzera: cosa aspettarsi ora?

Cosa guardare: percorso dei tassi di interesse della Fed statunitense, crisi politica e sociale della Francia, mercati dell'elettricità dell'UE

24 Marzo 2023

Cosa osservare

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist
maxime.darmet@allianz-trade.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@allianz.com

Jasmin Gröschl
Senior Economist
jasmin.groeschl@allianz.com

Arne Holzhausen
arne.holzhausen@allianz.com

Andreas Jobst
Head of Macroeconomic
and Capital Markets
Research
andreas.jobst@allianz.com

Maddalena Martini
Senior Economist
maddalena.martini@allianz.com

Markus Zimmer
Senior Expert ESG
markus.zimmer@allianz.com

- **Percorso del tasso d'interesse della Fed statunitense:** manca ancora un altro rialzo.
- **Riforma pensionistica francese** – Una grave crisi politica e sociale potrebbe spingere l'economia in recessione.
- **Mercati dell'elettricità dell'UE** – La Commissione UE ha presentato una modesta proposta di riforma, concentrandosi su integrazioni per aumentare la stabilità dei prezzi. Tuttavia, la Commissione non ha spianato la strada a politiche più coordinate e mirate in tempi di crisi energetica.

In primo piano – Matrimonio riparatore svizzero: quali sono le prospettive?

- **Domenica scorsa, UBS ha accettato di acquistare il concorrente nazionale Credit Suisse in un accordo interamente azionario mediato dal governo per 3,25 miliardi di dollari – la più grande fusione bancaria dalla crisi finanziaria globale.** L'entità combinata avrà un bilancio di 1,7 trilioni di dollari, il che la rende una delle prime 10 banche globali (e di dimensioni paragonabili a Santander (Spagna), Wells Fargo (USA) o Barclays (Regno Unito)).
- **La completa svalutazione di 17,3 miliardi di USD di capitale aggiuntivo Tier 1 (AT1) di Credit Suisse è insolita ma legale.** Contrariamente alla tradizionale gerarchia del bail-in della struttura del capitale delle banche, gli azionisti (che normalmente sono di livello junior) potevano ricevere ancora alcune azioni di UBS (anche se a premio). Tuttavia, la svalutazione permanente di tali strumenti ibridi di capitale è specifica delle due grandi banche svizzere; tutte le altre grandi banche europee hanno emesso strumenti AT1 che rendono la svalutazione temporanea (o occultata in capitale), il che limiterà i potenziali effetti di ricaduta sul mercato dei capitali ibridi.
- **Le banche europee sembrano ben protette, ma probabilmente i costi di finanziamento e di capitale aumenteranno, portando a un riprezzamento e a un riaggiustamento del mercato.** La salute del settore bancario europeo è notevolmente migliorata nell'ultimo decennio, mitigando i potenziali effetti di ricaduta del salvataggio di Credit Suisse.
- **I timori per la stabilità finanziaria influenzeranno ma non condizioneranno il percorso futuro dei tassi ufficiali.** I tremori del settore bancario hanno già inasprito le condizioni di finanziamento globali, ma non lo faranno abbastanza velocemente perché la Federal Reserve e la BCE abbandonino la loro posizione restrittiva. Pertanto, la prima risposta delle banche centrali allo stress dei mercati finanziari è stata quella di fornire ampia liquidità.

L'opzione preferita sembra essere quella di attendere che l'inflazione diminuisca lentamente sulla scia degli effetti ritardati della politica monetaria, senza provocare dislocazioni nei mercati dei capitali.

La Federal Reserve degli Stati Uniti: ancora un rialzo dei tassi

Il FOMC ha deciso di aumentare i tassi di 25 punti percentuali nonostante le turbolenze bancarie. In linea con le nostre aspettative, il FOMC ha aumentato i tassi di interesse per segnalare il suo impegno imperterrito a ridurre l'inflazione. Il presidente Powell ha riconosciuto che le iniezioni di liquidità (la Fed ha prestato circa 300 miliardi di dollari alle banche la scorsa settimana) stavano effettivamente aumentando le dimensioni del bilancio della Fed, ma ha sottolineato che non avrebbero fatto salire l'inflazione. Le iniezioni di liquidità sono prestiti temporanei destinati a soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche e a ripristinare la fiducia, senza alcun effetto sull'attività economica e sull'inflazione. D'altro canto, i rialzi dei tassi d'interesse e la stretta quantitativa (cioè la riduzione delle dimensioni del portafoglio obbligazionario della Fed) sono strumenti pensati per contenere l'inflazione.

Tuttavia, Powell ha respinto le preoccupazioni sulla solidità del sistema bancario statunitense, sostenendo che la SVB era "un'eccezione". Pur chiedendo una revisione approfondita delle attuali politiche di vigilanza e regolamentazione bancaria e l'attuazione di politiche più severe, ha sottolineato che la Fed è pronta a utilizzare tutti gli strumenti a sua disposizione per mantenere il sistema bancario sicuro e solido e per proteggere i depositanti "in caso di minaccia". Powell si è tuttavia rifiutato di rispondere alla domanda se la Fed salverebbe alcune banche in caso di crisi sistemica.

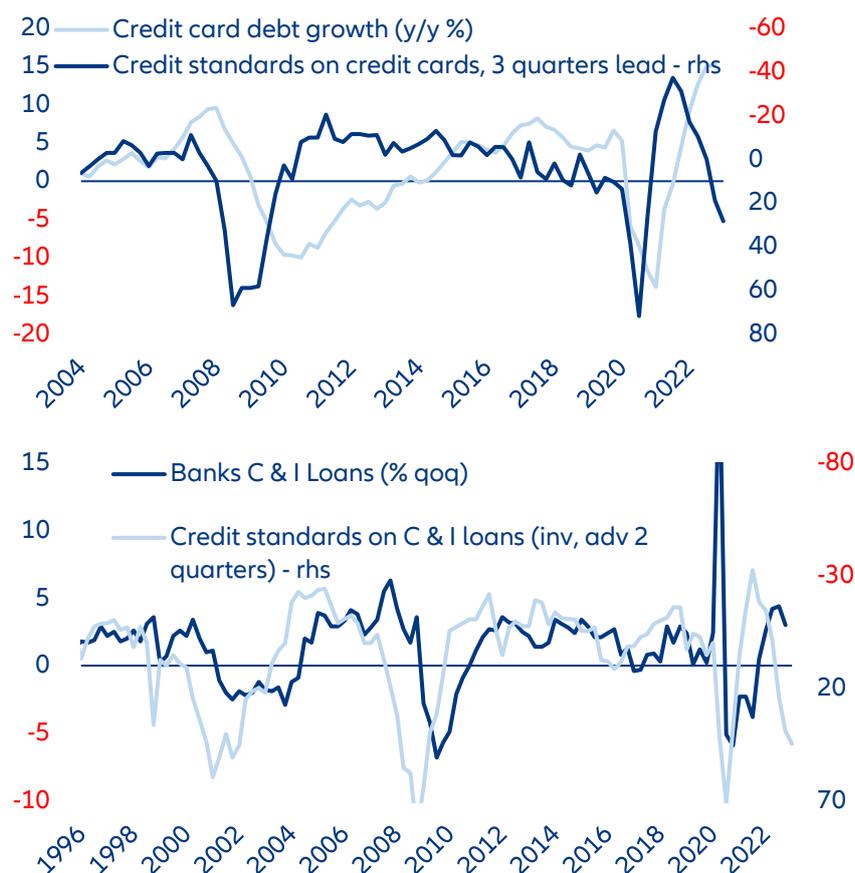
Siamo meno fiduciosi del Presidente Powell sulla salute del sistema bancario statunitense a causa della fragilità delle banche regionali. Le diminuzioni del valore degli attivi delle banche regionali aumentano significativamente la loro esposizione alle corse dei depositi non assicurati. Secondo le simulazioni di Jiang e altri (2023)¹, SVB era ben lontana dall'aver la peggiore capitalizzazione e le maggiori perdite non riconosciute tra le banche statunitensi. Certo, SVB si distingueva per una quota sproporzionata di finanziamenti non assicurati. Tuttavia, secondo lo studio SSRN, se solo la metà dei depositanti non assicurati decidesse di ritirare i propri fondi, quasi 190 banche rappresenterebbero un potenziale rischio di perdita di valore per i depositanti assicurati.

In prospettiva, ci aspettiamo un ultimo rialzo di 25 pb nella riunione di maggio, seguito da tagli cumulativi dei tassi di 75 pb a novembre/dicembre. Il presidente Powell ha sottolineato più volte che le turbolenze bancarie accelereranno probabilmente l'inasprimento degli standard di prestito², affermando che l'inasprimento degli standard bancari equivale a un "aumento dei tassi". In altre parole, l'inasprimento degli standard di credito farà la parte del leone per comprimere la domanda aggregata e riportare l'inflazione verso il basso, alleggerendo la pressione sulla Fed per un ulteriore aumento dei tassi di interesse. L'ultima Senior Loan Officer Opinion Survey, condotta nel quarto trimestre del 2022, ha già evidenziato un marcato inasprimento degli standard di credito in tutti i tipi di prodotti, segnalando un calo del credito al consumo e degli investimenti delle imprese prima della fine dell'anno (Figura 1).

¹ *"Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs?"* 13 marzo 2023.

² *Le banche daranno effettivamente priorità alla protezione delle loro riserve di capitale e/o alla ricapitalizzazione delle perdite non realizzate.*

Figura 1: Standard di credito sul credito al consumo e sui prestiti C&I



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Ciò avvalorla la nostra tesi secondo cui l'economia statunitense scivolerà in una recessione nella seconda metà dell'anno, poiché le condizioni di finanziamento e di credito più rigide incidono sulla spesa privata.

In un contesto di calo della domanda aggregata - prevediamo un calo del PIL del -1% da metà a fine 2023 - ci aspettiamo che le pressioni sui prezzi di base si allentino a sufficienza per consentire alla Fed di iniziare a tagliare i tassi di interesse nelle riunioni di novembre e dicembre. Ulteriori tensioni nel settore bancario potrebbero anticipare il cambio di rotta della Fed, ma riteniamo che il FOMC continuerà ad affrontare i problemi di stabilità finanziaria attraverso le finestre di liquidità piuttosto che con tagli affrettati dei tassi. A nostro avviso, un cambio di rotta non è probabile fino a quando l'inflazione di fondo non avrà imboccato un sentiero discendente, cosa che non vediamo accadere prima della fine del terzo trimestre del 2023..

Francia - una grave crisi politica e sociale potrebbe spingere l'economia in recessione

Il presidente francese Macron sta affrontando una grave crisi politica e sociale dopo aver fatto approvare una controversa riforma delle pensioni. Temendo di non ottenere la maggioranza all'Assemblea nazionale, il governo ha optato per l'applicazione dell'articolo 49.3 della Costituzione, che consente di approvare i progetti di legge senza votazione. I partiti dell'opposizione hanno quindi presentato due mozioni di sfiducia, una delle quali non è riuscita a far cadere il governo per soli nove voti. In risposta, sono scoppiate proteste e violenti disordini in tutto il Paese.

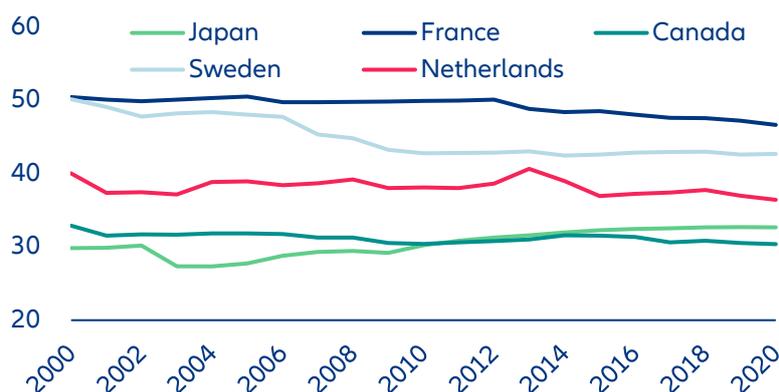
Le tensioni e la rabbia vanno ben oltre il rifiuto della riforma pensionistica. Esse riflettono una crescente insoddisfazione - esacerbata dall'attuale crisi del costo della vita - nei confronti della classe politica, di uno stato sociale malfunzionante e di tasse pesanti. La sfiducia nei rappresentanti politici è cresciuta costantemente a partire dal referendum del 2005, quando il governo (sotto la presidenza di Nicolas

Sarkozy) ha fatto passare in Parlamento il disegno di legge sulla Costituzione europea (ribattezzato "Trattato di Lisbona") due anni dopo, nonostante fosse stato respinto dal voto popolare. Da allora non è stato indetto alcun referendum. Più recentemente, il ripetersi dello stallo tra Marine Le Pen ed Emmanuel Macron nelle elezioni presidenziali del 2022 ha irritato parte dell'elettorato. Molti sono stati anche frustrati dalla percezione di assenza di dibattito politico durante le campagne presidenziali del 2017 e del 2022 (nel 2017 a causa di uno scandalo politico-finanziario che ha coinvolto il candidato di destra François Fillon e nel 2022 a causa della guerra in Ucraina).

Anche i fattori economici hanno contribuito notevolmente all'aumento delle tensioni sociali e politiche in Francia. Nonostante sia uno dei paesi più spendaccioni delle economie avanzate (la spesa pubblica rappresenta circa il 56% del PIL), la percezione diffusa tra la popolazione è che lo Stato francese spenda in modo sempre più inefficiente, anche se la pressione fiscale rimane elevata. La qualità dei servizi pubblici di base (ospedali, scuole, sistema giudiziario ecc.) si sta deteriorando rapidamente.

Per finanziare le grandi spese, lo Stato francese tassa pesantemente le famiglie e le imprese (il che lascia comunque un sostanziale deficit pubblico per finanziare l'ammacco rimanente). I lavoratori francesi devono far fronte a uno dei più alti cunei fiscali (ossia la differenza tra i salari lordi al lordo delle imposte e la retribuzione percepita, Figura 2) nei Paesi OCSE. Ciò sta alimentando il contraccolpo contro l'allungamento della vita lavorativa (obiettivo della riforma pensionistica). Le proteste dei Gilet gialli nel 2018 sono state inizialmente innescate dal piano del governo di aumentare le tasse sul carburante, aggiungendo ulteriore pressione sui redditi delle famiglie..

Figura 2: Cuneo fiscale in alcuni paesi OCSE



Fonti: OCSE, Allianz Research. Nota: il cuneo fiscale è il rapporto tra l'ammontare delle tasse pagate da un lavoratore single medio (una persona singola al 100% del guadagno medio) senza figli e il corrispondente costo totale del lavoro per il datore di lavoro.

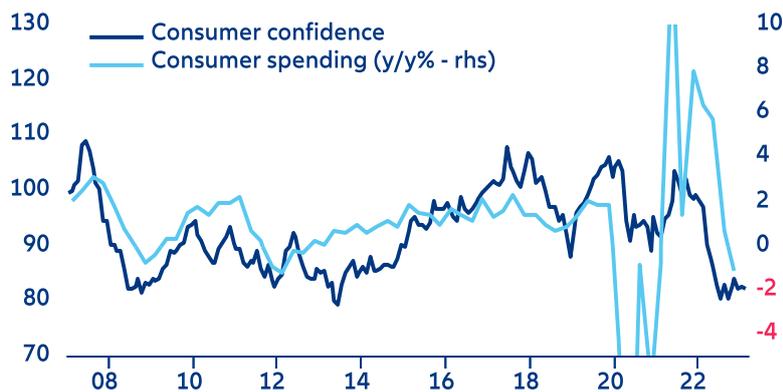
Il secondo mandato di Macron si sta trasformando in una presidenza zoppa: È improbabile che le grandi riforme strutturali vengano portate avanti fino al 2027 e ci aspettiamo che il governo si concentri sulla riduzione del deficit pubblico attraverso tagli alla spesa discrezionale e aumenti delle tasse. Dalla revisione costituzionale del 2008, l'uso dell'articolo 49.3 è limitato a un disegno di legge per sessione parlamentare.³ Il partito di destra *Les Républicains* (LR) sarà meno propenso ad appoggiare alcune riforme, data l'impopolarità del governo: diversi deputati LR hanno votato per la mozione di sfiducia, andando contro la leadership LR. Se il Presidente Macron decidesse di indire nuove elezioni generali, il Parlamento sarebbe probabilmente ancora più frammentato. In questo contesto di stallo politico, è improbabile che vengano attuate grandi riforme strutturali. Il governo cercherà invece di ridurre gli ampi deficit pubblici per rispettare le regole fiscali dell'UE e tranquillizzare i mercati finanziari. Il Presidente Macron ha annunciato una nuova tassa sui "superprofitti" mentre il Ministro delle Finanze Bruno Le Maire

³ Anche se il governo può ancora attivarlo un numero illimitato di volte per le leggi finanziarie (PLF) e di sicurezza sociale (PLFSS)..

ha annunciato tagli significativi alla spesa per il 2024. Prevediamo che il deficit pubblico si ridurrà a -4,9% del PIL l'anno prossimo, dal -5,5% di quest'anno.

In uno scenario in cui le tensioni sociali si intensificano, il colpo all'economia potrebbe raggiungere 0,5 punti percentuali del PIL annuale nel 2023-24, facendola entrare in recessione. Prevediamo che il PIL francese flirterà con la recessione, crescendo di un misero +0,4% quest'anno e di un +0,8% nel 2024. Il passaggio degli alti prezzi spot di gas ed elettricità alle bollette delle imprese, l'inflazione elevata e l'inasprimento delle condizioni finanziarie indotto dalla BCE stanno pesando sempre più sull'economia. Se le tensioni sociali dovessero intensificarsi nelle prossime settimane (probabilità del 40%), riteniamo che l'impatto economico si farebbe sentire soprattutto attraverso il calo della fiducia dei consumatori e la riduzione della loro spesa (Figura 3). Utilizzando un semplice modello statistico, stimiamo che un calo della fiducia dei consumatori tra il secondo e il quarto trimestre del 2023, pari all'incirca a quello registrato durante le proteste dei Gilet gialli nel 2018, farebbe crollare i consumi fino a 0,5 punti percentuali annualizzati all'inizio del 2024 (tenendo conto degli effetti ritardati), ovvero 0,3 punti percentuali del PIL. Tuttavia, ci aspetteremmo anche interruzioni della produzione industriale e carenze di prodotti petroliferi (e un ulteriore colpo alla fiducia dei consumatori), che probabilmente farebbero salire il colpo al PIL di almeno 0,5pp, a nostro avviso. In effetti, potremmo assistere a diversi trimestri consecutivi di crescita negativa nella seconda metà del 2023..

Figura 3: Fiducia dei consumatori e spesa delle famiglie

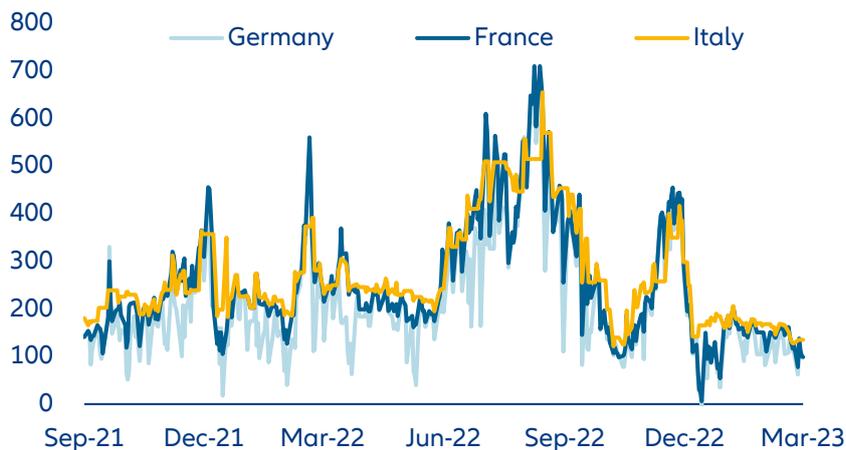


Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Mercati dell'elettricità dell'UE - Se non è rotto non aggiustarlo

Giovedì la Commissione europea ha presentato le sue proposte di riforma del mercato europeo dell'elettricità. Ma nonostante le promesse di una "riforma profonda e completa", si tratta piuttosto di aggiunte all'attuale struttura del mercato. Il sistema dell'ordine di merito, responsabile delle estreme fluttuazioni dei prezzi della scorsa estate, rimarrà il principio con cui operano i mercati elettrici a breve termine. Tuttavia, gli strumenti ad hoc per attenuare i picchi di prezzo estremi saranno rafforzati. La resilienza del mercato dovrebbe essere rafforzata anche dall'accelerazione della diffusione delle fonti rinnovabili, sostenuta dall'aggiunta di mercati regionali virtuali e di mercati della flessibilità che favoriscano lo sviluppo della capacità di stoccaggio della rete di trasmissione e aumentino la risposta della domanda ai segnali di prezzo. Questo approccio è giustificato: Anche se il sistema dell'ordine di merito porta a prezzi volatili (Figura 4), ha dimostrato di essere nel complesso un sistema efficiente per la gestione della domanda e dell'offerta nel mercato europeo.

Figura 4: Prezzi dell'elettricità all'ingrosso in Europa



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Il fulcro della proposta della Commissione risiede nell'aggiunta di strumenti a lungo termine che non solo garantiscono a tutti i consumatori di energia elettrica - comprese le famiglie - un maggior grado di stabilità (dei prezzi), ma soprattutto sono destinati a creare i giusti incentivi per spingere gli investimenti sostenibili nella produzione e nel consumo di energia elettrica. Si tratta di due strumenti: gli HTM (contratti di acquisto di energia) e i CfD (contratti per differenza). I primi sono contratti bilaterali tra produttori di energia e consumatori, finora utilizzati soprattutto nell'industria, che forniscono ai grandi consumatori una certezza a lungo termine sui prezzi e sui volumi. L'idea è di aprire questi vantaggi anche agli utenti retail (famiglie e piccole e medie imprese). I CfD, invece, sono stipulati tra l'autorità di regolamentazione e i fornitori di energia elettrica e comportano pagamenti di compensazione se il prezzo dell'elettricità scende al di fuori di una fascia definita. Ora si suppone che prevalga la simmetria: se i prezzi sono troppo alti, il produttore di energia elettrica deve pagare - in questo modo, il problema dei "profitti in eccesso" (e la loro possibile scrematura) viene risolto elegantemente allo stesso tempo. L'obiettivo principale del CfD, tuttavia, è quello di creare una base di calcolo stabile a lungo termine per gli investimenti nelle energie rinnovabili. Il regolamento previsto è associato a una serie di misure di accompagnamento per aumentare l'accettazione e la diffusione di questi strumenti. In ultima analisi, tuttavia, spetta agli operatori di mercato decidere se utilizzarli o meno.

La proposta della Commissione europea tiene conto della fragilità di un mercato paneuropeo dell'elettricità con grandi differenze regionali. Si tratta di una riforma che migliora lo status quo, soprattutto se riuscirà ad aumentare significativamente l'uso dei CfD e quindi gli investimenti. In questo contesto, non solo la produzione di energia elettrica, ma anche l'infrastruttura di rete deve essere presa in considerazione: Sono urgentemente necessari investimenti nella digitalizzazione per il controllo intelligente del consumo di elettricità e sufficienti capacità di stoccaggio per fornire la necessaria flessibilità alla domanda e all'offerta. Ad esempio, i "prosumatori di energia" saranno sostenuti nella condivisione dell'elettricità autoprodotta, in quanto gli Stati membri sono tenuti ad adattare la rete in modo che l'elettricità possa fluire anche "dall'altra parte", dai consumatori al sistema, e a predisporre l'infrastruttura informatica appropriata. I gestori delle reti di trasmissione sono incoraggiati ad acquistare prodotti di "peak shaving", che consentono di ridurre la domanda di elettricità nelle ore di punta. Le esigenze di flessibilità del sistema elettrico saranno valutate periodicamente e gli opportuni schemi di sostegno dovranno garantire la disponibilità di una capacità sufficiente di risposta alla domanda e di stoccaggio. Ciò è necessario affinché le energie rinnovabili riducano il prezzo dell'elettricità in Europa nel lungo periodo, garantendo così la competitività dell'industria europea.

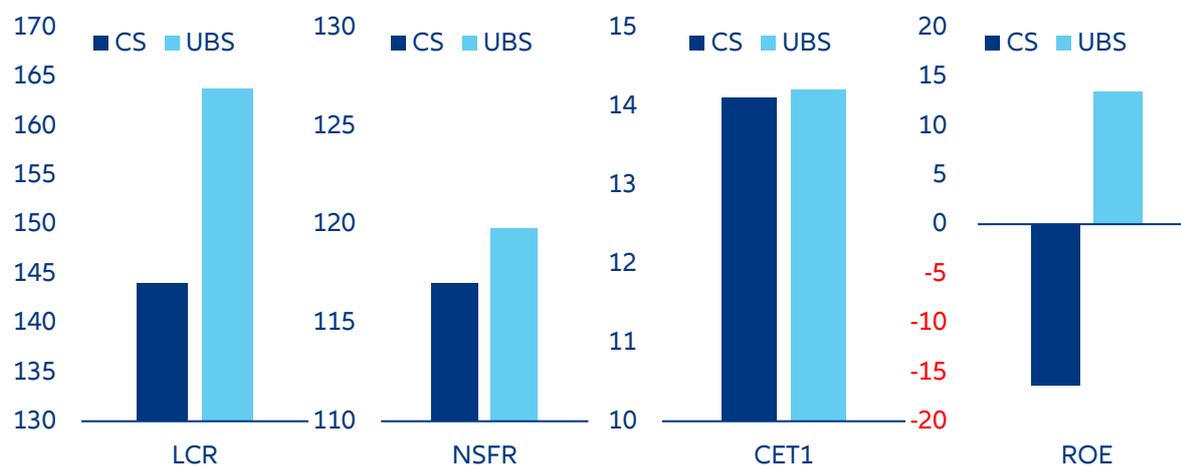
Più che il mercato dell'energia in sé, è necessario riformare le reazioni dei governi alla crisi dei prezzi dell'energia. Interventi di mercato non coordinati e poco mirati creano incentivi sbagliati per tutti i partecipanti al mercato. Questo vale anche per il freno tedesco ai prezzi dell'elettricità, che almeno sulla

carta incentiva il risparmio energetico. Nell'attuale situazione di mercato, i prezzi fissi hanno maggiori probabilità di mantenere i prezzi più alti più a lungo, minando la volontà di cambiare fornitore - l'elemento più efficace della concorrenza nel mercato dell'elettricità. Il freno tedesco ai prezzi dell'elettricità è un esempio di interventi tardivi e troppo ingegnosi in un mercato complesso. Anche se è improbabile che le oscillazioni estreme della scorsa estate si ripetano in questa forma, la prossima crisi dei prezzi dell'energia è destinata ad arrivare e i governi dovrebbero essere ben preparati. Per farlo, hanno bisogno di una serie di misure efficaci e mirate ex ante che portino un rapido sollievo a coloro che sono realmente colpiti, come ad esempio i pagamenti forfettari alle famiglie bisognose.

In primo piano - Matrimonio riparatore in Svizzera: quale sarà il prossimo passo?

Domenica scorsa, UBS ha accettato di acquistare il concorrente nazionale Credit Suisse in un'operazione per azioni promossa dal governo per 3,25 miliardi di dollari, la più grande fusione bancaria dalla crisi finanziaria globale (Figura 5). L'entità combinata avrà un bilancio di 1,7 trilioni di dollari, che la renderà una delle prime 10 banche globali (e paragonabile per dimensioni a Santander (Spagna), Wells Fargo (USA) o Barclays (UK)).

Figura 5: Confronto degli indicatori di solidità finanziaria - Credit Suisse e UBS (alla fine del 2022)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

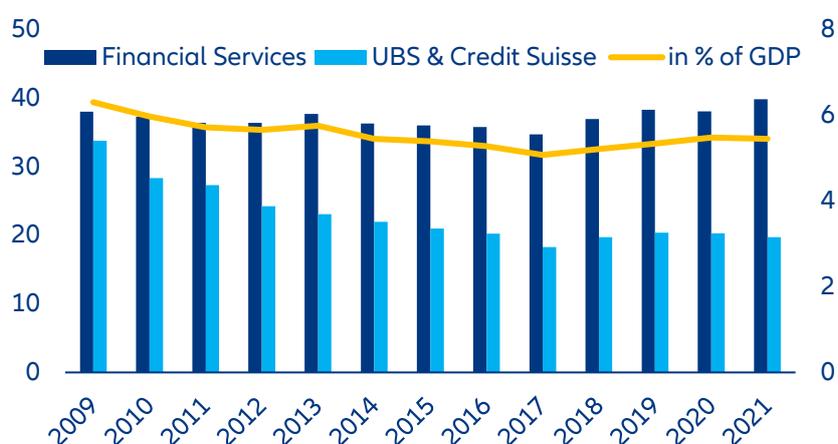
Il governo svizzero sta mettendo a rischio molti soldi dei contribuenti. L'accordo prevede una linea di liquidità continua da parte della Banca Nazionale Svizzera (BNS) per 100 miliardi di franchi svizzeri e un backstop per perdite fino a 9 miliardi di franchi svizzeri nel caso in cui UBS subisca perdite superiori a 5 miliardi di franchi svizzeri a seguito della vendita di attività di difficile valutazione presenti nei libri contabili del Credit Suisse. Ciò potrebbe far pensare a un problema di solvibilità e non solo di liquidità. Il prezzo di acquisto equivale a circa il 4% del valore contabile e a circa il 10% del valore di mercato del Credit Suisse all'inizio dell'anno. Ciò suggerisce che una parte sostanziale dei 575 miliardi di dollari di attività del Credit Suisse potrebbe essere deteriorata o percepita come a rischio di deterioramento.

L'operazione comporta anche notevoli rischi per UBS. Il Credit Suisse ha notevoli esposizioni fuori bilancio e sta ancora curando le ferite di diversi scandali (tra cui Archegos, Greensil e Credito Real) che sono costati alla banca complessivamente 7,3 miliardi di dollari. Alla fine dello scorso anno, la banca aveva già subito un forte calo dei depositi e dei deflussi di attività nette (8% degli attivi totali solo nel quarto trimestre del 2022, 15% nella divisione di gestione patrimoniale), che hanno ridotto il suo indice di copertura della liquidità (LCR) dal 192% al 144% e il suo indice netto di finanziamento stabile (NSFR) dal 136% al 117% a fine 2022. I continui tentativi di ricapitalizzare la banca non sono stati sufficienti: il gruppo ha completato due aumenti di capitale a novembre e dicembre. L'ultima relazione annuale aveva già individuato

debolezze materiali nel reporting finanziario e, anche se la Banca Centrale Svizzera ha offerto un salvagente di 54 miliardi di dollari, alla fine non è stato sufficiente per alleviare i dubbi diffusi sulla banca, che alla fine hanno portato alla fusione spinta dal regolatore.

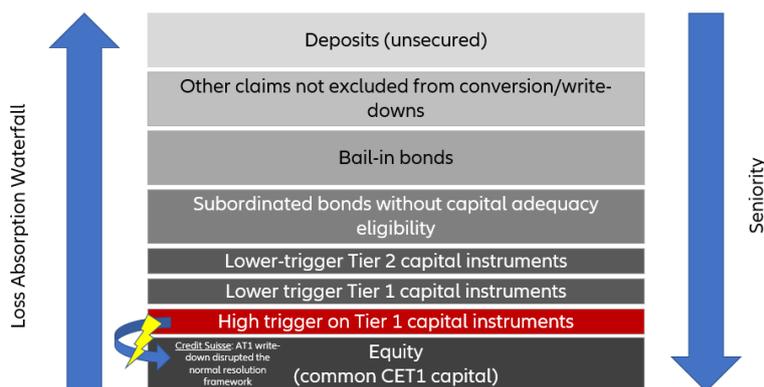
L'acquisizione del Credit Suisse da parte di UBS avrà implicazioni negative sul contributo del settore dei servizi finanziari all'economia svizzera. Nel 2021, i servizi finanziari hanno contribuito al PIL svizzero per 40,1 miliardi di franchi svizzeri, di cui circa il 50% attribuibile alle sole Credit Suisse e UBS (Figura 6). Anche se la banca nata dalla fusione è destinata a diventare una delle più grandi banche europee, i licenziamenti del personale e i tagli alle attività di investimento e di gestione patrimoniale del Credit Suisse ridurranno i ricavi combinati a meno della somma delle due banche. Ci aspettiamo quindi un'accelerazione del calo del contributo relativo delle banche al PIL svizzero, che è già sceso dal 6,3% nel 2009 al 5,5% nel 2021, per attestarsi al 5,2% alla fine del 2022..

Figura 6: Valore aggiunto dell'industria dei servizi finanziari al PIL svizzero (in miliardi di CHF e in % del PIL)



Fonti: Credit Suisse, SECO, SNB, UBS, Allianz Research

Figura 7: Gerarchia del bail-in bancario



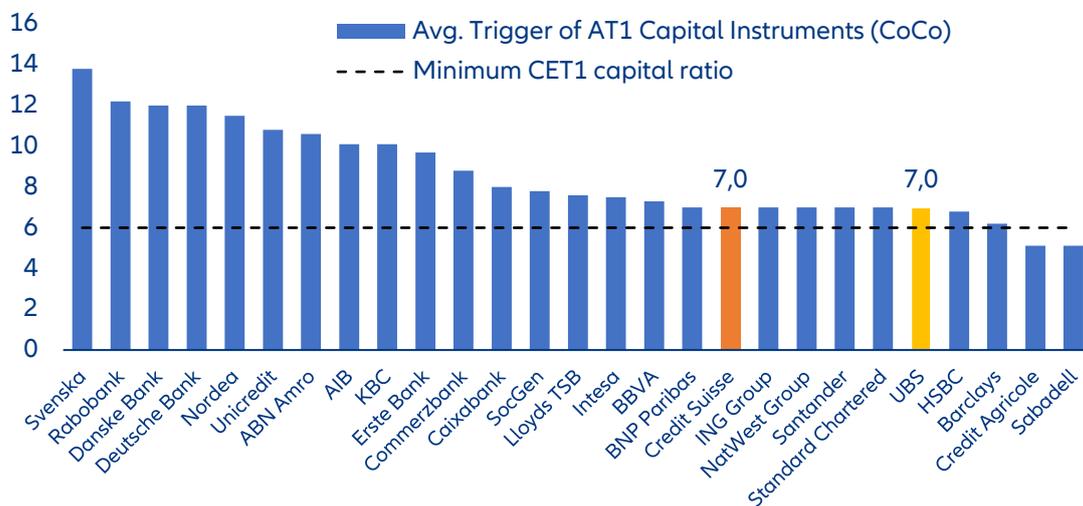
Fonti: Credit Suisse, FINMA, Allianz Research

Non vediamo effetti di spillover dalla svalutazione del capitale ibrido di Credit Suisse

La perdita completa di capitale ibrido nel Credit Suisse è stata insolita ma legale. Come prerequisito per il sostegno di liquidità d'emergenza da parte della BNS, il Credit Suisse ha dovuto garantire la propria sopravvivenza, il che è stato possibile solo svalutando tutti i suoi strumenti subordinati di capitale

aggiuntivo di classe 1 (AT1) in circolazione, le cosiddette obbligazioni convertibili contingenti (o "CoCos" in breve). Pertanto, i circa 17,3 miliardi di dollari di queste obbligazioni a rischio del Credit Suisse sono ora privi di valore, mentre gli azionisti (che normalmente hanno un rango inferiore) ricevono ancora alcune azioni di UBS (anche se con un premio), contrariamente alla gerarchia convenzionale del bail-in della struttura del capitale delle banche (Figura 7). La svalutazione potrebbe quindi influire negativamente su questa specifica classe di attività (che ammonta a 270 miliardi di dollari in Europa), in particolare se i CoCos e gli elevati livelli di CET1 di altre banche dovessero avere problemi (Figura 8). Tuttavia, la svalutazione permanente di questi strumenti di capitale ibrido è specifica delle due grandi banche svizzere (Tabella 1); tutte le altre grandi banche europee hanno emesso CoCos che rendono temporanea la svalutazione (o la convertono in azioni).⁴ Inoltre, riteniamo che l'aumento di capitale alla fine del 2022 (4 miliardi di franchi svizzeri) - sottoscritto per quasi la metà dalla Saudi National Bank - abbia pesato sulla decisione dell'autorità di regolamentazione, in quanto gli azionisti avevano già investito ulteriori fondi o diluito le loro partecipazioni nel tentativo di salvare la società prima dell'acquisizione..

Figura 8: Principali banche europee: coefficienti patrimoniali per il debito convertibile in circolazione (%)



Fonti: EBA, BCE, Refinitiv, Allianz Research. Nota: AT1=capitale aggiuntivo di classe 1, CET1=comon equity Tier 1; 1/"debito convertibile" si riferisce al debito convertibile AT1.

⁴ In effetti, Credit Suisse ha avvertito esplicitamente della possibilità di svalutazioni nella circolare di offerta dei suoi strumenti ibridi di capitale ("Se si verifica un Evento di Contingenza, o prima di una Data di Assorbimento della Perdita Statutaria, un Evento di Viabilità, l'intero importo principale delle Notes sarà obbligatoriamente e permanentemente svalutato. Le Notes non sono convertibili in azioni dell'Emittente al verificarsi di un Evento di Contingenza o di un Evento di Viabilità o a discrezione dei Titolari in qualsiasi momento.").

Tabella 1: Principali banche europee: meccanismo di assorbimento delle perdite degli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1

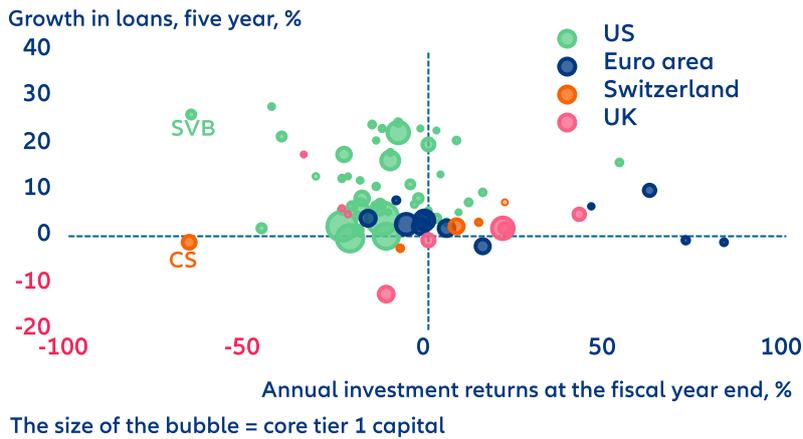
Issuer	Loss Absorption
Barclays	Equity conversion
BBVA	Equity conversion
BNP Paribas	Temporary writedown
Caixabank	Equity conversion
Commerzbank	Temporary writedown
Credit Agricole	Temporary writedown
Credit Suisse	Permanent writedown
Danske Bank	Equity conversion
Deutsche Bank	Temporary writedown
HSBC	Equity conversion
ING Group	Equity conversion
Intesa	Temporary writedown
Lloyds TSB	Equity conversion
NatWest Group	Equity conversion
Rabobank	Temporary writedown
Sabadell	Equity conversion
Santander	Equity conversion
SocGen	Temporary writedown
Standard Chartered	Equity conversion
UBS	Permanent writedown
Unicredit	Temporary writedown

Fonti: documenti aziendali, Allianz Research

Le banche europee sembrano ben protette, ma i costi di finanziamento e di capitale probabilmente aumenteranno, portando a un riprezzamento e a un riaggiustamento del mercato. La salute del settore bancario europeo è migliorata significativamente nell'ultimo decennio, attenuando i potenziali effetti di ricaduta del salvataggio del Credit Suisse. Le grandi banche europee sono ancora più liquide delle loro omologhe statunitensi e svizzere, con oltre 3 miliardi di euro di liquidità in eccesso e una quota ancora elevata di attività non vincolate che potrebbero essere utilizzate per accedere al denaro della banca centrale in caso di stress di finanziamento. Tuttavia, potrebbero esserci alcune banche piccole/individuali con problemi di liquidità. Concentrandoci sulle banche più grandi dell'Eurozona (con attività totali pari all'80% del PIL della regione), scopriamo che il settore è in condizioni molto migliori oggi rispetto al 2015, grazie a una regolamentazione e a una vigilanza migliori e più coerenti. I prestiti non performanti (NPL) sono scesi a meno del 3% del portafoglio prestiti (da oltre il 7%), mentre il coefficiente medio di Common Equity Tier 1 (CET1) è aumentato di oltre 2 punti percentuali. Anche la liquidità è migliorata, con l'indice di copertura della liquidità (LCR) che è salito dal 125% nel 2015 al 150% nel 2022, ben al di sopra del minimo regolamentare del 100%.

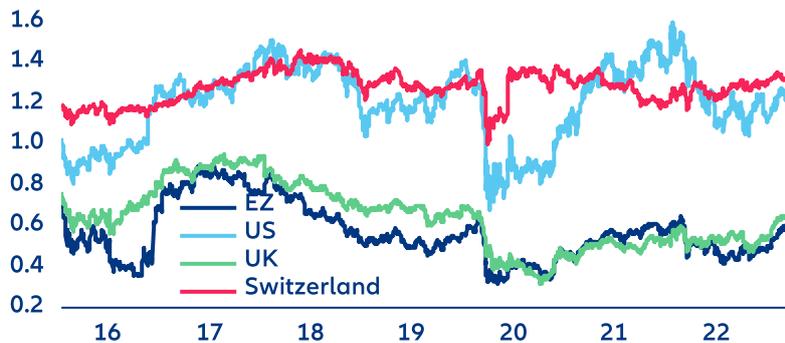
Per il momento, sembra che non esista un "prossimo Credit Suisse" in Europa. Per diversi mesi, il Credit Suisse si è discostato dal resto del settore bancario del continente, rendendolo il più vulnerabile alle perturbazioni verificatesi nel settore bancario regionale statunitense due settimane fa. Di conseguenza, è improbabile che si assista presto a un aumento significativo e strutturale del rischio sistemico per il settore bancario europeo. Per lo meno, se la situazione dovesse peggiorare, i responsabili politici europei avranno un po' più di tempo per reagire rispetto alle loro controparti statunitensi (Figure 9-11.).

Figura 9: Banche globali - crescita dei prestiti e rendimento degli investimenti



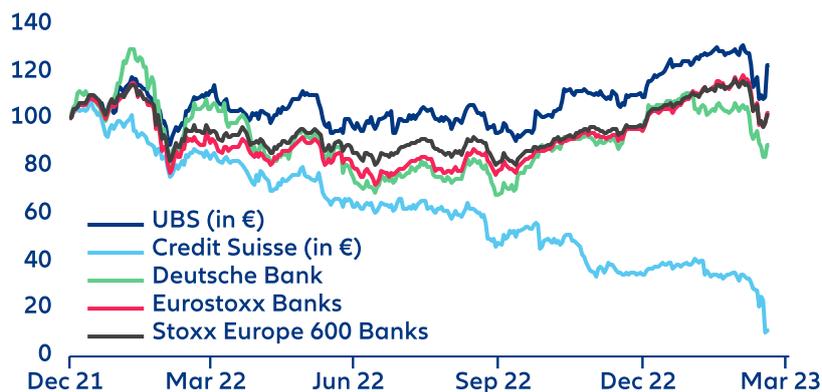
Fonti: Worldscope, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 10: Rapporto medio prezzo/valore contabile delle banche in paesi selezionati (22 marzo 2023)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

Grafico 11: Banche europee - performance azionaria dal 2022 (rielaborata in base a 100)



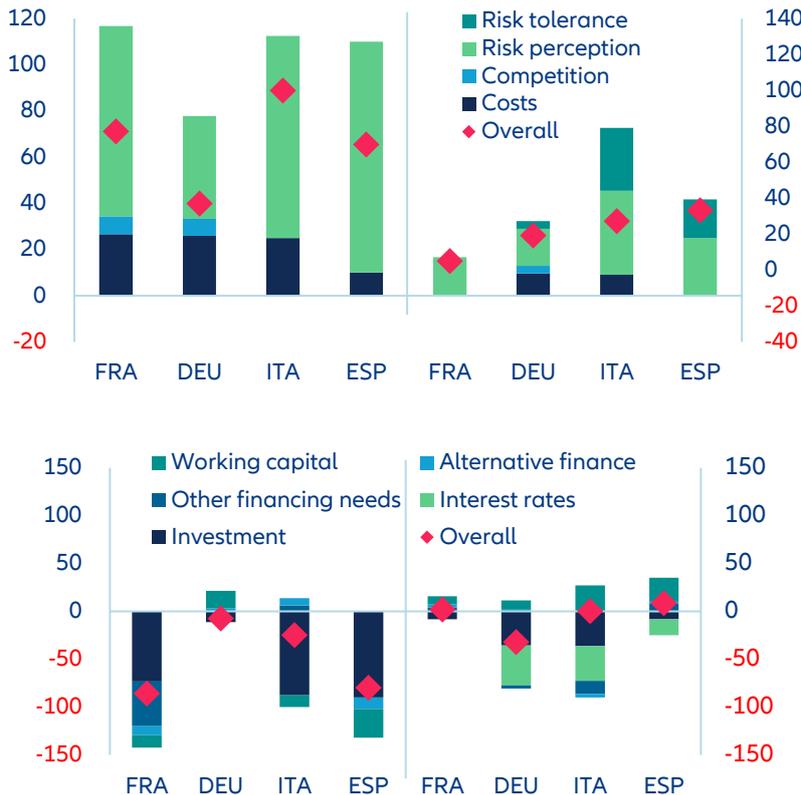
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Le banche centrali modereranno la loro posizione monetaria restrittiva, ma sperano che un prestito bancario più conservativo le aiuti a contenere l'inflazione

Le preoccupazioni per la stabilità finanziaria influenzeranno ma non condizioneranno il percorso dei tassi di riferimento in futuro. Le turbolenze del settore bancario hanno già inasprito le condizioni di

finanziamento globali, ma non abbastanza velocemente da indurre le banche centrali ad abbandonare la loro posizione restrittiva, per non rischiare di disancorare le aspettative di inflazione. Pertanto, la prima risposta delle banche centrali alle tensioni sui mercati finanziari è quella di fornire ampia liquidità per conciliare gli obiettivi di politica monetaria e di stabilità finanziaria. L'opzione preferita sembra essere quella di moderare l'orientamento restrittivo e attendere che l'inflazione si riduca lentamente grazie agli effetti ritardati della politica monetaria, senza provocare dislocazioni nei mercati dei capitali. La scorsa settimana sia la BCE che la BNS hanno aumentato i tassi di riferimento di 50 pb nonostante i timori per la stabilità finanziaria.⁵

Figura 12: Indagine sui prestiti bancari della BCE: fattori che contribuiscono alla variazione degli standard di credito alle SNF (grafico di sinistra) e della domanda di credito alle SNF (grafico di destra)



Fonti: BCE, Allianz Research

Il deterioramento delle dinamiche monetarie e creditizie sta già suggerendo che i rialzi della politica della BCE stanno avendo un impatto reale, con potenziali ulteriori sofferenze in arrivo. Prevediamo che la crescita annuale della massa monetaria e dei prestiti al settore privato nell'Eurozona sia ulteriormente rallentata a febbraio. Il protrarsi dell'incertezza nelle decisioni di investimento e l'aumento dei tassi di interesse hanno chiaramente influito sull'indebitamento delle imprese e delle famiglie. L'ultima indagine della BCE sui prestiti bancari ha già confermato che il calo della domanda netta di prestiti per l'edilizia residenziale e per le imprese persisterà (Figura 12). Parallelamente, le condizioni di credito si sono notevolmente inasprite. Prevediamo che l'episodio CS-UBS esacerberà le recenti tendenze e che le banche inaspriranno significativamente i loro criteri di prestito.

⁵ Insieme ad altre cinque banche centrali (BoE, BoJ, BCE, SNB e Riksbank), la Fed statunitense ha inoltre annunciato che, a partire dal 20 marzo, potenzierà le linee di swap in dollari, ossia aumenterà la frequenza degli accordi sulle linee di swap da settimanali a giornalieri, e continuerà "almeno" fino alla fine del mese prossimo. In questo modo, le banche centrali rafforzano il loro impegno a fungere da "importante backstop" in caso di difficoltà dei mercati finanziari, contribuendo così a mantenere il credito alle famiglie e alle imprese.

Gli assicuratori risentono delle implicazioni sui tassi di interesse dell'attuale volatilità del mercato piuttosto che delle esposizioni dirette alle banche

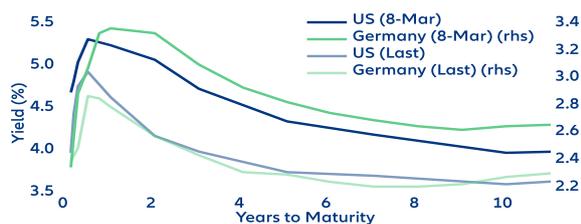
Una differenza sostanziale tra assicurazioni e banche è la loro capacità di finanziamento attraverso la raccolta premi. Gli assicuratori potrebbero vedere la loro liquidità deteriorarsi a causa dei riscatti e delle scadenze delle polizze, ma non possono subire corse ai depositi nella stessa misura delle banche. Inoltre, è molto meno probabile che gli assicuratori debbano procedere alla vendita di attività sommerse. Il rischio di un aumento dei riscatti nel ramo vita non deve essere sopravvalutato, poiché un'analisi della letteratura sui prodotti rivela che esistono penali significative per il riscatto anticipato. Più in generale, vi è una notevole resilienza rispetto al rischio degli attivi, dato il peso investment-grade dell'esposizione degli attivi degli assicuratori. Gli assicuratori possiedono pochissimo AT1 bancario, dato l'oneroso trattamento del capitale regolamentare. La stragrande maggioranza (~90%) dell'esposizione finanziaria è rappresentata dal debito senior.

In generale, gli assicuratori si preoccupano soprattutto dell'attuale incertezza sul livello e sulla direzione futura dei tassi di interesse, oltre che degli elevati livelli di volatilità. Data la minore sensibilità al ribasso della solvibilità ai tassi d'interesse, i tassi di reinvestimento dovrebbero scendere di molto (>100 pb) perché il vantaggio dei redditi da capitale sugli utili venga significativamente compromesso. Tuttavia, l'attuale transizione contabile agli IFRS 17 e 9 non ha una tempistica ideale e l'impatto della volatilità del mercato dei capitali sul nuovo regime è difficile da valutare. La transizione contabile consentirà di conoscere meglio la consistenza (e la stabilità) dei flussi di cassa del ramo vita e di riflettere in modo più accurato l'impatto economico dei livelli dei tassi d'interesse sulle attività e sulle passività (un richiamo tempestivo al meccanismo del cosiddetto "matching").

I mercati dovranno ora bilanciare la riduzione del rischio sistemico con il probabile aumento dei costi di finanziamento e l'inasprimento delle condizioni di prestito

In prospettiva, il salvataggio del Credit Suisse ha certamente aumentato le preoccupazioni sullo stato di salute del settore bancario globale e il rischio di ricadute negative, con conseguente aumento del costo del capitale per le banche e le società non finanziarie. Attualmente i mercati non sembrano eccessivamente preoccupati, ma le banche meno resilienti potrebbero dover affrontare delle sfide in futuro. Nel complesso, prevediamo che i mercati rimarranno turbolenti, con tutte le categorie di attivi che nel breve periodo registreranno una volatilità relativamente elevata a causa della crescente incertezza economica e di mercato. Dopo l'iniziale sell-off e la corsa ai beni rifugio della scorsa settimana, i mercati stanno ora classificando il settore bancario in nomi sicuri e rischiosi, cercando di capire in che modo l'attuale stress delle banche influirà sulla posizione politica delle banche centrali e sulle prospettive economiche. L'ambiguità prevalente sul percorso dei tassi di interesse negli Stati Uniti e in Europa porterà a un aumento della volatilità del mercato nel breve termine. L'aggiustamento al ribasso delle attuali curve dei rendimenti sovrani suggerisce che le banche centrali smetteranno di aumentare i tassi prima di quanto inizialmente previsto e che una recessione più grave è imminente. Riteniamo che il valore fondamentale per la parte lunga della curva si trovi a metà strada tra il punto più ottimistico raggiunto nella prima settimana di marzo e il punto più pessimistico raggiunto nella scorsa settimana. Tuttavia, riconosciamo anche che la volatilità a breve termine continuerà a impedire un ancoraggio omogeneo delle curve a breve e a lungo termine (Figura 13).

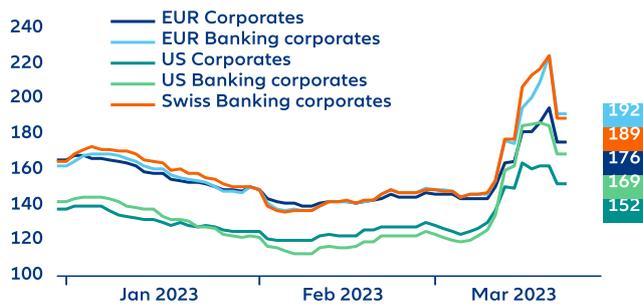
Figura 13: Curve sovrane di Stati Uniti e Germania (in %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Il credito societario è la seconda classe di attività più colpita in termini di cambiamenti di mercato e di repricing. La svalutazione degli obbligazionisti AT1 del Credit Suisse è stata legale ma ha sconvolto la visione convenzionale sui bail-in bancari, inducendo il mercato a riconsiderare i potenziali ostacoli strutturali per il settore bancario europeo in futuro. Si prevede che questa azione aumenterà il costo del capitale per le banche nel tempo, il che potrebbe limitare ulteriormente le condizioni di prestito. Inoltre, la cancellazione del debito societario ha spinto gli operatori di mercato a rivalutare il rischio di insolvenza e la migrazione del rating per il più ampio settore del credito societario (Figura 14).

Figura 14: Spread del credito alle imprese (in bps)

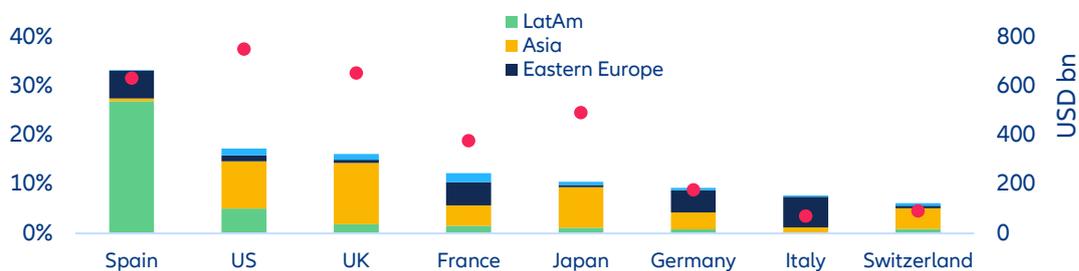


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Ricadute limitate sui mercati emergenti

Il settore finanziario delle economie avanzate (AE) svolge un ruolo importante nei mercati emergenti (EM), non solo attraverso gli investimenti ma anche attraverso la partecipazione diretta al settore bancario locale. Il settore finanziario delle economie avanzate (AE) svolge un ruolo importante nei mercati emergenti (EM), non solo attraverso gli investimenti ma anche attraverso la partecipazione diretta al settore bancario locale. Scopriamo che le banche svizzere non sono significative nei settori bancari locali dei Paesi EM, il che limita il potenziale di effetti di propagazione diretta. Al contrario, le banche statunitensi e britanniche sono certamente più rilevanti e potrebbero innescare effetti negativi sulla fiducia se i problemi delle banche statunitensi più piccole si ripercuotessero anche su quelle più grandi (Figure 15 e 16; Tabella 2). Tuttavia, l'attuale volatilità dei mercati e la fuga verso la sicurezza destano ancora preoccupazione per il contagio di tipo riprezzamento degli asset rischiosi per i Paesi emergenti..⁶

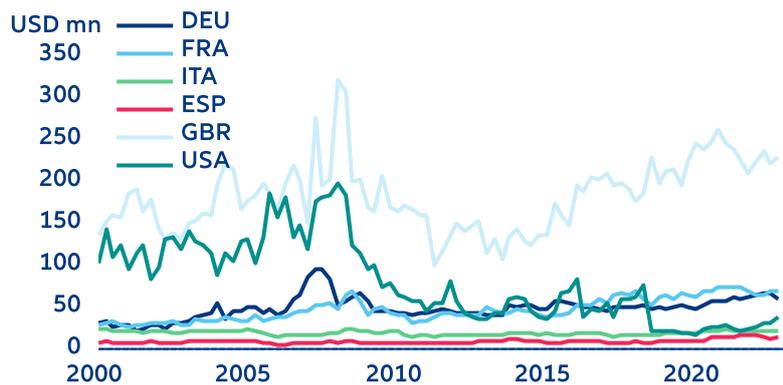
Figura 15: Economie avanzate selezionate - quota di crediti bancari verso residenti EM (rispetto al totale dei crediti esteri)



Fonti: BRI, Allianz Research. Nota: il campione comprende 30 Paesi di quattro regioni (America Latina (6), Asia emergente (9), Europa centrale e orientale (comprese Russia e Turchia) (8), Africa e Medio Oriente (7)); dati aggiornati al terzo trimestre 2022

⁶ Si veda qui il nostro report del settembre 2022, quando l'ottimismo della riapertura cinese non era ancora venuto in soccorso dei deflussi EM, e qui uno dei nostri primi allarmi dell'aprile 2022, quando il Fed Funds Rate (range superiore) era ancora allo 0,5%.

Figura 16: Svizzera - passività bancarie transfrontaliere (tutti gli strumenti, tutte le valute, tutti i settori)



Fonti: Refinitiv, BIS, Allianz Research

Il canale di contagio indiretto è più difficile da valutare. In genere, i dissesti bancari nei Paesi emergenti sono preceduti da una crisi dei termini di scambio e/o dalla volatilità dei tassi di interesse AE, che scatenano i deflussi, ma anche uno shock di fiducia potrebbe essere il catalizzatore. Alcuni fattori di tale shock potrebbero essere: (1) grandi esposizioni allo stesso tipo di attività di altre banche in difficoltà (in questo caso si tratterebbe di attività tipicamente considerate di alta qualità che hanno perso molto valore a causa del forte aumento dei tassi di interesse); (2) importanti legami con altre banche in difficoltà o (3) un'altra banca del paese (o una filiale all'estero di una banca che opera localmente) che subisce una corsa ai depositi.

Tabella 2: Quota dei crediti delle banche estere nei confronti dei residenti di alcune economie avanzate rispetto al totale dei crediti

		USA	GBR	DEU	FRA	ITA	ESP	CHE	JAP	Penetration 1/
Latin America	Argentina	16%	14%	2%	3%	0%	51%	2%	1%	10%
	Brazil	23%	7%	2%	6%	0%	45%	1%	6%	24%
	Chile	7%	2%	1%	3%	0%	33%	1%	4%	56%
	Mexico	23%	8%	1%	3%	0%	47%	1%	5%	34%
	Colombia	12%	1%	0%	5%	0%	36%	0%	5%	22%
	Peru	8%	2%	3%	2%	0%	45%	1%	3%	32%
Asia	China	10%	18%	2%	4%	0%	1%	2%	7%	6%
	Taiwan	27%	23%	1%	7%	0%	1%	3%	16%	32%
	Indonesia	8%	10%	4%	4%	0%	0%	2%	31%	15%
	Malaysia	12%	21%	1%	2%	0%	0%	1%	13%	47%
	Philippines	19%	16%	3%	6%	0%	0%	2%	22%	11%
	Thailand	8%	6%	2%	1%	0%	0%	3%	57%	35%
	India	27%	28%	8%	8%	1%	0%	1%	14%	9%
	S Korea	28%	24%	3%	7%	1%	0%	4%	10%	20%
	Pakistan	11%	48%	0	4%	0	0%	10%	0%	3%
Eastern Europe	Czechia	3%	4%	3%	19%	0%	0%	0%	0%	106%
	Poland	6%	1%	21%	17%	2%	19%	1%	2%	38%
	Romania	4%	0%	2%	15%	0%	3%	0%	0%	30%
	Turkey	7%	7%	9%	15%	3%	37%	3%	5%	18%
	Hungary	10%	0%	6%	4%	0%	0%	0%	2%	44%
	Croatia	0%	1%	0%	1%	54%	0%	0%	0%	78%
	Ukraine	13%	1%	0%	22%	0%	0%	2%	0%	5%
	Russia	11%	1%	8%	10%	21%	1%	2%	11%	5%
Africa & Middle-East	S Africa	34%	23%	9%	7%	1%	0%	3%	11%	10%
	Nigeria	43%	21%	5%	4%	0%	1%	1%	2%	7%
	Morocco	3%	1%	0%	82%	0%	3%	1%	1%	21%
	Tunisia	12%	0%	0%	62%	0%	0%	1%	0%	12%
	Egypt	10%	24%	0%	18%	0%	1%	4%	4%	11%
	S Arabia	23%	17%	4%	13%	2%	1%	4%	20%	13%
	Kenya	16%	39%	0%	14%	6%	1%	0%	1%	9%

Fonti: BRI, Allianz Research. Nota: dati al 3° trimestre 2022. 1/ Penetrazione espressa in termini di crediti totali delle banche estere nei confronti dei residenti rispetto al PIL.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali. Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.