

Allianz Research

Smart-working? La crisi delle banche statunitensi

Da tenere d'occhio: le vulnerabilità bancarie dei mercati emergenti, la riapertura cinese a singhiozzo e il deterioramento del deficit pubblico francese

21 Aprile 2023

Ludovic Subran
Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

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

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

Françoise Huang
Senior Economist
francois.huang@allianz-trade.com

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

Maria Latorre
B2B Sector Advisor
maria.latorre@allianz-trade.com

Michael Soproni
Risk Analyst (Financial Institutions)
michael.soproni@eulerhermes.com

Marco Caccia
Research Assistant
marco.caccia@allianz.com

Cosa osservare

- **Vulnerabilità bancarie nei mercati emergenti** - campanelli d'allarme
- **Riapertura molto interna della Cina** - crescita disomogenea dei consumi, per lo più interni e con un'incidenza limitata al primo semestre 2023
- **Il deficit pubblico francese peggiora ulteriormente nel 2023** - prima che il consolidamento prenda il via l'anno prossimo

In evidenza - Le preoccupazioni delle banche statunitensi per il settore immobiliare commerciale

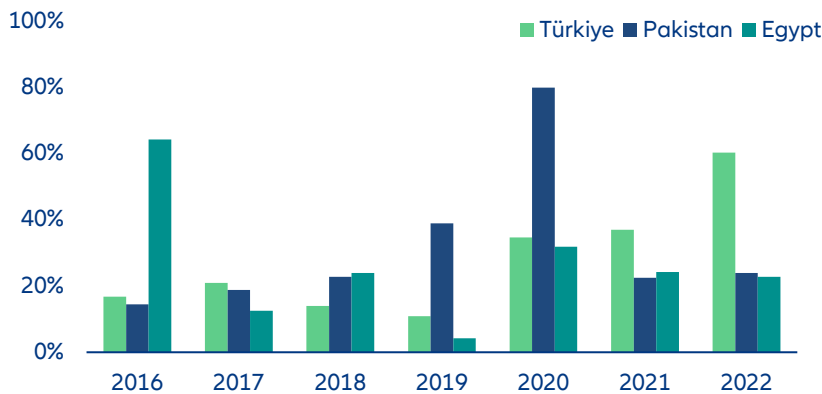
- - **Alcune banche statunitensi rimangono sotto pressione, soprattutto quelle con un'ampia esposizione agli immobili commerciali (CRE). In particolare, il settore degli uffici è stato sottoposto a stress di mercato.** Sebbene il rischio di credito CRE sia rimasto finora stabile, il calo delle valutazioni di mercato ha portato a standard di prestito più severi, soprattutto per le banche statunitensi più piccole, che detengono una quota sproporzionata di prestiti CRE. Parallelamente, la domanda di credito si è notevolmente indebolita.
- - **I rischi potenziali del CRE si estendono oltre il settore bancario.** I mercati pubblici a reddito fisso legati al CRE hanno già subito una correzione di circa il 20-30%, con una crescente differenziazione a seconda della qualità del credito. Allo stesso modo, i titoli azionari legati al settore CRE sono diminuiti di valore e i Real Estate Investment Trust, nonostante siano più liquidi, hanno ceduto in seguito alle pressioni di rimborso da parte degli investitori.
- - **L'impatto delle perdite del CRE richiede un maggiore controllo.** L'aumento delle svalutazioni delle esposizioni CRE, che pesano sulla solvibilità, limiterebbe ulteriormente l'attività di prestito e complicherebbe il compito della Federal Reserve di mantenere un orientamento monetario restrittivo; uno scenario così avverso potrebbe anche mettere ulteriormente alla prova la determinazione dei responsabili politici a sostenere la fiducia degli investitori se un numero maggiore di banche registrerà crescenti perdite non realizzate dalle partecipazioni a reddito fisso..

L'attività bancaria nei mercati emergenti vulnerabili: un campanello d'allarme

Il fallimento della Silicon Valley Bank e della Signature Bank negli Stati Uniti, così come l'acquisizione del Credit Suisse da parte di UBS, hanno sollevato lo spettro di una crescente vulnerabilità del settore finanziario all'aumento dei tassi di interesse in un contesto di rallentamento della crescita. Mentre la maggior parte dell'attenzione si è concentrata sulle economie avanzate, noi esaminiamo più da vicino le implicazioni della politica monetaria restrittiva sulle banche dei mercati emergenti (e i potenziali effetti di ricaduta). Queste banche tendono a essere più vulnerabili a causa della loro maggiore attenzione ai mercati nazionali e del più stretto legame con le condizioni fiscali (a causa dell'elevata esposizione al debito pubblico e dell'influenza politica), che tende a tradursi in dinamiche di crescita del credito altamente procicliche.

Negli ultimi mesi, la forte crescita del credito in diversi Paesi emergenti con elevati squilibri interni ed esterni - Turchia, Pakistan ed Egitto - ha fatto scattare un campanello d'allarme (Figura 1). Le banche di Turchia, Pakistan ed Egitto sono strettamente legate ai rispettivi governi locali a causa della repressione finanziaria. Di conseguenza, la crescita del credito è stata trainata principalmente dalla politica, in quanto i governi locali avevano maggiori richieste di denaro aggiuntivo. Il governo turco del presidente Erdogan ha cercato di stimolare la crescita economica utilizzando misure non ortodosse per aumentare il credito. Di conseguenza, il tasso di interesse di riferimento è stato abbassato più volte. In Pakistan, la forte crescita del credito è dovuta all'aumento dei prestiti sovrani (con il debito sovrano che rappresenta circa il 40% delle attività bancarie totali nel giugno 2022) e a programmi di sostegno aggiuntivi per le PMI. Analogamente, in Egitto i prestiti allo Stato o a società collegate allo Stato sono aumentati in modo significativo.

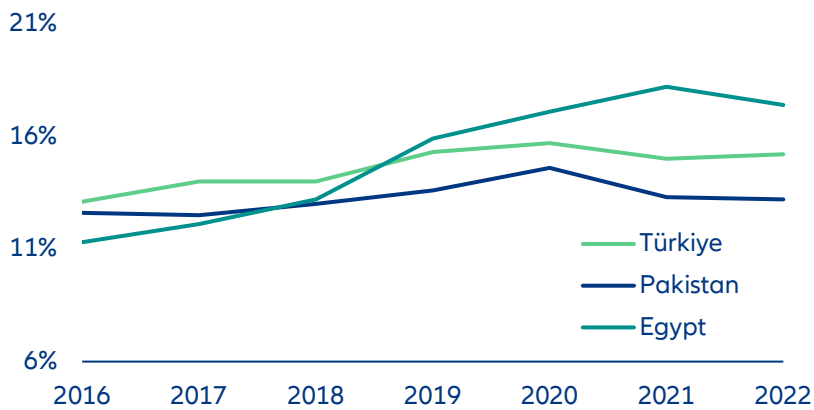
Figura 1: Crescita del credito



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

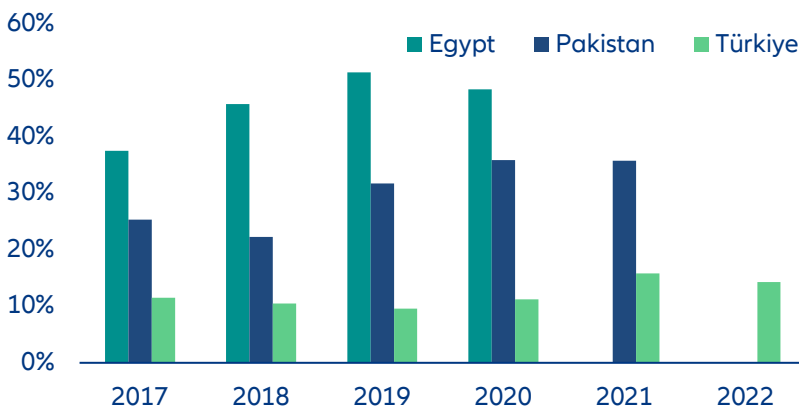
In questi Paesi, le banche sono particolarmente vulnerabili al rischio di tasso d'interesse e al rischio sovrano. Le banche di tutti e tre i Paesi hanno riserve di liquidità e di capitale sufficienti - per il momento (Figure 2 e 3).

Figura 2: coefficiente patrimoniale Tier 1



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

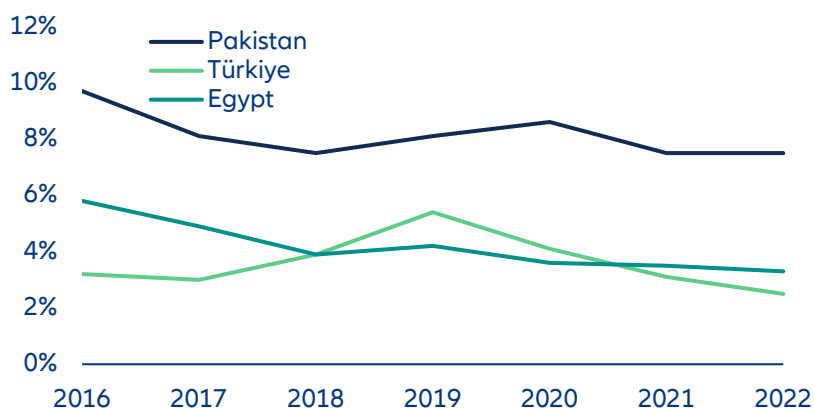
Figura 3: Indice di liquidità



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Sia in Turchia che in Egitto le banche presentano anche indici di sofferenza relativamente bassi, sebbene siano influenzati al rialzo dalla forte crescita del credito, che gonfia il denominatore dell'indice. Anche le misure di sostegno legate alla pandemia hanno tenuto a bada le svalutazioni registrate. In Pakistan, tali misure sono ancora in vigore per le PMI, mentre il pacchetto per la Turchia è già stato ritirato (Figura 4). Le banche detengono ingenti quantità di titoli di Stato, il che le espone a un elevato rischio di controparte (derivante dagli arretrati di pagamento dei debitori sovrani) ma anche al rischio di tasso d'interesse (poiché le banche centrali continuano a combattere l'inflazione).

Figura 4: Rapporto prestiti non performanti (NPL)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

L'aumento del rischio di cambio potrebbe diventare una sfida per le banche turche. In Turchia, il 57% dei depositi è in valuta estera¹. In questo contesto, le banche potrebbero subire crescenti pressioni in caso di ulteriore deterioramento della lira nazionale, soprattutto perché è improbabile che il governo turco sia in grado di sostenere anche le banche statali. Inoltre, esiste il rischio potenziale, sebbene improbabile sotto il governo di Erdogan, di un aumento dei tassi di interesse di riferimento, che a sua volta potrebbe portare a significative svalutazioni del portafoglio titoli.

Sia in Egitto che in Pakistan, il rischio sovrano è diventato più grave. Date le ampie disponibilità di titoli di Stato da parte delle banche nazionali, i default sovrani avrebbero un impatto catastrofico. Sia l'Egitto che il Pakistan hanno un rapporto debito pubblico/PIL tra i più alti (Egitto: 98,4%; Pakistan: 89,6%). Le agenzie di rating hanno recentemente abbassato il rating sovrano dell'Egitto, citando le ridotte riserve esterne e la capacità di assorbimento degli shock del Paese. Nel caso del Pakistan, l'ultimo rating esterno è stato CCC- da parte di Fitch, che è appena un gradino sopra il default grade. In assenza di un default sovrano, anche un ulteriore aumento dei rischi legati ai tassi di interesse potrebbe portare a massicce svalutazioni dei portafogli titoli, che oltre alla liquidità potrebbero mettere a dura prova la capitalizzazione delle banche.

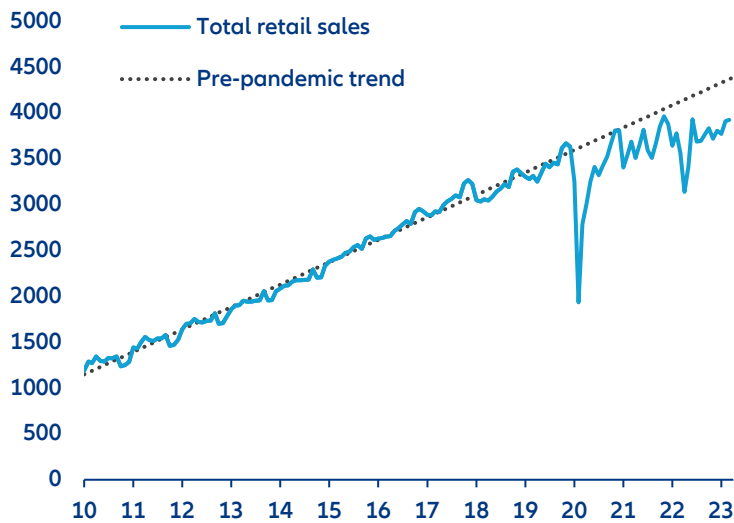
Ripresa dei consumi in Cina - disomogenea, per lo più interna e con il maggiore impulso nel 1° semestre

La ripresa cinese del dopo-Covid: finora più forte del previsto, ma soprattutto a livello nazionale e con sviluppi disomogenei. Il PIL reale cinese ha superato le aspettative nel 1° trimestre 2023, crescendo del +2,2% q/q e del +4,5% a/a, dopo il +0,6% q/q e il +2,9% a/a del 4° trimestre 2022. La ripartizione settoriale suggerisce che l'aumento della crescita è stato trainato principalmente dal settore dei servizi, mentre l'attività agricola, manifatturiera e delle costruzioni si è moderata nel 1° trimestre 2023. Altri indicatori mensili suggeriscono inoltre una bilancia commerciale più solida del previsto (cioè esportazioni in ripresa ma importazioni ancora deboli). Ora sembra esserci ancora più spazio per una revisione al rialzo delle nostre previsioni di crescita del PIL reale del +5,0% per il 2023. La ripresa rimane incentrata sui consumi, anche se è probabile che si tratti soprattutto di consumi interni (le imprese che operano in Cina ne beneficiano più di quelle che esportano in Cina) e che l'impulso maggiore della domanda repressa si senta nella prima metà dell'anno. Continuiamo a ritenere che i problemi strutturali (ad esempio, il settore

¹ In Egitto e in Pakistan, invece, le banche operano principalmente in valuta locale, il che limita il rischio di cambio.

immobiliare e la disoccupazione giovanile) fanno sì che la spesa per i consumi impieghi più tempo a riavvicinarsi al suo trend pre-pandemico rispetto al 2021 (Figura 5).

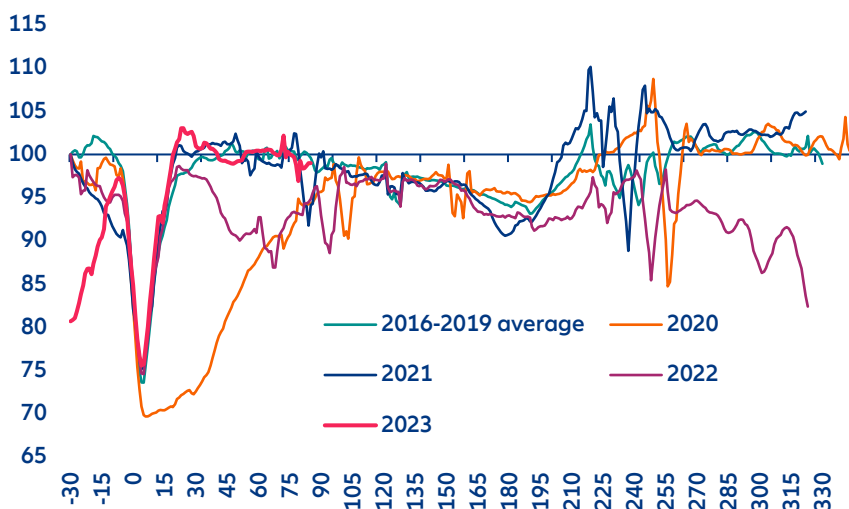
Figura 5: Vendite al dettaglio (miliardi di RMB)



Fonti: Ufficio nazionale di statistica cinese, Allianz Research

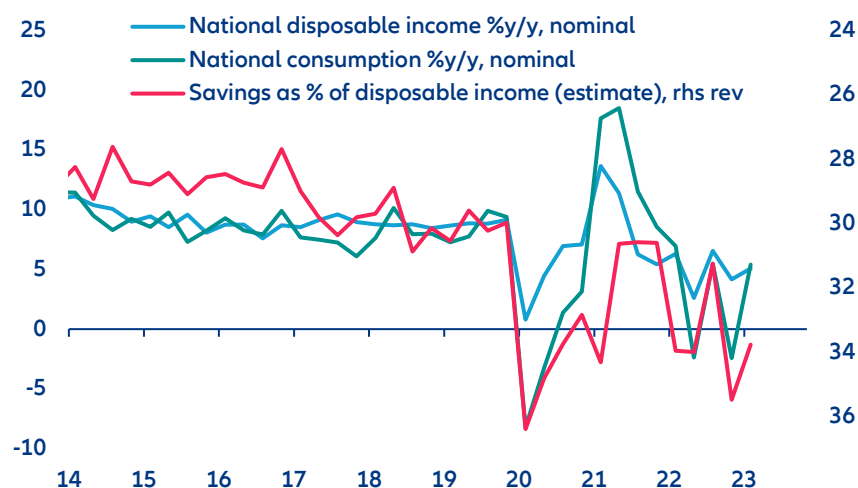
Consumatori cinesi: rapido ritorno in carreggiata nel 1° trimestre, ma i comportamenti di spesa e risparmio non sono tornati alla normalità. La riapertura post-Covid è stata rapida, con una particolare esuberanza a febbraio prima di un ritorno alla normalità più recentemente. La mobilità nelle prime 100 città è stata superiore del +10% rispetto alla media pre-pandemia a febbraio (dopo il -11% del quarto trimestre 2022 e il -13% del gennaio 2023), prima di normalizzarsi al -1% di marzo e al -1,4% della prima metà di aprile (Figura 6). I dati mostrano che questo ritorno in carreggiata è stato accompagnato da un miglioramento della spesa per consumi: +5,4% a/a nel 1° trimestre 2023 dopo il -2,4% del 4° trimestre 2022 (e +1,8% per l'intero anno). Il tasso di crescita è stato leggermente superiore a quello del reddito disponibile. Secondo le nostre stime, il tasso di risparmio delle famiglie cinesi è sceso al 33,8% nel 1° trimestre 2023 dal 35,5% del 4° trimestre 2022 (Figura 7). Ciò detto, rimane comunque superiore alla media pre-pandemia del 29,1% e dubitiamo che le famiglie cinesi attingeranno alla riserva relativamente piccola di risparmi in eccesso accumulati durante i periodi di blocco per finanziare i consumi. Infatti, stimiamo che i risparmi in eccesso accumulati nel 2020 e nel 2022 ammontino solo al 2,7% del PIL nominale del 2023. Inoltre, nel 2021, l'anno del rimbalzo dei consumi post-Covid, stimiamo che il calo dei risparmi sia stato pari ad appena il 3,6% dell'eccesso di risparmio del 2020.

Figura 6: Indice di congestione del traffico (media ponderata della popolazione di 100 città, 100 = 30 giorni prima del Capodanno cinese)



Fonti: Macrobond, Allianz Research.

Figura 7: Reddito, consumi e risparmi delle famiglie

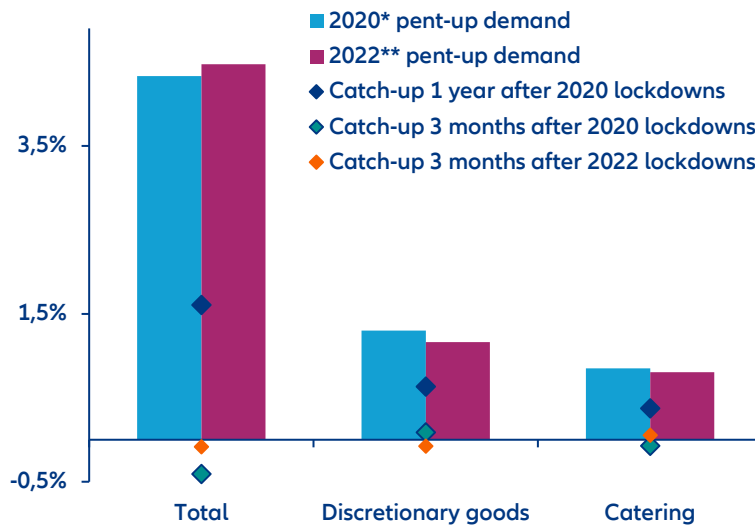


Fonti: Ufficio nazionale di statistica cinese, Allianz Research.

La domanda in sospeso ammonta al 4,5% del PIL, ma è probabile che meno del 40% venga liberato e l'impulso maggiore si sentirà nella prima metà del 2023. Osservando i dati sulle vendite al dettaglio, scopriamo che con le politiche zero-Covid del 2022 si è accumulata una domanda repressa di 5,6 miliardi di RMB (4,5% del PIL nominale del 2023E). 1,5 trilioni di RMB (1,2% del PIL nominale del 2023E) sono stati destinati ai beni discrezionali e 1 trilione di RMB (0,8% del PIL nominale del 2023E) alla ristorazione. Questi importi di domanda repressa (in percentuale del PIL nominale) sono molto vicini a quelli stimati per le chiusure del 2020 (cfr. Figura 8). Allora, nell'anno successivo, è stato liberato il 37% della domanda totale bloccata. Il rapporto è del 49% per i beni discrezionali e del 44% per la ristorazione. Inoltre, tre quarti del recupero è avvenuto nei primi sei mesi. Sulla base di questa esperienza, è probabile che questa volta l'impulso più forte della domanda repressa si senta nella prima metà di quest'anno. L'impulso alla spesa dei consumatori potrebbe rivelarsi in ultima analisi più contenuto rispetto all'esperienza post-2020, date le attuali condizioni macroeconomiche interne ed esterne meno favorevoli. Notiamo già che la spesa per i

consumi questa volta sembra sostenuta dalla rivincita della spesa per la ristorazione, mentre la spesa per i beni discrezionali non si sta comportando bene come nel periodo post-2020..

Figura 8: Domanda in attesa e recupero (% del PIL nominale dell'anno successivo)



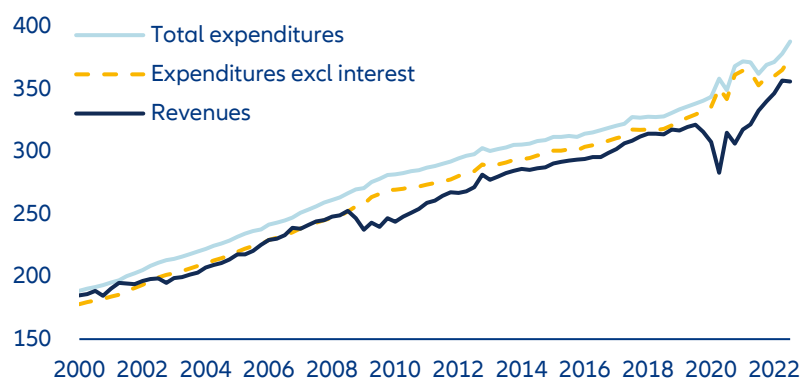
Fonti: Ufficio nazionale di statistica cinese, Allianz Research. Nota: */ Prendiamo il periodo del 2020 in cui le vendite al dettaglio totali hanno registrato la performance peggiore, ovvero tra gennaio e agosto 2020. **/ Prendiamo il periodo del 2022 in cui le vendite al dettaglio totali hanno registrato la performance peggiore, ovvero tra marzo e dicembre 2022.

Finanze pubbliche francesi: peggioramento nel 2023 prima dell'avvio del consolidamento l'anno prossimo

La tabella di marcia del Presidente Macron per le nuove riforme è ben lontana dall'affrontare le anose questioni strutturali della Francia. In un discorso televisivo trasmesso lunedì, Macron si è impegnato ad affrontare i divari strutturali di lunga data, come il deterioramento del livello di istruzione, ma anche ad affrontare il crescente malcontento sociale per la crisi del costo della vita. Ha chiesto una rinnovata negoziazione sociale tra sindacati e aziende su salari, carriere, una migliore condivisione della ricchezza e dell'occupazione senior. Il Primo Ministro Elisabeth Borne dovrebbe rivelare una precisa tabella di marcia per le riforme già la prossima settimana. Tuttavia, dubitiamo che affronterà seriamente le strozzature economiche strutturali della Francia, tra cui l'alto livello di tassazione, l'elevata ma sempre peggiore qualità della spesa pubblica, il basso tasso di occupazione e il basso e sempre peggiore livello di istruzione e qualificazione. Affrontare questi problemi è diventato politicamente ancora più difficile dopo l'approvazione della riforma pensionistica, che ha acuito le tensioni politiche e sociali. In particolare, l'uso dell'articolo 49.3 della Costituzione - che consente al governo di approvare leggi (per lo più finanziarie) senza l'appoggio del Parlamento - è diventato molto delicato, cristallizzando le tensioni durante l'approvazione della riforma pensionistica.

I benefici del rimbalzo post-pandemia e dell'aumento dell'inflazione per le finanze pubbliche stanno svanendo rapidamente. Il deficit pubblico francese si è ridotto in modo relativamente rapido dopo la pandemia, passando da -9% del PIL nel 2020 a -4,7% nel 2022. Tuttavia, la maggior parte del miglioramento è stato ciclico, dovuto alla ripresa dell'economia dopo la pandemia e all'inflazione elevata, che ha incrementato le entrate (Figura 9). L'inflazione elevata favorisce immediatamente le entrate, come le riscossioni dell'IVA, che vengono riscosse su base nominale. Anche il ritmo molto sostenuto della creazione di posti di lavoro ha incrementato le entrate dei contributi sociali. D'altra parte, l'aumento delle spese richiede in genere più tempo, poiché l'indicizzazione dei trasferimenti (come le pensioni) all'inflazione viene attuata con un certo ritardo (e spesso solo parzialmente), a causa di vincoli legislativi e di calendario.

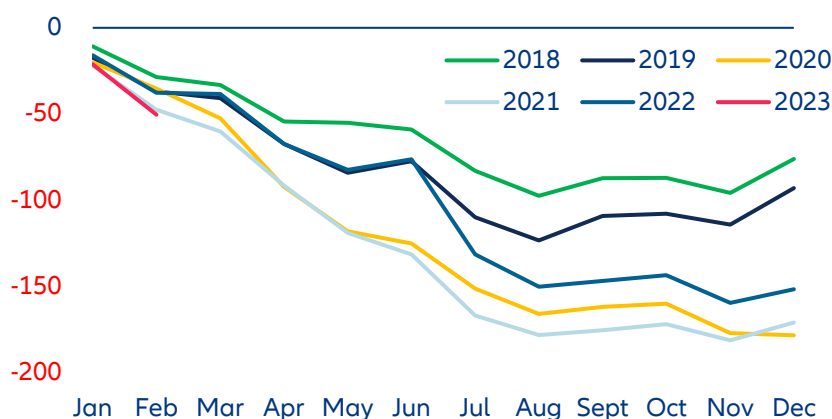
Figura 9: Spese ed entrate pubbliche trimestrali (miliardi di euro)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Con l'impatto corrosivo dell'inflazione sulla crescita che aumenta nel tempo e l'intervento del governo per mitigare l'effetto dell'inflazione sui redditi delle famiglie e delle imprese, le elevate pressioni sui prezzi porteranno inevitabilmente a un deterioramento delle finanze pubbliche. L'economia francese ha perso slancio dalla seconda metà dello scorso anno, mentre il governo ha intensificato la risposta alla crisi energetica attraverso la riduzione delle imposte, l'adeguamento del costo della vita e l'aumento dei trasferimenti fiscali a famiglie e imprese. Le spese stanno aumentando a un ritmo più sostenuto, mentre la raccolta delle entrate si sta appiattendendo (Figura 9, ultimi dati disponibili solo fino al terzo trimestre del 2022). I dati mensili più recenti pubblicati dall'Ufficio del bilancio francese presso il Ministero delle Finanze mostrano che a febbraio il deficit cumulato delle finanze pubbliche ha superato i 50 miliardi di euro (Figura 10) - un livello paragonabile a quello del 2021, quando il deficit pubblico si è attestato a -6,5% del PIL. Il gettito dell'imposta sulle società e dell'IVA sta diminuendo rapidamente su base annua, mentre il gettito dell'imposta sul reddito sta finora resistendo.

Figura 10: deficit cumulato mensile delle finanze pubbliche (miliardi di euro)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Prevediamo che il deficit pubblico aumenterà a -5,3% del PIL nel 2023, prima di ridursi a -4,6% nel 2024.²

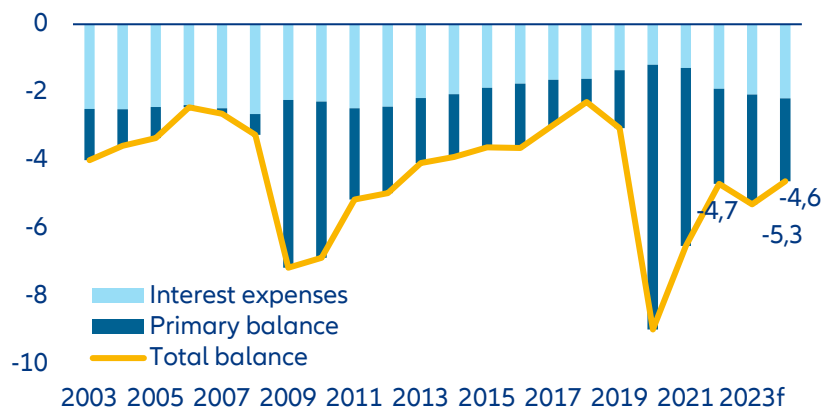
L'aumento del deficit rispetto all'anno scorso è coerente con (i) un'economia in rapida decelerazione (ci aspettiamo che il PIL reale cresca di un misero +0,4% quest'anno, dopo il +2,6% del 2022) e (ii) l'aumento

² In precedenza ci aspettavamo un -5,5% nel 2023 e un -4,9% nel 2024.

dell'intervento pubblico per alleviare gli effetti della crisi energetica sui redditi. I tagli discrezionali al bilancio e il prelievo eccezionale sui profitti delle utilities (stimato in 5-7 miliardi di euro) dovrebbero limitare l'aumento del deficit primario al -3,2% (dal -2,8% stimato per il 2022). La spesa netta per interessi dovrebbe aumentare da circa l'1,9% del PIL nel 2022 (50 miliardi di euro) al 2,1% nel 2023 (57,5 miliardi di euro) a causa dell'aumento dei costi di finanziamento. Tuttavia, pur aumentando da un minimo dell'1,1% nel 2020 all'1,8% alla fine del 2022 (e al 2,0% previsto nel 2023), il tasso di interesse effettivo che lo Stato francese paga ai suoi creditori è ancora molto basso. Questo perché solo una parte del debito pubblico viene rinnovata ogni anno, con una durata media dei titoli di Stato francesi di 8,5 anni.

Nel 2024, ci aspettiamo che il deficit nominale si riduca a -4,6% (Figura 11). Riteniamo che il governo francese realizzerà un consistente consolidamento delle proprie finanze (circa l'1% del PIL), poiché le regole fiscali dell'UE dovrebbero tornare in vigore e i pagamenti degli interessi continueranno ad aumentare. Il governo probabilmente ridurrà i vari aiuti alle imprese erogati durante la crisi energetica e potrebbe anche cercare nuove fonti di entrate, come un'imposta temporanea sui "superprofitti", come accennato dal Presidente Macron qualche settimana fa. L'inasprimento fiscale peserà sulle prospettive di ripresa a breve termine dell'economia francese. Prevediamo che la crescita del PIL reale aumenterà nel 2024, ma di un non entusiasmante +0,8%.

Figura 11: Previsioni di deficit pubblico (% PIL)

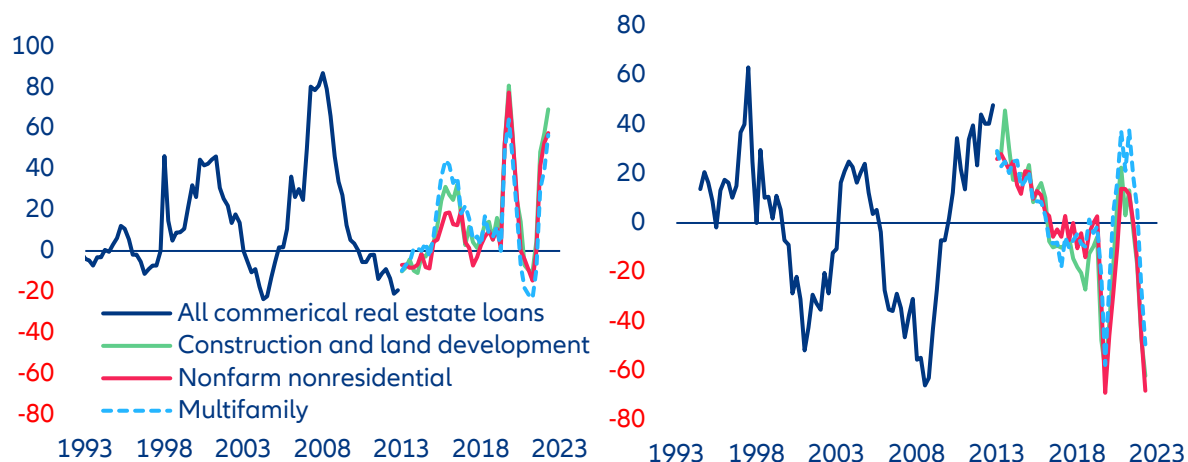


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

In evidenza - Le preoccupazioni delle banche statunitensi per il settore immobiliare commerciale

Sebbene le recenti turbolenze del settore bancario statunitense sembrano per ora contenute, una politica monetaria restrittiva potrebbe ancora creare scompensi nei mercati della raccolta e aumentare la pressione sulle banche con crescenti disallineamenti tra attività e passività e grandi esposizioni ad attività illiquide, come i beni immobili commerciali (CRE). Le banche statunitensi più piccole, in particolare, detengono una quota sproporzionata di CRE, molto sensibile alle pressioni cicliche. L'aumento dei costi di finanziamento e la persistente incertezza economica hanno frenato il mercato immobiliare, in particolare il segmento commerciale. Sebbene il rischio di credito CRE sia rimasto finora stabile, le valutazioni di mercato si sono fortemente deteriorate, il che ha comportato un inasprimento degli standard di credito per tutti i tipi di prestiti immobiliari (Figura 12, a sinistra). Anche la domanda di credito si è notevolmente indebolita (Figura 12, destra).

Figura 12: Sondaggio SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey) della Federal Reserve - quota di banche che hanno inasprito gli standard per i prestiti immobiliari commerciali (a sinistra) e di intervistati nazionali che hanno segnalato una maggiore domanda di prestiti CRE (a destra) (%)

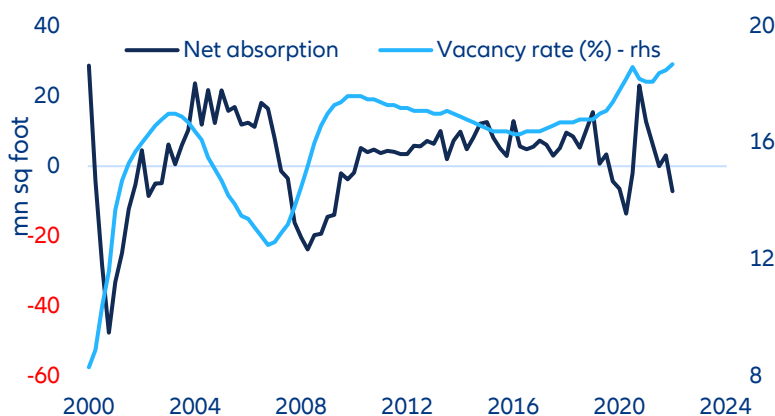


Fonti: Federal Reserve statunitense, Allianz Research. Nota: legenda condivisa.

In particolare il settore degli uffici, che non si è mai ripreso completamente dallo shock della pandemia, è stato sottoposto a stress di mercato. Nell'ambito delle misure generali di riduzione dei costi, molte aziende non solo hanno congelato le assunzioni (o licenziato personale in alcuni settori), ma hanno anche ridotto le assunzioni degli uffici per ridurre i costi fissi. Con una quota maggiore di forza lavoro che lavora da remoto, il tasso di posti vacanti negli uffici disponibili è aumentato dal 16,8% all'inizio del 2020 al 18,7% all'inizio del 2023. L'assorbimento netto³ è già negativo (Figura 13), e gli immobili ad uso ufficio hanno perso valore a causa del calo dei canoni di locazione; questa tendenza è destinata a continuare.

Le banche sono le più esposte alle recenti variazioni di valutazione del credito immobiliare (Figura 14). Nonostante le dolorose lezioni apprese dalla crisi dei mutui subprime statunitensi (e i requisiti normativi più severi associati al Dodd-Frank Act), la crescita del credito legato al settore immobiliare ha superato di gran lunga la crescita del PIL nominale negli Stati Uniti. Lo stock di mutui ipotecari in essere è passato da 3.480 miliardi di dollari a metà 2011 a 5.390 miliardi di dollari a fine 2022 (+55%), di cui più della metà per il CRE, il che spiega anche la rapida espansione del credito legato al settore immobiliare.

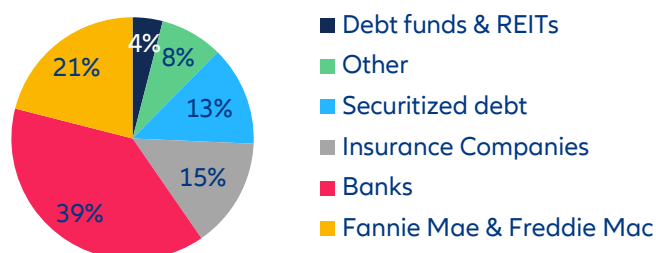
Figura 13: Stati Uniti - sviluppi del mercato degli uffici



Fonti: REIS Inc, Refinitiv, Allianz Research

³ L'assorbimento netto si riferisce alla differenza tra le nuove occupazioni e i nuovi posti vacanti (piedi quadrati).

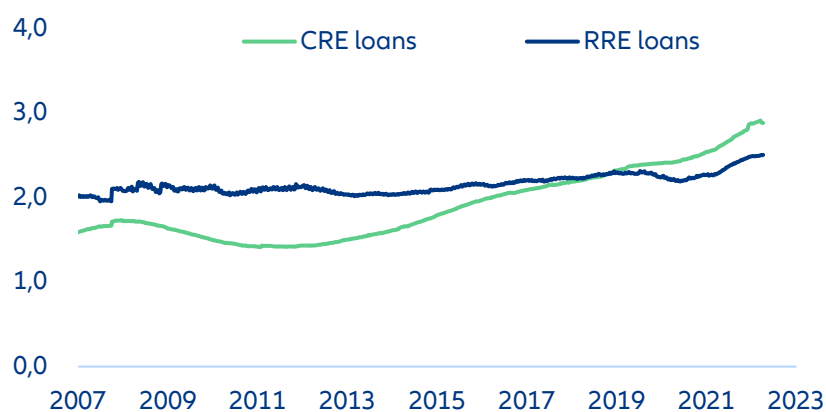
Figura 14: Stati Uniti - Debito immobiliare commerciale (4,5 trilioni di dollari, per proprietario)



Fonti: Associazione dei banchieri ipotecari, Bloomberg, Allianz Research

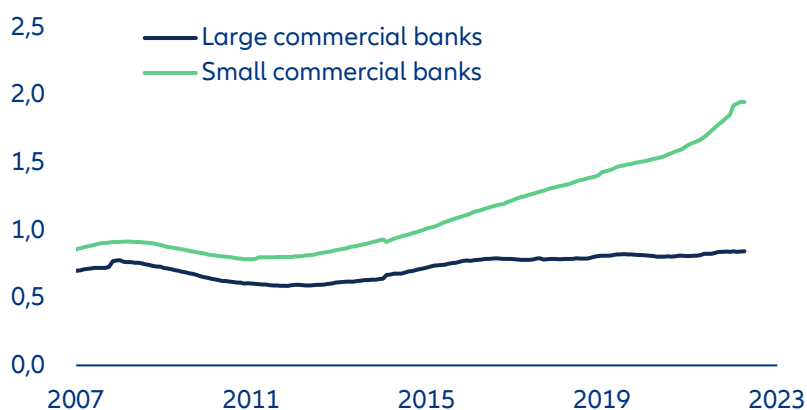
Le banche piccole e regionali sono diventate relativamente più esposte al credito al consumo (Figure 15-17). Le banche piccole, spesso statali, rappresentano il 70% del totale dei prestiti CRE (2.897 miliardi di dollari). Più della metà dei prestiti CRE sono garantiti da immobili non agricoli e non residenziali, che tendono a essere più rischiosi. Al contrario, le proprietà multifamiliari (17% della quota di mercato) sono generalmente più sicure e hanno una performance creditizia storica simile a quella degli immobili residenziali (che inoltre non hanno risentito della tendenza post-pandemia alla chiusura degli uffici).

Figura 15: Stati Uniti - Prestiti immobiliari (in trn di USD, tutte le banche commerciali, per destinazione dei fondi))



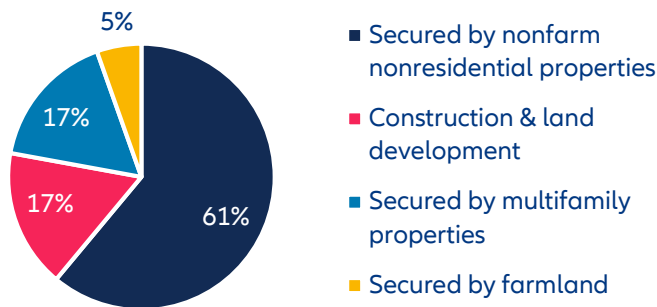
Fonti: Federal Reserve statunitense, Allianz Research. RRE: immobili residenziali.

Figura 16: Stati Uniti - Prestiti immobiliari commerciali (in trn di USD, per dimensione del prestatore)



Fonti: Federal Reserve statunitense, Allianz Research.

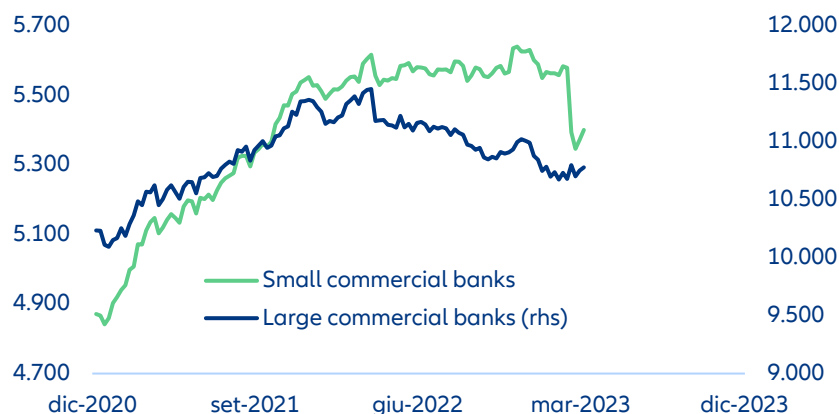
Figura 17: Stati Uniti - composizione dei prestiti immobiliari commerciali delle piccole banche (aprile 2023)



Fonti: Federal Reserve statunitense, Allianz Research

I deflussi di depositi hanno recentemente amplificato l'impatto negativo dei rialzi dei tassi d'interesse sulle banche con un'elevata esposizione al CRE. All'inizio del 2022, il mercato del CRE era ottimista riguardo alla politica di "back to office" di molte aziende e molti investitori hanno rifinanziato il loro debito CRE a tassi di interesse bassi. Tuttavia, quando i tassi hanno iniziato a salire sulla scia dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, molte banche più piccole con esposizioni a tasso fisso si sono ritrovate con perdite crescenti sui tassi di interesse, che non sono passate inosservate. Molto prima del fallimento della Silicon Valley Bank e della Signature Bank, le banche più piccole hanno registrato un costante deflusso di depositi, che si è intensificato all'inizio del 2023. A fine marzo, le piccole banche statunitensi avevano perso un totale di 230 miliardi di dollari di depositi (Figura 18). Con il continuo raffreddamento dell'attività economica, le banche si trovano ora ad affrontare il doppio problema di un maggiore rischio di insolvenza dei prestiti CRE e di un forte aggiustamento delle valutazioni del CRE, mentre il costo della raccolta continua a salire e a comprimere i margini di interesse netti.

Figura 18: Depositi (miliardi di dollari) presso le banche commerciali statunitensi di piccole e grandi dimensioni

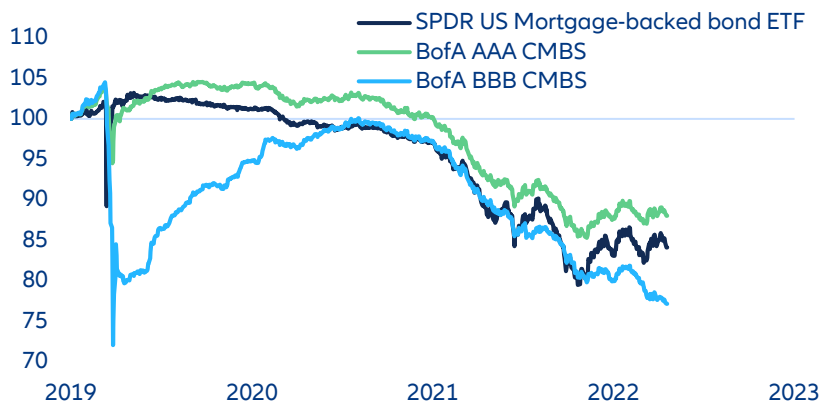


Fonti: Federal Reserve statunitense, Allianz Research.

Tuttavia, i rischi potenziali derivanti dal CRE si estendono oltre il settore bancario. I mercati pubblici del reddito fisso (FI) legati al CRE hanno già subito una correzione di circa il 20-30% da quando i tassi di interesse hanno iniziato a salire (Figura 19), con una crescente differenziazione a seconda della qualità del credito. Allo stesso modo, i titoli azionari legati al settore CRE sono diminuiti di valore e i Real Estate Investment Trust, pur essendo più liquidi, hanno ceduto in seguito alle pressioni di rimborso da parte degli

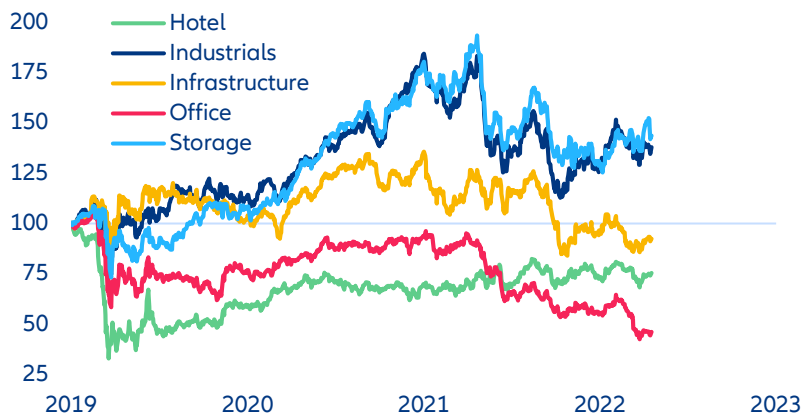
investitori. I sottosectori dell'immagazzinamento e dell'industria hanno registrato una performance leggermente migliore (Figura 20).

Figura 19: Stati Uniti - Indici obbligazionari CMBS (indicizzati, 31/12/2019 = 100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Note: Indici di rendimento dei prezzi, la legge statunitense impedisce a molti fondi pubblici di investire in CMBS al di sotto di determinati livelli.

Figura 20: Stati Uniti - indici REIT commerciali (indicizzati, 31/12/2019 = 100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Per il futuro, ci aspettiamo un graduale aumento delle pressioni sul CRE, in presenza di condizioni di finanziamento più rigide e di un'incertezza economica ancora elevata. Finora, la scarsa liquidità di alcuni asset CRE ha ritardato - ma non impedito - una correzione più profonda. È probabile che un numero maggiore di prestiti CRE subisca una riduzione di valore, ma questo processo è destinato a essere graduale a causa della durata più lunga e degli incentivi bancari che ritardano la contabilizzazione delle perdite grazie a prestiti sempre più verdi. Sebbene le svalutazioni dei prestiti CRE siano ai minimi pre-pandemia, è probabile che la qualità degli asset si deteriori se l'economia statunitense entra in recessione nella seconda metà dell'anno (sulla base delle nostre recenti previsioni di crescita); tuttavia, l'aumento dei tassi di insolvenza dipenderà dalla gravità della recessione economica e varierà a seconda dei segmenti CRE.

L'impatto delle perdite dei CRE potrebbe ripercuotersi sull'economia in generale attraverso il canale bancario. Meno di un mese fa, abbiamo avvertito dell'imminente stretta creditizia negli Stati Uniti⁴. Poiché le banche più piccole sono particolarmente vulnerabili alle perdite derivanti dai loro portafogli CRE,

⁴ Leggi qui l'articolo completo sulla contrazione del credito negli Stati Uniti: STATI UNITI: Crisi del credito in atto? ([allianz.com](https://www.allianz.com))

pratiche di prestito più conservative, compresi standard di sottoscrizione più rigidi, limiterebbero la disponibilità di credito per l'economia in generale. L'aumento delle svalutazioni delle esposizioni CRE, che pesano sulla solvibilità, limiterebbe ulteriormente l'attività di prestito e complicherebbe il compito della Federal Reserve di mantenere un orientamento monetario restrittivo; è probabile che uno scenario così avverso metta ulteriormente alla prova la determinazione dei responsabili politici a sostenere la fiducia degli investitori, se un numero maggiore di banche registrerà crescenti perdite non realizzate dalle partecipazioni a reddito fisso.

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.