

Allianz Research

Fallimenti bancari statunitensi

What's next?

Cosa guardare: effetti di ricaduta sull'Europa? Implicazioni per la politica monetaria? Come hanno reagito finora i mercati?

16 Marzo 2023

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Eric Barthalon
Head of Capital Markets
Research
eric.barthalon@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

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

Maddalena Martini
Senior Economist
maddalena.martini@allianz.com

Cosa osservare

- **Implicazioni per il settore bancario europeo** – scarso rischio di ricaduta finora e presenza di ammortizzatori
- **Risposta della politica monetaria:** i tassi si avvicinano al picco poiché il contenimento del credito e il rallentamento della crescita comporteranno la spinta verso il basso dell'inflazione
- **Implicazioni per i mercati** – verso un atterraggio duro in un batter d'occhio!

Focus – Fallimento SVB: causa ed impatto

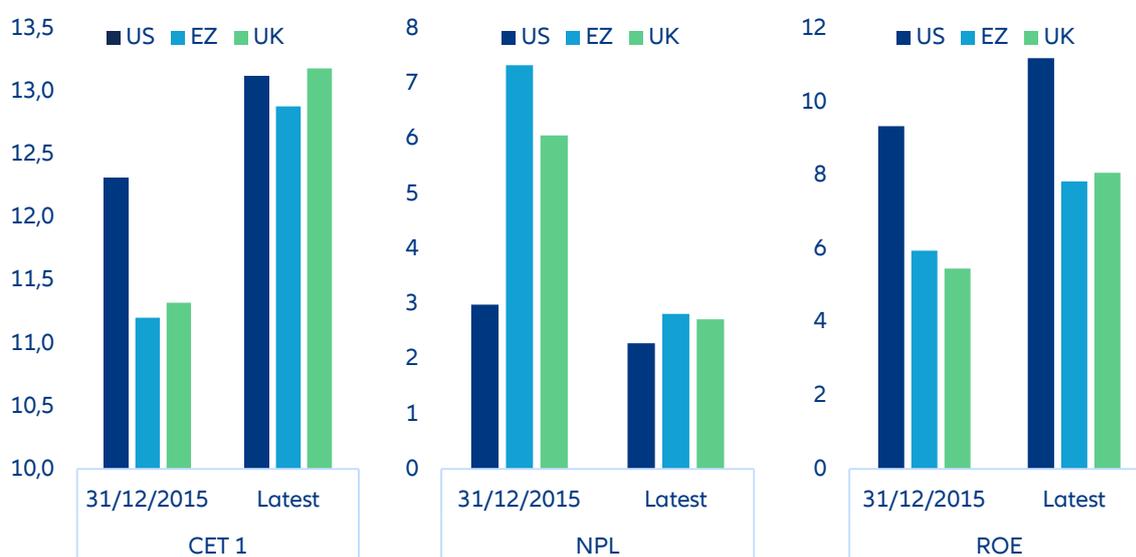
- Il fallimento di SVB è stato causato da scelte di gestione del rischio inadeguate, ma evidenzia anche le sfide macrofinanziarie generali delle banche derivanti dalla politica monetaria restrittiva, che essenzialmente rimuove la diversificazione. I rendimenti negativi delle obbligazioni e delle azioni hanno messo sotto pressione le attività, mentre la stretta quantitativa ha portato a una contrazione dell'offerta di moneta, con conseguente maggiore concorrenza per i depositi (poiché le banche prestano meno).
- Essenzialmente, SVB era l'esempio del rischio di cattiva direzione: accettava depositi molto consistenti dalle start-up (che parcheggiavano i loro fondi di capitale di rischio), utilizzava azioni di parti correlate in queste start-up per garantire prestiti e investiva i fondi in eccesso principalmente in titoli garantiti da ipoteca a lunga scadenza in un momento in cui la curva dei rendimenti si stava invertendo ancora di più, comprimendo il loro margine di interesse netto. Per quanto i rapidi aumenti dei tassi delle banche centrali per contrastare l'inflazione abbiano colpito il lato delle attività della banca (con conseguenti perdite non realizzate che hanno superato la loro base di capitale), hanno anche causato una crisi economica per i loro depositanti di start-up, che hanno iniziato a ritirare i loro fondi molto prima del corsa del deposito che ha messo in ginocchio SVB.
- Sulla scia del fallimento di SVB, le banche diventeranno ancora più prudenti nei loro prestiti. La prevista risoluzione della SVB impone il costo diretto di altre banche statunitensi, che pagheranno il conto per rendere integri tutti i depositanti (sebbene a prezzo di commissioni FDIC più elevate) ma, in modo più critico; c'è anche un effetto indiretto dell'aumento del rischio morale nel settore bancario poiché la Federal Reserve sembra essere disposta a sostenere ancora le banche in fallimento. Nel breve termine, le condizioni di finanziamento sono destinate a irrigidirsi ulteriormente nell'economia statunitense (e in altri paesi)

poiché le banche innalzano gli standard di prestito e salvaguardano attentamente le loro posizioni di liquidità, ridimensionando ulteriormente il credito.

Implicazioni per il settore bancario europeo – Quali ammortizzatori sono in atto?

La salute del settore bancario europeo è notevolmente migliorata nell'ultimo decennio, mitigando i potenziali effetti di ricaduta del fallimento di SVB. Con un focus sulle maggiori¹ banche dell'Eurozona (con attività totali pari all'80% del PIL della regione) troviamo che il settore è oggi in una forma molto migliore di quanto non fosse nel 2015 grazie a una regolamentazione e una supervisione migliori e più coerenti (Figura 1). Il dato dei prestiti in sofferenza (NPL) è sceso 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 (e ora si avvicina alla capitalizzazione degli omologhi statunitensi). Anche la liquidità è migliorata, con il Liquidity Coverage Ratio (LCR) passato dal 125% nel 2015 al 150% nel 2022, ben al di sopra del minimo regolamentare del 100%. Tuttavia, le principali banche statunitensi sono in media ancora più redditizie, con un rendimento del capitale proprio (RoE) che è superiore di 3 punti percentuali; questo si vede anche nei prezzi di mercato: il rapporto prezzo/valore contabile (PtB) è stato costantemente più elevato negli Stati Uniti (Figura 2). Estendendo la nostra copertura campionaria includendo anche quelle più piccole, le banche europee sono generalmente più forti (fig 3).

Figura 1. Indicatori selezionati di solidità finanziaria del settore bancario: adeguatezza patrimoniale, crediti deteriorati e redditività



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: G-SIB= banche globali di rilevanza sistemica.

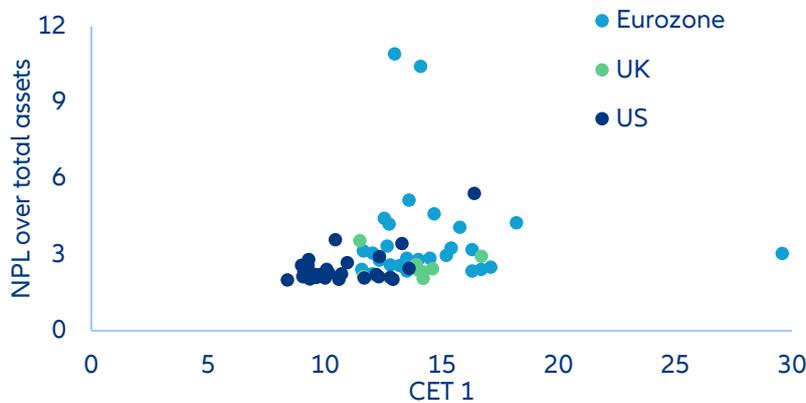
¹ <https://www.fsb.org/2022/11/2022-list-of-global-systemically-important-banks-g-sibs/>

Figura 2. Settore bancario: rapporto prezzo/valore contabile (15 marzo 2023)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research

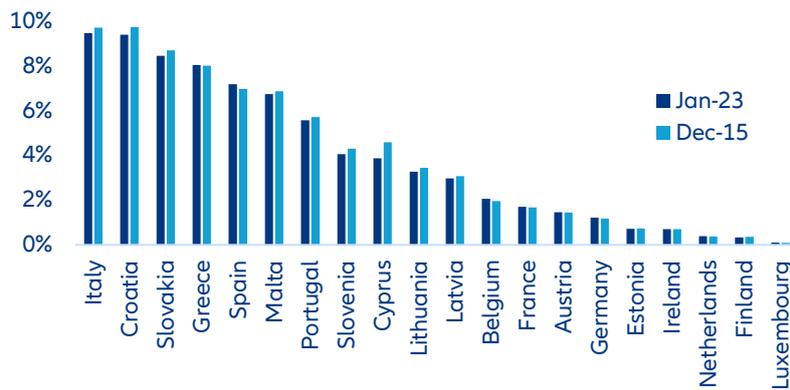
Figura 3. Settore bancario: rapporto crediti deteriorati (NPL) (% sul totale dei prestiti) rispetto al Common Equity Tier 1 (CET) (% sul totale delle attività ponderate per il rischio)



Fonti: Refinitiv, Allianz Research. Le banche di Germania, Francia, Italia, Spagna, Grecia e Irlanda sono incluse nel campione dell'Eurozona.

Le banche europee hanno imparato la lezione dalla crisi del debito sovrano dell'euro. Tuttavia, alcuni paesi rimangono molto esposti al loro debito sovrano (figura 4), con le banche che detengono ingenti titoli di debito nazionali, anche a causa della necessità delle banche di attività liquide. I rischi di cicli di retroazione possono materializzarsi in due direzioni: quando i problemi del settore bancario si traducono in costi fiscali e quando il prezzo del debito sovrano indebolisce le riserve di debito pubblico delle banche nei loro bilanci. Ciò è particolarmente pronunciato quando le partecipazioni sono registrate al valore di mercato. Il nesso banca-debito sovrano pone seri rischi per la stabilità finanziaria ed è stato affrontato solo in parte negli ultimi anni (nessuna riduzione sostanziale del debito interno).

Figura 4. Settore bancario dell'Eurozona: disponibilità di titoli di debito governativi nazionali (% delle attività totali)



Fonti: BCE, Allianz Research

La zona euro ha notevolmente rafforzato il proprio quadro di vigilanza e risoluzione bancaria. La crisi finanziaria globale del 2008 e la successiva crisi del debito sovrano in Europa hanno evidenziato la necessità di un'Unione bancaria (BU), con un'applicazione coerente delle regole bancarie essenziali per la stabilità finanziaria e la costruzione della resilienza. Procedure e strumenti decisionali comuni creano un mercato più trasparente, unificato e più sicuro per le banche e aiutano a prevenire le difficoltà finanziarie. La BU si basa attualmente su due pilastri: il Meccanismo di vigilanza unico (SSM) e il Meccanismo di risoluzione unico (SRM). L'MVU è composto dalla BCE e dalle autorità di vigilanza nazionali. Si tratta essenzialmente di un sistema di supervisione bancaria coerente in Europa che mira alla sicurezza e alla solidità del sistema bancario dell'UE e aumenta l'integrazione e la stabilità finanziaria. L'SRM comprende il Comitato di risoluzione unico (SRB), l'autorità di risoluzione centrale all'interno della BU, e le autorità di risoluzione nazionali. Promuove la stabilità finanziaria, fornisce gli strumenti per risolvere le banche in dissesto in modo ordinato (con il minor impatto possibile sull'economia reale e sulle finanze pubbliche) e protegge i contribuenti nei paesi dell'UE partecipanti dal costo dei salvataggi. Tuttavia, il terzo pilastro della BU, il sistema europeo di assicurazione dei depositi (EDIS), che fornirebbe un livello più forte e uniforme di copertura assicurativa dei depositi rispetto ai sistemi nazionali di garanzia dei depositi esistenti, deve ancora essere completato. In effetti, una condizione preliminare è una riduzione sostanziale dell'esposizione sovrana nazionale delle banche al fine di recidere i legami sovrano-banca.

Il Fondo di risoluzione unico (SRF) è il primo e più importante meccanismo antincendio in Europa. L'SRF è incorporato nell'SRM ed è un fondo di emergenza da utilizzare dopo che tutte le altre opzioni sono state esaurite (ad esempio bail-in). Attraverso l'SRF, l'industria finanziaria stessa garantisce la stabilizzazione del sistema finanziario, non i contribuenti. Le banche sono tenute per legge a versare un contributo annuale al fondo; alla fine del 2022, la SRF deteneva 66 miliardi di euro. Il fondo deve raggiungere almeno l'1% dell'ammontare dei depositi coperti degli enti creditizi della BU entro la fine del 2023. La riforma dell'European Stability Mechanism (ESM) ha creato il Common Backstop, un altro strumento che accresce la potenza di fuoco della BU per gestire i fallimenti bancari. Questo fondo di emergenza aggiuntivo rispecchia le dimensioni dell'SRF utilizzando denaro pubblico, e darà ulteriore fiducia al sistema. Il backstop funziona come segue: nel caso in cui l'SRF sia esaurito, il MES può prestare i fondi necessari all'SRF per finanziare la risoluzione. A tal fine, l'ESM è l'ultima risorsa e fornirà una linea di credito rotativa; il tetto nominale per i prestiti ESM è fissato a 68 miliardi di euro. La SRF deve rimborsare il prestito ESM con denaro proveniente dal contributo delle banche entro tre anni (proroga possibile fino a cinque anni). Pertanto, nel medio termine, i prestiti ESM sono fiscalmente neutri. Insieme, l'SRF e il Common Backstop forniscono all'Europa la potenza di fuoco per affrontare anche una grave crisi sistemica.

Risposta di politica monetaria: tassi vicini al picco, in quanto la riduzione del credito e il rallentamento della crescita comporteranno una riduzione dell'inflazione

Sia per la Federal Reserve statunitense che, in misura minore, per la BCE, le preoccupazioni per la stabilità finanziaria potrebbero complicare il già difficile bilanciamento tra inflazione e crescita nella definizione dei tassi di riferimento nei prossimi mesi. Dovrebbero continuare ad aumentare i tassi anche se l'inflazione di fondo sta diventando sempre più vischiosa o dare la priorità alla stabilità finanziaria rispetto alla stabilità dei prezzi? In ogni caso, è probabile che la lotta all'inflazione si prolunghi, a meno che il rallentamento della domanda non sia sufficientemente disinflazionistico da consentire alle banche centrali di agire con maggiore cautela..

Implicazioni per gli Stati Uniti

La Fed si trova in una posizione apparentemente difficile, in bilico tra i suoi due obiettivi fondamentali di stabilità finanziaria e stabilità dei prezzi. Le pressioni sui prezzi rimangono ostinatamente elevate, con il recente rapporto CPI di febbraio che mostra che il ritmo degli aumenti mensili dei prezzi core non sta rallentando (+0,5% m/m, in linea con la media dalla metà del 2021). D'altro canto, il calo dei rendimenti obbligazionari e la potenziale iniezione di liquidità da parte della Fed (attraverso il nuovo programma di finanziamento a termine per le banche e l'attuale reverse repo facility) potrebbero allentare le condizioni finanziarie. Condizioni finanziarie più facili possono complicare l'obiettivo della Fed di riportare l'inflazione al target, minare la sua credibilità e potenzialmente portare ad aspettative di inflazione più volatili e più alte.

Le condizioni di finanziamento non si sono mosse molto nel complesso, mentre l'orientamento della Fed si è allentato a causa delle minori aspettative di rendimento obbligazionario a breve termine (Figura 5). Dopo il fallimento della SVB, le condizioni finanziarie degli Stati Uniti, misurate da vari indici di condizioni finanziarie (FCI), non si sono mosse molto: il calo dei prezzi delle azioni e l'inasprimento degli spread creditizi sono stati ampiamente compensati dal calo dei rendimenti obbligazionari. La posizione della Fed² tuttavia, si è notevolmente attenuata in quanto i mercati hanno ridimensionato le aspettative di rialzo dei tassi sui Fed funds.

Figura 5: Stati Uniti: Federal Reserve: orientamento della politica monetaria (rendimento reale del Tesoro USA a 1 anno) e indice delle condizioni finanziarie



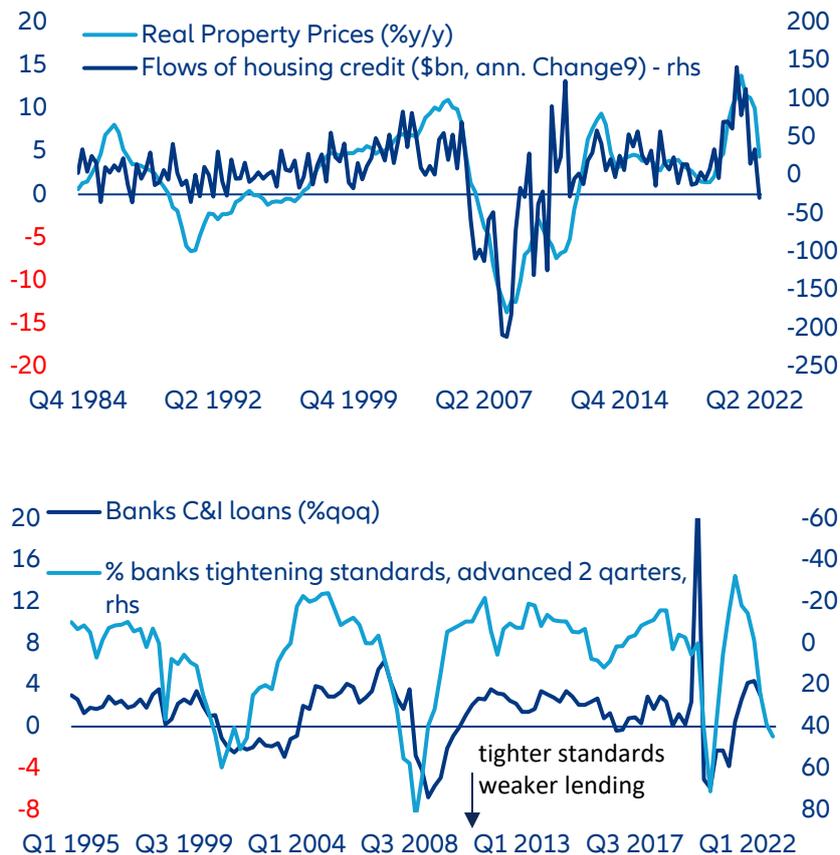
Fonti: Goldman Sachs, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Tuttavia, il fallimento della SVB molto probabilmente limiterà ulteriormente l'offerta di credito, comprimendo la domanda e aiutando la Fed a ridurre l'inflazione. L'ultima Senior Loan Officer Opinion

² L'orientamento della politica monetaria, che definiamo come il tasso del Tesoro a 1 anno corretto per l'inflazione, ha una buona correlazione con le condizioni finanziarie.

Survey (4° trimestre 2022) ha evidenziato un netto inasprimento degli standard di credito per tutti i tipi di prodotti (Figura 6, pannello di sinistra). Per quanto riguarda il mercato immobiliare, la contrazione dei flussi di nuovi prestiti ipotecari suggerisce che la crescita dei prezzi degli immobili è destinata a diminuire ulteriormente (Figura 6, pannello di destra), con probabili effetti patrimoniali negativi sui consumi delle famiglie. È probabile che le banche statunitensi inaspriscano ulteriormente gli standard di prestito per preservare il capitale e creare riserve di liquidità.

Figura 6. Stati Uniti: prestiti bancari e mercato immobiliare



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Il fallimento della SVB rafforza la nostra opinione secondo cui l'economia statunitense è destinata a una recessione consistente nella seconda metà di quest'anno. Le pressioni elevate sui prezzi e la tenuta dell'economia hanno spinto i funzionari della Fed a rafforzare la retorica da falco nelle ultime settimane, segnalando che il FOMC potrebbe accelerare il ritmo dei rialzi dei tassi. Tuttavia, il fallimento della SVB suggerisce un punto di svolta nel ciclo monetario: i tassi di interesse hanno raggiunto un livello sufficientemente alto da innescare una recessione, che dovrebbe alleviare le pressioni inflazionistiche in modo marcato entro la fine dell'anno.

Tuttavia, ci aspettiamo che la Fed aumenti di 25 punti percentuali nella riunione della prossima settimana e che continui a ridurre le proprie disponibilità di asset. Riteniamo che la Fed seguirà il modello della BoE durante la crisi dei Gilt dell'autunno 2022, aumentando i tassi in modo misurato e affrontando la crisi bancaria con il proprio bilancio attraverso la nuova linea di credito. Riteniamo che l'inflazione ancora scomodamente elevata e le aspettative di riduzione dei tassi di interesse convinceranno il FOMC a rafforzare il suo impegno a ripristinare la stabilità dei prezzi nella riunione della prossima settimana. La Fed insisterà sul fatto che i problemi di stabilità finanziaria possono essere affrontati con le

sue linee di liquidità senza la necessità di allentare la sua posizione monetaria. Prevediamo un altro rialzo di 25 punti percentuali nella riunione di maggio, che rafforzerà le credenziali di credibilità anti-inflazione della Fed. Ciò porterà l'obiettivo del tasso dei Fed funds a un picco del 5-5,25% durante questo ciclo. Il calo dell'inflazione core, indotto dalla recessione, nella seconda metà del 2023 consentirà alla Fed di cambiare rotta a novembre-dicembre. Prevediamo un taglio di 25 punti percentuali a novembre, seguito da un taglio di 50 punti percentuali a dicembre.

È improbabile che la Fed modifichi il corso del Quantitative Tightening (mantenendo il deflusso mensile di 90 miliardi di dollari al mese). Il QT è stato presentato come una politica volta a ridurre il grado di accomodamento delle politiche. Un rallentamento del ritmo del QT invierebbe quindi, a nostro avviso, messaggi contrastanti rispetto alla priorità della Fed nella lotta all'inflazione.

Implicazioni per l'Europa

Riteniamo che la BCE non batterà ciglio durante la riunione del Consiglio direttivo di oggi e alzerà nuovamente i tassi gestendo al contempo la stabilità finanziaria e dei prezzi. Prevediamo un altro rialzo di 50 pb (seguito da rialzi più contenuti a maggio e giugno per un tasso finale effettivo del 3,5%). Tuttavia, le decisioni sui tassi a maggio e oltre saranno fortemente dipendenti dai dati. La nostra previsione è motivata dai deludenti dati sull'inflazione di febbraio e dalla determinazione della BCE a riportare l'inflazione al target del 2%.

Le considerazioni sulla stabilità finanziaria sono meno vincolanti per la decisione sui tassi della BCE. La BCE rimarrà consapevole delle potenziali tensioni di mercato, ma è meno vincolata rispetto alla Fed per le sue prossime mosse sui tassi. Le banche europee sono ancora più liquide delle loro omologhe statunitensi, hanno valutazioni più basse ma meno disallineamenti tra attività e passività e detengono più di 3 miliardi di euro di liquidità presso la banca centrale ("liquidità in eccesso"), con 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. Di conseguenza, è improbabile che in Europa si verifichino vendite forzate di obbligazioni. Tuttavia, potrebbero esserci alcune banche piccole o singole con problemi di liquidità, e i portafogli hold-to-maturity non sono valutati al mercato (le perdite non realizzate non vengono conteggiate nel capitale).

Tuttavia, rispetto agli Stati Uniti, la BCE farebbe fatica a proporre azioni correttive in caso di problemi di stabilità finanziaria, a causa delle preoccupazioni sulla condivisione del rischio all'interno dell'unione monetaria e della maggiore preoccupazione per l'azzardo morale. Ad esempio, sarebbe molto difficile per la BCE accettare garanzie al valore nominale (come è stato fatto negli Stati Uniti) per consentire alle banche di accedere al denaro della banca centrale. L'attenuazione del rischio all'interno del suo quadro normativo sulle garanzie richiede che queste siano valutate al valore di mercato, dopodiché vengono applicati ulteriori scarti di garanzia legati al rischio dell'attività. Tuttavia, la BCE potrebbe abbassare gli scarti di garanzia e/o ampliare l'insieme delle garanzie idonee, anche attraverso una maggiore flessibilità nell'accettazione dei crediti (che hanno costituito il 41% dell'aumento delle garanzie impiegate presso la BCE nel 2020 e nel 2021). Tale misura sarebbe più efficace in combinazione con nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) con una durata di almeno 5 mesi per fornire una fonte di finanziamento più solida alle banche. Ciò potrebbe anche includere la riduzione di alcune modifiche alle condizioni di prestito e alla remunerazione delle riserve dell'operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) nel novembre 2022 per ritardare i rimborsi anticipati e la scadenza delle TLTRO, il che rallenterebbe il calo dell'offerta di moneta e della liquidità in eccesso. Secondo le nostre stime, la sospensione dell'attuale (e previsto) ritmo di liquidazione delle TLTRO attenuerebbe il potenziale calo della crescita del credito di circa un quarto.

Implicazioni per i mercati: un atterraggio duro in un batter d'occhio!

I mercati si sono rapidamente riposizionati sul rischio. Nonostante qualche aggiustamento al rialzo dopo l'ultimo dato sull'IPC statunitense, i mercati hanno ora riprezzato uno scenario che considera l'inflazione appiccicosa nel breve termine, mentre le pressioni continuano a crescere. Sebbene non si preveda una crisi

finanziaria, l'incertezza e la volatilità continueranno a guidare l'andamento dei mercati almeno nel breve periodo, rendendo difficile posizionarsi con forte convinzione. Le scosse di mercato causate dal fallimento della SVB hanno portato a una completa riconsiderazione del percorso di rialzo della Fed per il 2023: i mercati ora si aspettano che i Fed funds rimangano sostanzialmente invariati nel 2023. Rispetto a un'aspettativa di +100 pb per il 2023 di appena una settimana fa. Nell'Eurozona, i limitati effetti di ricaduta hanno portato i mercati a prezzare 50 pb dai 125 pb di rialzo dei tassi di interesse attesi una settimana fa (grafico 7).

Figura 7: Aspettative di policy basate sull'OIS (a 1 anno) e prezzo dell'azione di SVB (in dollari USA)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Le preoccupazioni sulla salute del settore bancario dominano i mercati. I credit default swap (CDS) bancari riflettono ora prospettive molto più negative rispetto a una settimana fa, ma non indicano un rischio crescente di crisi finanziaria a causa delle vulnerabilità strutturali del settore bancario statunitense. L'allargamento da una settimana all'altra dello spread medio dei CDS bancari statunitensi di 30 pb a 90 pb è ampio e aggressivo, ma è ancora solo un quarto del livello raggiunto durante la crisi finanziaria del 2008. Dall'altra parte dell'Atlantico, soprattutto a causa di una più rigida regolamentazione bancaria, i CDS delle banche dell'Eurozona e del Regno Unito sono rimasti di fatto invariati, suggerendo limitate ricadute di SVB e di altre banche statunitensi più piccole (grafico 8).

Figura 8: Spread dei credit default swap bancari (scadenza a cinque anni, bps)

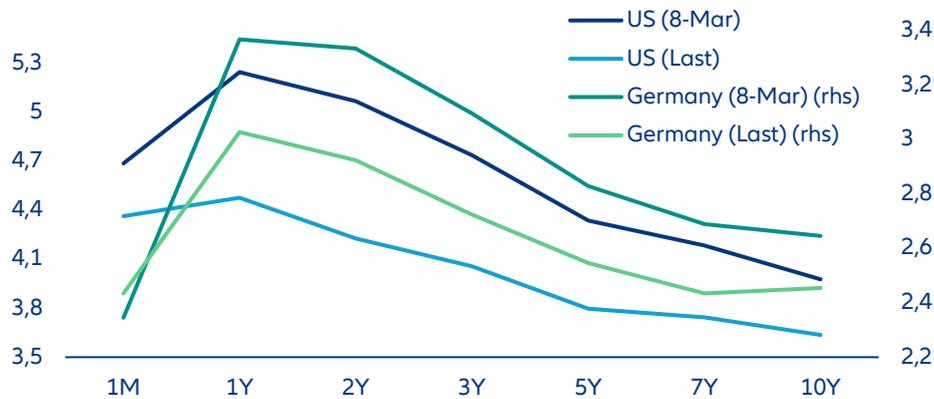


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Come prevedibile, i movimenti irregolari del mercato nella parte breve della curva hanno portato a un irripidimento delle curve dei rendimenti, con i mercati che ora prezzano rendimenti a lungo termine più bassi a causa delle minori aspettative di crescita e inflazione. Allo stesso tempo, le aspettative di politica monetaria a breve termine si sono ulteriormente ridotte. Tuttavia, le diverse variazioni della curva negli Stati Uniti e nell'Eurozona riflettono ancora una volta effetti di ricaduta limitati. Negli Stati Uniti, i mercati

stanno ora valutando una svolta politica più aggressiva (ad esempio, la ripidità della curva a 10-2 anni è passata da -110 a -60 pb, un movimento che tende a essere associato a un imminente contesto recessivo). Parallelamente, la curva dei rendimenti dell'Eurozona si è spostata verso il basso, suggerendo minori pressioni recessive. Utilizzando la stessa metrica, la ripidità della curva tedesca si è spostata da -70pb a -50pb, segnalando la stessa traiettoria ma con un'intensità decisamente inferiore (grafico 9).

Figura 9: Curve dei rendimenti dei Treasury e dei Bund statunitensi (in %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: curve limitate alla scadenza a 10 anni

Il fallimento della SVB ha anche innescato una parziale fuga verso i beni rifugio. L'oro e gli altri beni rifugio tradizionali hanno sovraperformato il Bitcoin e le altre criptovalute, che sembrano ancora catturare l'attenzione come porto sicuro durante i periodi di turbolenza del mercato (Figura 10).

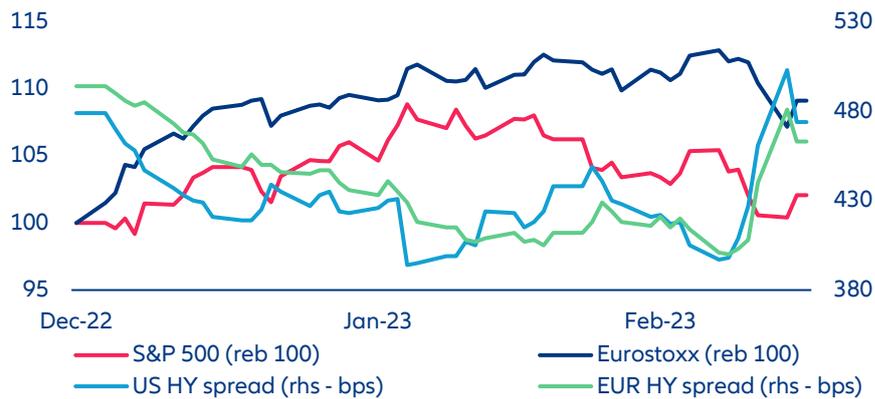
Figura 10: Oro e mercati azionari



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

I titoli azionari hanno registrato una forte sottoperformance. Il calo della redditività ha colpito i titoli azionari con flussi di cassa di lunga durata (ad esempio i tecnologici). È interessante notare che, in linea con le nostre previsioni di scenario, l'incidente bancario negli Stati Uniti ha ricordato agli operatori di mercato che il rischio di credito è stato valutato male per molto tempo. Gli spread del debito societario sono tornati ai livelli visti all'inizio dell'anno. In particolare, il prezzo del rischio di molti nomi ad alto rendimento era probabilmente ingiustificato, e i costi di finanziamento più elevati potrebbero ancora mettere a rischio alcune società con rating inferiore nel 2023 (Figura 11).

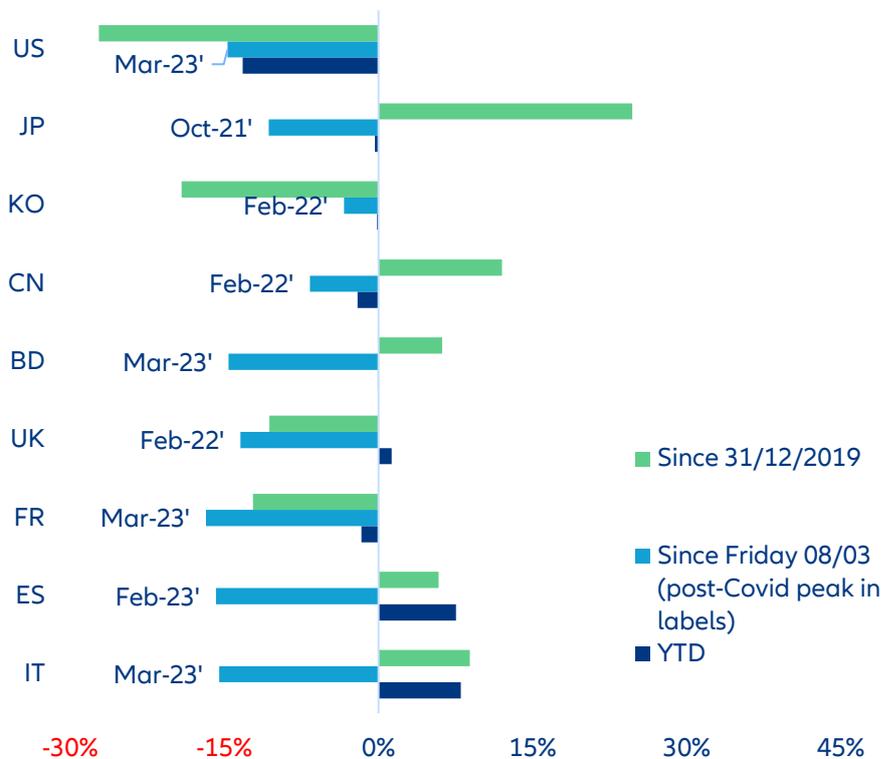
Figura 11. Spread azionari e spread corporate ad alto rendimento



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

L'attuale sconto delle azioni bancarie riflette un de-risking indiscriminato. Man mano che gli investitori valutano in che misura altre banche (soprattutto in altre regioni) possano trovarsi ad affrontare sfide simili di gestione del rischio legate a un crescente divario di rendimento, i mercati continueranno ad allontanarsi dai fondamentali. Non prevediamo che gli asset europei soffrano quanto le controparti statunitensi, ma gli spostamenti complessivi del sentiment di mercato si faranno sentire al di là dell'Atlantico (grafico 12).

Figura 12: Performance dei sottoindici del capitale bancario in paesi selezionati

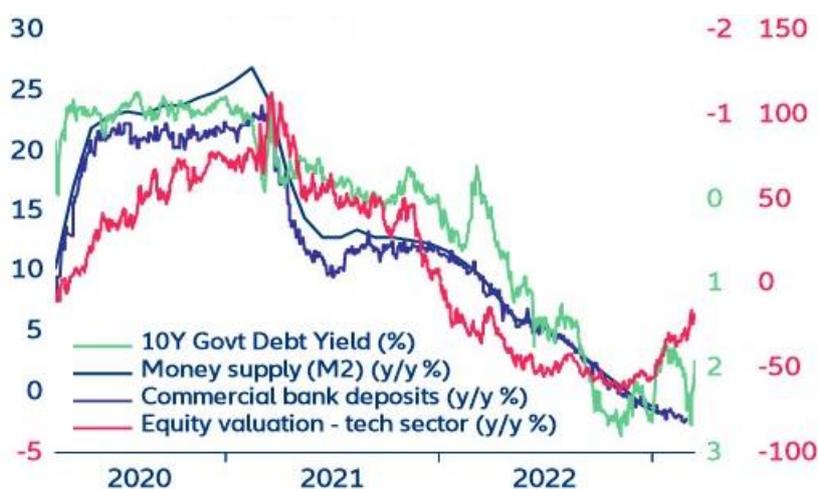


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

In primo piano - Fallimenti bancari negli Stati Uniti: quale sarà il prossimo passo?

Quella che è iniziata come una crisi energetica (e dell'inflazione) potrebbe alla fine evolversi in una crisi del credito, poiché un rapido inasprimento della politica monetaria potrebbe creare scompensi nei mercati della raccolta e aumentare la pressione sulle banche con crescenti disallineamenti tra attività e passività. Il fallimento di SVB è certamente un segnale di crescita delle frizioni nel sistema finanziario. Nel caso degli Stati Uniti, l'attuale (discrezionale) misura di protezione completa dei depositanti ha rafforzato la fiducia, ma comporta anche potenziali vincoli fiscali se un maggior numero di banche viene messo alla prova dai mercati per le perdite non realizzate sulle attività a reddito fisso. Tuttavia, le preoccupazioni relative al Credit Suisse, uno dei principali interlocutori della Fed, sottolineano che il rischio di un vero e proprio contagio rimane. La situazione di mercato è rimasta tesa fino a questa mattina, quando il Credit Suisse ha annunciato che prenderà in prestito fino a 50 miliardi di franchi svizzeri dalla Banca Nazionale Svizzera, attraverso una linea di credito coperta e una linea di liquidità a breve termine. La pressione su CS si è accumulata da tempo (il prezzo delle azioni è sceso di quasi l'80% da un anno all'altro), ma si è accelerata questa settimana (-25%). Il fallimento di CS potrebbe avere effetti di ricaduta significativi. Nel complesso, possiamo aspettarci una continua pressione al ribasso sul settore bancario e un canale di prestito meno efficace. Le difficili prospettive economiche rimangono il principale fattore di inasprimento degli standard di credito da parte delle banche, in quanto i vincoli sui costi di finanziamento diventano più vincolanti.³

Figura 13: Pressioni macrofinanziarie sul settore bancario



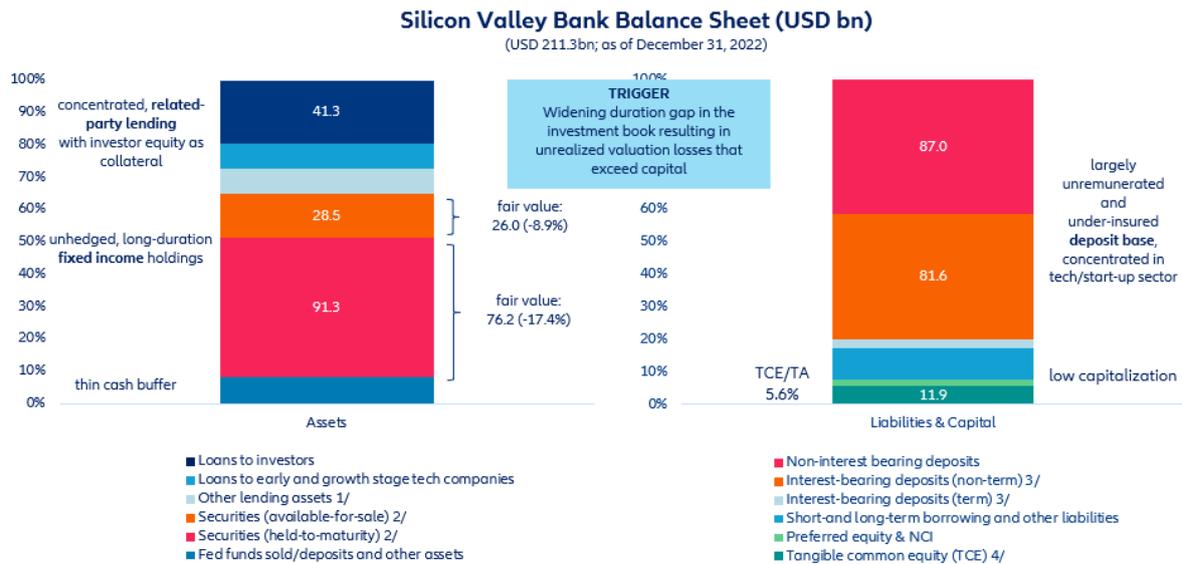
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Il fallimento della SVB è stato il risultato di scelte sbagliate nella gestione del rischio. Ma evidenzia anche le sfide macrofinanziarie generali che le banche devono affrontare a causa di una politica monetaria restrittiva nel contesto di uno shock negativo dal lato dell'offerta, che essenzialmente elimina la diversificazione (cioè rendimenti obbligazionari negativi, valutazioni azionarie più basse e calo dei prestiti

³ I solidi fondamentali del Credit Suisse nascondono sostanziali esposizioni fuori bilancio che potrebbero far crollare la banca. A luglio, il CS ha dichiarato un coefficiente patrimoniale Common Equity Tier 1 (CET1) del 13,5% (rispetto al 10% richiesto dalla normativa svizzera e paragonabile a UBS, HSBC, Deutsche Bank e BNP Paribas) e "cocos" di 15,7 miliardi di franchi svizzeri; il suo coefficiente di copertura della liquidità si attesta al 191%. Tuttavia, i numeri della solvibilità e della liquidità non raccontano l'intera storia. CS ha un'esposizione con leva finanziaria di 860 miliardi di dollari, di cui solo l'1% potrebbe esplodere e spazzare via l'intera capitalizzazione di mercato della banca. Data l'attuale volatilità del mercato, questo scenario è del tutto plausibile e potrebbe aver alimentato il recente sell-off. Per esempio, nessuno dei recenti e umilianti fallimenti non era visibile dal bilancio, come Archegos, Greensil e Credito Real, che sono costati alla banca un totale di 7,3 miliardi di dollari.

che creano meno depositi a causa dell'inasprimento quantitativo, Figura 13 e Figura 14).⁴ In sostanza, SVB era l'emblema del rischio errato: la banca accettava depositi molto irregolari dalle start-up (che parcheggiavano i loro finanziamenti VC), utilizzava azioni di parti correlate in queste start-up per garantire i prestiti e investiva i fondi in eccesso in titoli garantiti da mutui ipotecari, per lo più a lunga scadenza, in un momento in cui la curva dei rendimenti si stava invertendo ancora di più, comprimendo il margine di interesse netto. I rapidi rialzi dei tassi da parte delle banche centrali per contrastare l'inflazione, oltre a colpire il lato delle attività (con conseguenti perdite non realizzate che hanno superato la loro base di capitale), hanno anche causato una crisi economica per i depositanti delle start-up, che hanno iniziato a ritirare i loro fondi molto prima della corsa ai depositi che ha messo in ginocchio SVB.

Figura 14: SVB - Bilancio a fine 2022



Sources: US Federal Reserve, FDIC, Silicon Valley Bank, Allianz Research. Note: 1/ "Other lending assets"=commercial and industrial (C&I), sponsor lead buyout, private bank, premium wine as well as CRE/PPP/other; 2/ US Treasuries (incl. US government agency debt, sub-national debt) mortgage-backed securities, and other debt securities; 3/ checking/savings, money market and time deposits; 4/ shareholder equity minus goodwill and other intangibles.

Fonti: Riserva federale degli Stati Uniti, FDIC, Silicon Valley Bank, Allianz Research.

Nota: 1/ "Altre attività di prestito"=commerciale e industriale (C&I), sponsor lead buyout, banca privata, premium wine e CRE/PPP/altro; 2/ Treasuries statunitensi (compreso il debito delle agenzie governative statunitensi, il debito subnazionale), titoli garantiti da ipoteca e altri titoli di debito; 3/ assegni/risparmio, mercato monetario e depositi a termine; 4/ patrimonio netto meno avviamento e altri intangibili.

Il crescente gap di duration di SVB si è accumulato nel tempo in un contesto di crescita aggressiva del bilancio. Con un attivo totale di 209 miliardi di dollari alla fine del 2022, SVB era la sedicesima banca degli Stati Uniti. Pur rappresentando poco più dello 0,9% del totale degli attivi del settore bancario, si rivolgeva a più della metà dei fondi di venture capital (VC) statunitensi e offriva a una vasta gamma di start-up tecnologiche e sanitarie un'ampia gamma di servizi. Negli ultimi tre anni, il bilancio di SVB è triplicato (contro un aumento del 39% dell'intero sistema bancario statunitense). Durante questo periodo, SVB ha ricevuto un massiccio afflusso di depositi da queste start-up, che hanno parcheggiato il capitale in eccesso raccolto sotto forma di depositi. Alla fine del 2022, il 96% dei suoi 173 miliardi di dollari di depositi non era assicurato dalla FDIC, perché superava la soglia di 250.000 dollari. Parallelamente, SVB ha accumulato un consistente portafoglio di titoli del Tesoro a lunga scadenza e di titoli garantiti da ipoteca (120 miliardi di dollari), che è stato valutato con perdite non realizzate di 17 miliardi di dollari (pari al 14,8%) e che avrebbe

⁴ Jiang and others (2023) scoprono che il 10% delle banche statunitensi ha perdite non riconosciute più grandi di quelle di SVB.

assorbito l'intero capitale della banca. Dopo il dicembre 2022, il portafoglio è stato lasciato senza copertura contro il rischio di un ulteriore aumento dei tassi di interesse.

Il crollo è stato innescato da una corsa ai depositi di una base concentrata di investitori. Una volta che SVB ha iniziato a registrare il ritiro dei depositi, la liquidazione forzata è diventata uno scenario probabile: è stata presa in considerazione la vendita di 21 miliardi di dollari di obbligazioni, con il rischio di realizzare una perdita di 1,8 miliardi di dollari. Per ricapitalizzarsi, SVB ha cercato di raccogliere 2,25 miliardi di dollari di capitale fresco, ma non ci è riuscita, forse perché - tra l'altro - i top manager di SVB avevano venduto le loro azioni due settimane prima. Venerdì scorso, la notizia dello stress finanziario di SVB ha favorito una corsa alle banche online, aggravata dalla scarsa diversificazione delle fonti di finanziamento. Diverse aziende non sono riuscite a diversificare i propri partner bancari e, secondo quanto riferito, alcune hanno mantenuto tutta la liquidità in eccesso presso SVB come depositi. In un solo giorno, SVB ha perso il 25% dei suoi depositi (42 miliardi di dollari). Alcuni finanziatori VC hanno incoraggiato le loro start-up ad abbandonare la nave. Alla fine, le autorità di regolamentazione statunitensi hanno deciso di ritirare la licenza di SVB e di chiudere la banca. Tuttavia, con pochissime eccezioni, non hanno perso tempo a sostenere che era in gioco la leadership degli Stati Uniti nel settore tecnologico, nel caso in cui i depositanti non assicurati di SVB avessero perso denaro. È anche vero che, secondo la legge californiana, i fondatori delle società sono personalmente responsabili per i salari non pagati.

Le autorità di regolamentazione statunitensi sembrano preferire la lotta agli incendi alla loro prevenzione. Dopo il fallimento di un'altra grande banca (Signature Bank, 110 miliardi di dollari), la Fed, il Tesoro e la FDIC hanno agito rapidamente per prevenire il rischio di contagio e preservare la stabilità finanziaria. In base all'eccezione per il rischio sistemico, il Segretario del Tesoro Janet Yellen ha dato istruzioni alla FDIC di risarcire tutti i depositanti di entrambe le banche attingendo al suo Fondo di assicurazione dei depositi (DIF), e non solo quelli con depositi inferiori alla soglia di 250 mila dollari. Inoltre, grazie a un nuovo strumento della Federal Reserve, il Bank Term Funding Program (BTFP), le banche possono accedere alla liquidità senza vendere titoli in perdita: per ottenere un finanziamento fino a un anno, è sufficiente dare in garanzia titoli valutati alla pari (cioè al di sopra dei prezzi di mercato). In una replica di precedenti episodi di stress, i responsabili politici hanno affermato che il sistema bancario statunitense rimane sano; il problema è che questo si sarebbe potuto affermare anche prima che la scomparsa di SVB mettesse in luce alcune significative carenze normative.

Queste significative carenze normative equivalevano a una benevola negligenza nei confronti della scarsa gestione del rischio di SVB. SVB era una banca statalizzata, con la Federal Reserve come supervisore principale. Ma la banca era anche supervisionata dallo Stato della California. La divisione del lavoro tra queste due istituzioni potrebbe non essere stata ottimale. Ad esempio, la crescente dipendenza della SVB dai finanziamenti della Federal Home Loan Bank di San Francisco (da 0 alla fine del 2021 a 15 miliardi di dollari un anno dopo) è passata apparentemente inosservata. Tuttavia, è noto che questo finanziatore delle banche regionali statunitensi è un prestatore di penultima istanza (per inciso, il sistema FHLB ha appena venduto USD88,7 miliardi di titoli a breve termine per aumentare la propria potenza di fuoco).

Nel 2018, con un aggiustamento della legge Dodd-Frank, le banche con attività inferiori a 250 miliardi di dollari sono state esentate dagli stress test e dai requisiti di capitale e liquidità della Fed. Nel 2019, ritenendo che le grandi banche regionali (o le banche di medie dimensioni) non fossero sistemiche, la Fed ha approvato regolamenti più leggeri per tutte le banche, tranne quelle più grandi. Più in generale, sembra che le autorità di vigilanza non abbiano prestato sufficiente attenzione al rischio di tasso d'interesse, nonostante l'elevato ammontare di perdite non realizzate nel settore bancario (620 miliardi di dollari).

Molto è già stato detto sugli incentivi sbagliati dati dall'estensione della garanzia sui depositi e dal BTFP. È probabile che tali politiche aumentino l'azzardo morale.⁵

Sulla scia del fallimento della SVB, le banche diventeranno ancora più prudenti nel concedere prestiti.

La prevista risoluzione della SVB impone costi diretti alle altre banche statunitensi, che pagheranno il conto per risarcire tutti i depositanti (con commissioni FDIC più elevate). Ma l'effetto più critico è l'aumento dell'azzardo morale nel settore bancario, dato che la Federal Reserve sembra ancora disposta a sostenere le banche in crisi. Nel breve periodo, le condizioni di finanziamento sono destinate a restringersi ulteriormente nell'economia statunitense (e di altri Paesi), poiché le banche aumentano gli standard di prestito e salvaguardano attentamente le loro posizioni di liquidità, riducendo ulteriormente il credito.

Il calo del valore degli attivi bancari aumenta significativamente la fragilità del sistema bancario statunitense nei confronti della corsa ai depositi non assicurati.

Secondo le simulazioni di uno studio SSRN⁶, SVB era ben lontana dall'essere la peggiore in termini di capitalizzazione e dall'avere le maggiori perdite non riconosciute tra le banche statunitensi. SVB si è distinta per una quota sproporzionata di finanziamenti non assicurati. Tuttavia, 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.

⁵ *Nell'Eurozona, le linee guida emesse dalla BRI sul rischio di tasso di interesse nel portafoglio bancario (IRRBB) suggeriscono che un aumento di 200 pb dei tassi di riferimento cancellerebbe il 4% del capitale delle banche (con una certa dispersione intorno a questa media: gli istituti di credito sistemici tedeschi perderebbero il 6% del loro capitale, le banche cooperative il 22%). In Giappone, un aumento di 100 pb cancellerebbe il 18% del capitale delle banche (10% per i grandi istituti di credito, 30% per le banche cooperative). Tali stime non sembrano essere disponibili per le banche statunitensi.*

⁶ *'Inasprimento monetario e fragilità delle banche statunitensi nel 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs?', 13 marzo 2023..*

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.