

# HOTEL CALIFORNIA

Le turbolenze del settore bancario evocano le paure del 2008, le banche centrali forniscono liquidità al sistema e restituiscono fiducia ai mercati finanziari; ci vorrà tempo per riprendere confidenza con il settore bancario che, in Europa, è più resistente di quanto esprimano le attuali valutazioni

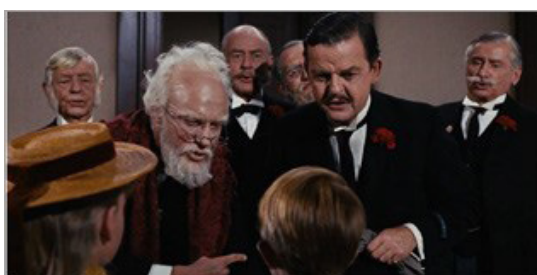
Siamo ancora lì.

Nel settembre 2007 le immagini delle persone in fila davanti alle filiali della Northern Rock non furono il primo segnale che stesse accadendo qualcosa di grave ma ebbero un forte impatto emotivo.

La sera del 13 settembre 2007 la BBC diede la notizia che la Northern Rock aveva chiesto il sostegno della Banca d'Inghilterra che, puntuale, il giorno dopo confermò che avrebbe fornito la liquidità necessaria per fronteggiare l'emergenza. L'annuncio, che avrebbe dovuto consolidare la fiducia, invece la sgretolò più rapidamente, i clienti in fila per ritirare i loro depositi sancirono l'epilogo della crisi di liquidità emersa nell'estate e il fallimento della banca.

La crisi creditizia globale si era infatti già manifestata, il 9 agosto 2007 si erano bloccati il mercato dei finanziamenti a breve termine e i prestiti interbancari, la corsa agli sportelli vecchio stile di quel settembre metteva in difficoltà una banca regionale fortemente sbilanciata verso le cartolarizzazioni ipotecarie.

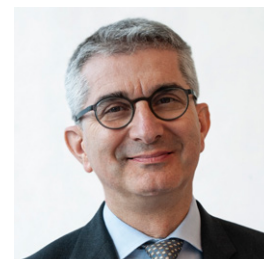
In Gran Bretagna l'ultima corsa agli sportelli era capitata nel 1866, quando finì nei guai la Overend Gurney travolta dalla febbre delle società ferroviarie, le dot.com del XIX secolo. Sedici anni prima, nel 1850, i fratelli Lehman avevano fondato la loro società mercantile attiva nel commercio del cotone. Diventata nel tempo una delle più blasonate società di investimento, la Lehman Brothers avrebbe seguito il destino della Northern Rock esattamente dodici mesi dopo.



"Se investi i tuoi due penny in banca, sicuri e solidi in poco tempo quei due penny si comporranno ...". La canzone dei proprietari della banca nel film Mary Poppins (1964) esalta le meraviglie dell'interesse composto ma, subito dopo, un malinteso scatena la corsa agli sportelli.

Sedici anni dopo siamo ancora lì, in una condizione che l'amico giornalista Buddy Fox di PaninoeListino paragona all'Hotel California degli Eagles, "programmato per ricevere, puoi fare il check-out quando vuoi ma non puoi mai andartene".

Le vicende di questi giorni evocano il 2008, le prime reazioni sono fortemente condizionate dalla paura del rischio contagio. In pochi giorni la capitalizzazione globale delle banche è diminuita di circa cinquecento miliardi di dollari, l'indice settoriale americano è sceso del 18%, quello europeo del 15%.



**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

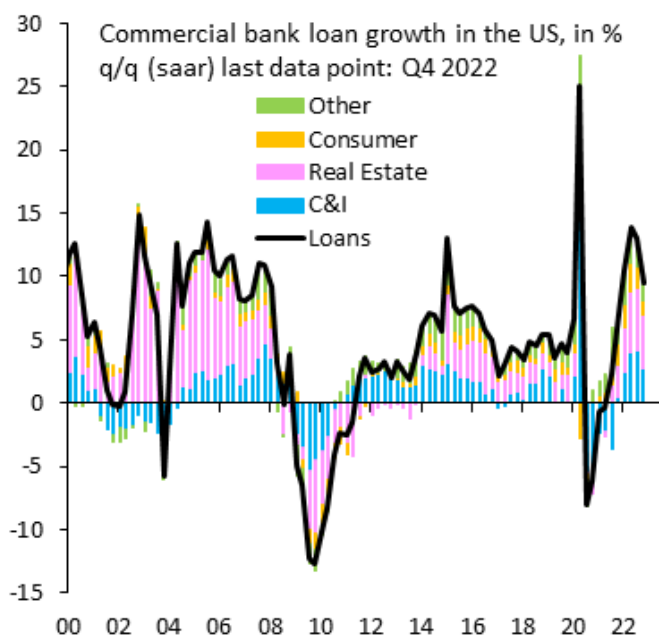


Cover di "Hotel California" degli Eagles, 1977

Le differenze con il 2008 sono già state messe in evidenza da analisti e commentatori, alcune però "giocano contro": su tutte l'inflazione, allora inesistente, poi le difficoltà economiche della Cina che ne riducono gli spazi di manovra, in ultimo l'eccezionalità dello scenario politico, una impensabile, tragica guerra in Europa e crescenti tensioni nel Pacifico.

La Federal Reserve dovrà soppesare tutti questi aspetti nelle decisioni sui tassi nella riunione di questa settimana. La Banca Centrale Europea ha aumentato i tassi di riferimento di 50 punti base, la priorità è stroncare l'inflazione, ha detto Christine Lagarde, per quanto riguarda le banche non mancano gli strumenti di intervento.

Il punto cruciale, scriveva L'Alpha e il Beta la scorsa settimana, è il restringimento del sentiero della Fed, stretta tra i due obiettivi inconciliabili della lotta all'inflazione e della stabilità finanziaria. Le piccole banche americane sono tutt'altro che piccole se considerate come aggregato, la stretta creditizia incrinerebbe la fiducia sulla protezione dei depositanti non assicurati. Non dimentichiamo che uno dei maggiori supporti alla tenuta dei consumatori è stato l'accesso al credito, immobiliare (in rosa nel grafico sotto) e nei consumi (in arancione). La grande parte di questi prestiti proviene dalle banche locali.



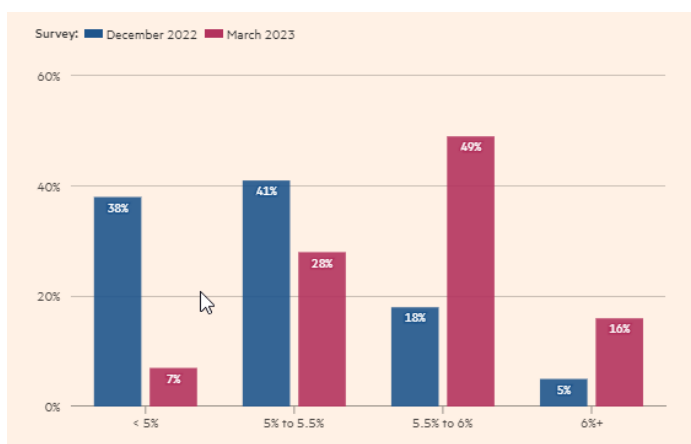
Crescita dei prestiti bancari negli Stati Uniti. Fonte @robinbrooksIIF.

D'altro canto, l'obiettivo prioritario della politica monetaria è la lotta all'inflazione.

L'inflazione non se ne va da sola, il vecchio adagio "the best cure for high prices is high prices" è semplicemente falso. Che i prezzi alti siano l'antidoto ai prezzi alti perché scoraggiano la domanda è un'idea fuorviante, scrive il professor Fabio Ghironi dell'Università di Washington; se le banche centrali restassero inattive, se le aspettative fossero di una politica monetaria accondiscendente, gli operatori adeguerebbero i loro comportamenti a prezzi in aumento, cercherebbero di liberarsi della moneta per procurarsi beni e servizi svilendo ulteriormente il valore del denaro.

No, i prezzi alti non sono l'antidoto ai prezzi alti, la Federal Reserve non dovrebbe allentare il programma di contrasto all'inflazione, la pensa così la maggioranza dei 43 economisti interpellati dal Financial Times, la Federal Reserve continuerà a adeguare i tassi e per la metà del panel intervistato il picco dei tassi sarà tra il 5,5% e il 6% quest'anno.

Si tratta di proiezioni più aggressive rispetto ai livelli incorporati dai prezzi dei futures sui Fed Funds, differenze che corroborano l'incertezza su come la banca centrale americana supererà questo stretto passaggio, nella riunione di mercoledì e nei prossimi mesi.



La maggior parte degli economisti interpellati dal FT prevede che il tasso di riferimento della Fed raggiunga un picco tra il 5,5% e il 6%. Fonte FT-IGM survey of 44 Economists from Dec 2-5, 2022 and 43 Economists from Mar 15-17, 2023, FT Graphic: Sam Learner.

Degli economisti intervistati dal Financial Times solo pochi pensano che ci sarà una recessione nel 2023 e che, in ogni caso, non sarà profonda, l'economia crescerà di circa l'1% e la disoccupazione dovrebbe salire al 4,1%, "il 61% degli economisti ritiene che alla fine raggiungerà un picco tra il 4,5% e il 5,5%" scrive il quotidiano inglese.

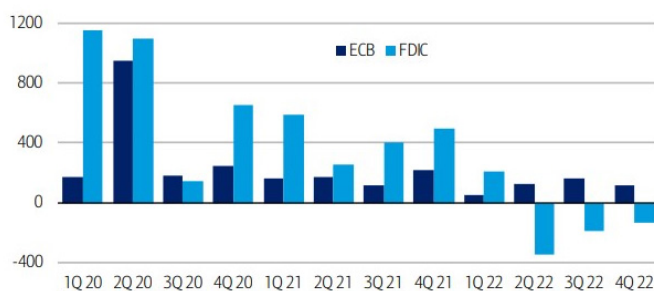
Credo sia importante sottolineare come la vicenda delle banche sia principalmente una storia americana.

La Silicon Valley Bank e le altre banche sono state investite da sollecitazioni che non si attagliano al settore bancario europeo: inadeguata gestione del portafoglio, eccessivo rischio tasso, forte squilibrio tra attività e passività a fronte di limitata disponibilità di contanti. Condizioni lontane dalle banche europee che tendono a tenere la liquidità presso le banche centrali e sono dotate di rigorosi processi di gestione del rischio ALM.

Come scrivevamo la scorsa settimana, dal 2008 in avanti la severità dei regolatori europei ha alzato i requisiti patrimoniali, le norme che regolano la liquidità si sono fatte molto stringenti.

Un altro aspetto che rende la storia molto "americana" è la diversa struttura della competizione nei mercati dei servizi finanziari, le banche europee sono finanziate da depositi di famiglie e "small business", ampiamente diversificati e stabili.

Un po' per la struttura del mercato, un po' per la diversa velocità della ripresa, in Europa la crescita dei prestiti è stata limitata mentre è cresciuta negli Stati Uniti. "Quindici anni di riduzione della leva finanziaria in Europa (banche, imprese e consumatori) hanno fatto sì che il tasso di prestiti nella gran parte dei paesi sia al di sotto del 100%, le banche europee hanno più depositi di quanti ne servano, poca necessità di competere e con raccolta molto stabile ... le banche europee sono finanziate e strutturate in modo più conservativo rispetto alle banche statunitensi e sono molto più liquide grazie a una regolamentazione più severa" scrive Niall Gallagher di GAM Investments.



Evoluzione trimestrale 2020-2022 dei depositi bancari in USA ed Eurozona. I depositi in USA sono cresciuti rapidamente e poi hanno declinato, la dinamica dell'EZ è stata di crescita modesta. Fonte GAM Investments, BofA Global Research.

I movimenti di mercato sono stati ampi e drammatici, il rendimento del titolo governativo americano a due anni è calato di 70 punti base in due giorni, quello del Treasury a dieci anni è sceso di 40 punti base, esattamente come il bund tedesco di pari scadenza.

La settimana scorsa, a caldo e sulla base delle prime notizie disponibili, scrivevamo che le probabilità di un contagio sistemico fossero modeste, per la robustezza patrimoniale delle banche acquisita in questi anni, per le condizioni del mercato dei finanziamenti interbancari che non erano in tensione. L'aumento dei tassi comporta migliori prospettive nei margini dell'attività bancaria, ma porta anche la svalutazione dei titoli in portafoglio, siamo ancora al check-out dell'Hotel California, l'uscita dall'era del denaro facile sembra a portata di mano, eppure scivola sempre più avanti nel tempo. Ci aveva provato Yellen nel 2014 senza successo, l'ultimo tentativo di normalizzazione di Powell è inciampato nella vulnerabilità delle banche regionali.

L'era dei tassi a zero è finita ma la strada del ritorno alla normalità è lastricata di buone intenzioni e di ostacoli, gli errori di omissione e le conseguenze della brutalità delle azioni del 2022 complicano la vita ai banchieri centrali, impongono prudenza agli investitori.

Le notizie di queste ore sono contraddittorie, da una parte l'intervento chirurgico per una importante banca europea, dall'altra il trattamento dei sottoscrittori di titoli AT1 altera le regole del capitale delle banche, ci saranno contraccolpi in questa porzione di mercato. Per contenere le reazioni, le banche centrali hanno facilitato l'accesso alla liquidità portando a giornaliere le aste settimanali, come venne fatto nell'emergenza Covid, l'obiettivo è naturalmente quello di mitigare le tensioni nel mercato interbancario e nei mercati finanziari.

In queste ore i titoli bancari europei pagano un pegno pesante, restiamo dell'idea che l'emotività stia facendo premio sulla realtà dei numeri, il settore bancario europeo è scambiato a un P/E storicamente basso, il mercato sta sottovalutando le prospettive di utili e rendimento del capitale delle banche europee derivanti dall'aumento dei tassi di interesse, stanno tornando a livelli di rendimento del capitale proprio visti l'ultima volta prima del 2008.

L'esercizio è sempre quello di distinguere i rumori dai segnali, l'emotività di breve termine dai dati e dalle prospettive di medio e più lungo termine in cui sarà ancora l'inflazione a orientare i movimenti dei tassi. Le scelte di investimento non potranno che restare orientate al lungo periodo visto che la forte volatilità e il susseguirsi delle sorprese opacizza l'utilità degli adeguamenti tattici del portafoglio.

La diffidenza verso le banche è comprensibile, questi giorni di passione richiedono estrema attenzione e mente fredda, "ci vorrà tempo prima che gli investitori si sentano nuovamente a proprio agio con le azioni delle banche europee" scrive un analista. Siamo dell'avviso che il settore sia più resistente di quanto esprimano le valutazioni correnti.

Einstein diceva che "la sola ragione per cui esiste il tempo è che tutto non accada contemporaneamente", il tempo è il mezzo attraverso il quale si svolge la vita, è il mezzo attraverso il quale si svolge l'attività di investimento che, ricorda Benjamin Graham, è principalmente gestione delle fonti di rischio. Investimento e gestione del rischio sono un esercizio multi-periodale.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



**Importanti avvertenze legali:**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.