





Outlook Macroeconomic Mensile

Marzo 2023

act differently

IMPact SGR S.p.A.

 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano  +39.02.38.25.51.00  impact@impactsgr.it  www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia



DISCLAIMER

La presente comunicazione è distribuita da IMPact SGR, società di intermediazione mobiliare indipendente autorizzata e soggetta alla vigilanza di Consob e Banca D'Italia. La presente comunicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela privata di IMPact SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti cui si rivolge. I dati, le opinioni, e, in generale, i contenuti dei documenti messi a disposizione non rappresentano dunque una "sollecitazione all'investimento" ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t) del D.Lgs. 58/1998 e non costituiscono consulenza in materia di investimenti né consigli o raccomandazioni ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. f) del D.Lgs. 58/1998.

Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente comunicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, IMPact SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni negli stessi contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza IMPact SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente comunicazione viene fornita per meri fini di informazione e serve come supporto di informazione all'unico indirizzo personale del destinatario e per sua sola informazione personale, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

IMPact SGR non potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente comunicazione non può essere riprodotta ed è in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. In nessun caso e per nessuna ragione IMPact SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

IMPact SGR S.p.A.
Via Turati 25
20121, Milano

Contatti:
mail: impact@impactsgr.it
Tel: +39 02 38 25 51 00
<https://www.impactsgr.it/>

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgr.it www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Executive Summary

- La Silicon Valley Bank (SVB) ha dichiarato il fallimento lo scorso 10 marzo: le cause sono dovute ad una improvvisa corsa agli sportelli. Stante un disallineamento tra la duration delle attività e delle passività all'interno del bilancio societario, la banca è stata costretta a vendere titoli di Stato per far fronte alle richieste di rimborso dei correntisti, realizzando ingenti perdite.
- A seguito del fallimento della Silicon Valley Bank, aumenta la preoccupazione di una possibile crisi di liquidità sugli istituti di credito globali, anche se al momento negli Stati Uniti la crisi sembra circoscritta. Per placare i timori, la FED è intervenuta con un programma di iniezione di liquidità.
- Le dichiarazioni della Saudi National Commercial Bank di non poter più sostenere con ulteriori iniezioni di capitale Credit Suisse, in caso ciò si rendesse necessario, hanno fatto precipitare il titolo della banca svizzera. Per salvarla dal fallimento, UBS ha accettato di acquisire Credit Suisse per tre miliardi di franchi svizzeri, a sconto di circa il 60% rispetto alle quotazioni della chiusura del 17 marzo.
- A seguito di questo accordo di acquisizione FINRA, il regolatore svizzero, ha stabilito l'azzeramento delle obbligazioni subordinate Additional Tier1 che ammontavano a 16 miliardi di franchi di controvalore (oltre il 6% dell'intero mercato degli AT1).
- A seguito del crollo di Credit Suisse e della recente instabilità finanziaria, La BCE di Christine Lagarde, nella riunione del 16 marzo, ha effettuato un rialzo dei tassi di altri 50 punti base, ribadendo con fermezza la priorità del riportare l'inflazione entro il target. Allo stesso modo anche la FED ha applicato lo stesso approccio alzando i tassi di 25 punti base: le banche centrali seguono un principio di separatezza: da un lato continuare a fronteggiare l'inflazione con il rialzo dei tassi, dall'altro fronteggiare l'instabilità bancaria attraverso messa a disposizione ad hoc di liquidità emergenziale.
- Con l'avvento della crisi di SVB, il repricing sui tassi è stato brutale, con i rendimenti sui titoli governativi in discesa verticale e il mercato che ha iniziato a prezzare nuovamente tagli dei tassi d'interesse per la seconda parte dell'anno in corso. Sul mercato azionario, l'over performance dell'Europa sull'America si è interrotta, a causa della maggior incidenza del settore bancario sui listini del Vecchio Continente.
- La Commissione Europea ha dato per la prima volta nella sua storia il via libera ad un regime di sussidi su larga scala in favore di investimenti in tecnologie pulite. Per evitare che la maggior parte degli investimenti industriali venga assorbita dagli Stati Uniti, ha deciso anche di accelerare la presentazione del Net Zero Industry Act, che avverrà entro la fine di marzo.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

La BCE di Christine Lagarde rialza ancora i tassi di 50 punti base e la Silicon Valley Bank rischia il fallimento

“Inflation is projected to remain too high for too long”: la BCE di Christine Lagarde sintetizza così l’analisi dei dati macroeconomici pubblicati nelle ultime settimane e allo stesso tempo così motiva la necessità di rialzare di altri 50 punti base il tasso di rifinanziamento principale in occasione dell’ultima riunione del 16 marzo. La mossa era già ampiamente anticipata non solo dai mercati, ma era stata la stessa Presidente, il mese scorso, ad indicare l’intenzione della Banca di effettuare un ulteriore rialzo in marzo. Negli ultimi giorni, tuttavia, gli operatori avevano iniziato a dubitare che l’Autorità monetaria potesse effettivamente tener fede all’impegno preso in febbraio a causa degli sviluppi di una inattesa instabilità finanziaria.

Le tensioni sono iniziate con il fallimento e successivo salvataggio di Silicon Valley Bank (SVB), il più grande fallimento bancario negli Stati Uniti dalla crisi del 2008. La banca, come indica il nome stesso, era l’istituto di credito di riferimento per il comparto tecnologico californiano, rivolgendosi ad una clientela composta in particolare da fondi di venture capital e start-up tech. Al pari dei settori che finanziava, era cresciuta in maniera spettacolare negli ultimi anni, con una crescita del 200% dei depositi negli ultimi quattro anni (per un totale di circa 220 miliardi di dollari). Le ragioni dell’improvviso crollo di SVB si ricollegano ad un disallineamento tra la duration delle attività e delle passività all’interno del bilancio societario. La banca, infatti, investiva la crescente liquidità a vista, remunerata all’1% (circa il doppio rispetto alle altre grandi banche americane) in un portafoglio di obbligazioni governative del Tesoro americano con durata finanziaria media di sei anni ed un rendimento a scadenza di carico dell’1.75%.

Come nel più classico degli esempi da manuale, il problema è sorto quando, stante il crescente costo del denaro, i clienti di SVB hanno iniziato a ritirare la propria liquidità dai conti a vista, tanto da costringere l’istituto, per far fronte alle richieste di prelievo, a vendere 20 miliardi di dollari di Treasury in portafoglio, realizzando così una perdita in conto capitale tanto significativa da convincere la banca ad effettuare un aumento di capitale di due miliardi di dollari per mettere in sicurezza la liquidità.

La mossa ha sortito un effetto opposto, terrorizzando i correntisti e spingendo molti conosciuti venture capitalist a correre ancora più convulsamente a ritirare il proprio denaro depositato sui conti della banca. SVB ha quindi fallito nell’intento di raccogliere nuovo capitale sul mercato ed è stata costretta a consegnare i propri libri al FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), l’agenzia indipendente che si occupa di fornire assicurazione sui depositi bancari (fino a 250.000 dollari per depositante) ed altre attività collegate alla liquidazione di banche in stato di insolvenza.

Il problema principale di SVB era che il 93% dei conti correnti non era coperto da assicurazione: le ferite relativamente fresche legate al fallimento di Lehman Brothers e alle conseguenze del contagio sistemico che ne era conseguito, hanno convinto il Tesoro americano a concedere garanzie a tappeto su tutti i depositi, anche non assicurati (ossia con giacenze superiori a 250.000 dollari) e sulle obbligazioni di più alto rango.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

La minaccia di crisi della Silicon Valley Bank ha creato parecchia preoccupazione e la FED interviene

Il terrore principale che si è diffuso sui mercati finanziari a seguito della notizia del fallimento di SVB è da ricondursi alle possibilità di contagio sistemico: una crisi di fiducia dei correntisti nel sistema bancario, unito all'inedita velocità con cui, grazie alla tecnologia, può oggi avvenire una "corsa agli sportelli", può determinare crisi di liquidità a tappeto sugli istituti di credito globali? Per il momento, negli Stati Uniti, la crisi appare circoscritta. Per placare i timori, la FED è intervenuta istituendo il Bank Term Funding Program (BTFP).

Si tratta di un programma di iniezione di liquidità alle banche che ne fanno richiesta con scadenza di un anno, a fronte dell'accettazione di titoli di Stato americano come garanzia al valore nominale (senza dunque costringere le banche a vendere gli stessi titoli per ricostituire liquidità e realizzare delle perdite in conto capitale, come è avvenuto nel caso di SVB). Le banche riconosceranno poi alla Banca Centrale un interesse pari al tasso OIS (overnight index swap) a un anno, maggiorato di 10 punti base: il tasso verrà fissato il giorno in cui l'istituto di credito farà richiesta della linea di liquidità alla FED.

Il potenziale di uno strumento come questo è molto elevato e di fatto, in un periodo di Quantitative Tightening, potrebbe di fatto annullare gli effetti della contrazione del bilancio della Banca Centrale, ma anzi, secondo un calcolo di JPM, arrivare addirittura a farlo crescere di duemila miliardi di dollari, riportandolo a un nuovo massimo storico.

Grafico 1: Andamento del bilancio della Federal Reserve (17/03/2022 -17/03/2023)



Fonte: Bloomberg, 2023

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

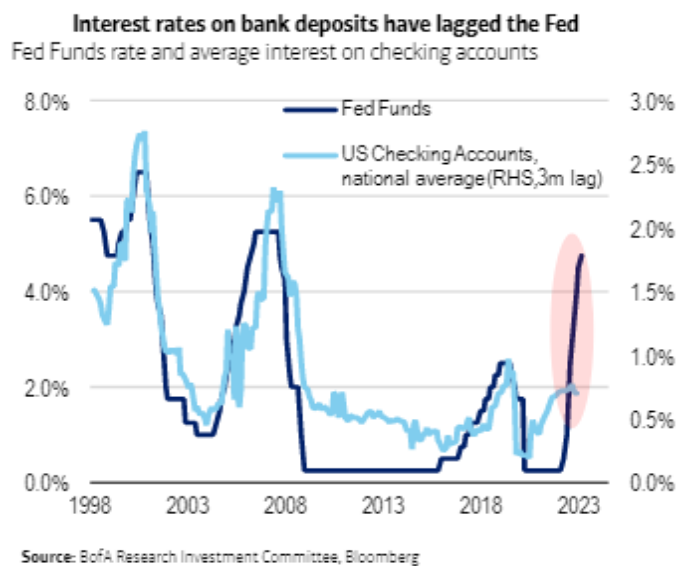
Naturalmente, questo complicherebbe ancora di più la lotta all'inflazione, che stenta a normalizzarsi. Ogni settimana, la FED pubblicherà l'ammontare della liquidità immessa nel sistema tramite BTFP: da questi aggiornamenti settimanali si potrà meglio comprendere se siamo davvero di fronte a un nuovo QE mascherato, con quello che ne potrebbe conseguire.

La crescita dei tassi ha creato diversi problemi nei sistemi bancari: in Europa, invece, il sistema regge

Nella prima settimana di lancio, i dati della Federal Reserve rivelano che le banche hanno preso in prestito 11,9 miliardi di dollari dal nuovo Bank Term Funding Program, mentre nella seconda settimana, l'ammontare è salito a 42 miliardi di dollari.

Oltre ad aver determinato la perdita di valore delle attività patrimoniali delle banche, la crescita dei tassi d'interesse ha inesorabilmente spinto i correntisti a prelevare denaro dai depositi bancari, ancora remunerati a tassi bassi, per investirli in obbligazioni a breve termine.

Grafico 2: Interest rates on bank deposits have lagged the Fed



Fonte: Bloomberg, 2023

I dati dell'Investment Company Institute mostrano che quest'anno oltre 250 miliardi di dollari sono confluiti nei fondi del mercato monetario statunitense, di cui oltre 120 miliardi nella seconda settimana di marzo.

Per quanto riguarda l'Europa, dove le banche hanno a loro volta in bilancio titoli di stato a un tasso di carico ben inferiore ai livelli attuali di mercato, il timore del contagio di una crisi di liquidità che segua una pari dinamica rispetto a quanto avvenuto per SVB appare molto più limitato. Nel Vecchio Continente la regolamentazione bancaria risulta molto più stringente di quella americana (dove le banche di medie

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgroup.it www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

dimensioni, quali SVB, sono autorizzate a non applicare le regole di Basilea III) e vengono imposti requisiti di liquidità e patrimonializzazione tali da forzare l'allineamento tra scadenze di attività e passività della banca: oltretutto le principali banche europee ed italiane hanno rapporti di bilancio ben superiori ai limiti regolamentari. Infine, l'esposizione al settore fintech, target di SVB, in Europa è, com'è noto, decisamente limitato.

Credit Suisse: il crollo del titolo della banca svizzera

Tuttavia, il panico che il ritorno dell'instabilità ha portato sui mercati finanziari ha fatto accendere i riflettori su uno dei principali anelli deboli del sistema bancario europeo, Credit Suisse. L'istituto, seconda banca svizzera dopo UBS, è stato coinvolto in una serie continua di scandali che hanno minato la fiducia degli investitori fino all'acquisto lo scorso anno da parte della Saudi National Commercial Bank e del fondo sovrano del Qatar (con quote rispettivamente di circa il 10% e il 7% del capitale della banca). La dichiarazione avvenuta la scorsa settimana da parte della banca araba di non essere disposta a sostenere con ulteriori iniezioni di capitale Credit Suisse, in caso ciò si rendesse necessario, ha fatto precipitare il titolo della banca svizzera, trascinando al ribasso l'intero settore bancario europeo, che ha un peso specifico particolarmente importante sui listini del Vecchio Continente.

Grafico 3: Andamento del prezzo del titolo Credit Suisse 06/03 – 17/03



Fonte: Bloomberg, 2023

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgri.it 🌐 www.impactsgri.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Negli stessi giorni venivano diffuse notizie di “debolezze sostanziali” evidenziate dai revisori nell’ambito dei controlli interni della banca sul bilancio del 2021 e 2022 (che riportava la perdita d’esercizio più significativa dal 2008): un’autentica crisi di fiducia ha seriamente messo in ginocchio l’istituto elvetico, senza che di fatto siano state diffuse notizie di concreti problemi di bilancio o criticità a livello di liquidità o patrimonializzazione.

Credit Suisse è una banca sistemica in Europa che ha le dimensioni per essere too big too fail: per questo, a seguito di una richiesta di presa di posizione da parte della banca stessa, la SNB ha dichiarato sostegno alla seconda istituzione creditizia del Paese fornendole una linea di liquidità emergenziale di 50 miliardi di franchi. A sua volta, Credit Suisse si è impegnata a richiamare circa tre miliardi di franchi di debito senior per rafforzare la propria patrimonializzazione.

Una soluzione definitiva è stata trovata dopo un weekend di frenetiche trattative, su pressione della Banca Centrale Svizzera e del governo elvetico, UBS ha accettato di acquisire Credit Suisse per tre miliardi di franchi svizzeri, a sconto di circa il 60% rispetto alle quotazioni della chiusura di venerdì 17 marzo. Inoltre, la SNB ha offerto 100 miliardi di franchi di liquidità supplementare a UBS e il governo ha stanziato una garanzia di circa 9 miliardi di franchi contro la perdita potenziale del valore degli asset che UBS ha acquisito. Il punto più controverso, tuttavia, è stato l’azzeramento del nozionale delle obbligazioni subordinate Additional Tier1 che ammontavano a 16 miliardi di franchi di controvalore emesso.

Il crollo di Credit Suisse: le contromisure prese dalla FINRA creano molta preoccupazione

Quest’ultima decisione da parte della FINRA, il regolatore svizzero, ha particolarmente sorpreso gli investitori per la propria irritualità: si è infatti deciso di sconvolgere le canoniche regole gerarchiche di subordinazione della struttura del capitale rispetto alle perdite, scegliendo di azzerare completamente i crediti degli obbligazionisti (ancorché del grado più subordinato), pur avendo soddisfatto gli azionisti con un prezzo di acquisto di complessivi tre miliardi di franchi. La giustificazione legale di una tale scelta è da ricercare nei prospetti degli AT1 degli emittenti svizzeri, nei quali si menziona che il sostegno emergenziale di un attore pubblico (com’è stato quello fornito a Credit Suisse dalla SNB) costituisce un “viability event” tale da giustificare la perdita totale del capitale.

Il mercato del credito ha accolto con chiara preoccupazione questa decisione dei regolatori svizzeri, tanto da scatenare un forte aumento dei premi al rischio di credito su tutte le obbligazioni subordinate ed in particolare sugli AT1 bancari. Proprio per fornire chiarezza agli investitori, nella giornata di lunedì 20 marzo è intervenuta l’EBA, l’autorità bancaria europea, a chiarire come una soluzione alla Credit Suisse in Europa sarebbe infattibile, in quanto i prospetti dei subordinati bancari AT1 ribadiscono che è il capitale CET1 ad assorbire le perdite prima che possa essere intaccato il debito AT1, che viene costituito proprio come buffer addizionale rispetto al capitale di rischio.

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano

☎ +39.02.38.25.51.00

✉ impact@impactsgr.it

🌐 www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d’Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

L'effetto di questa decisione del regolatore svizzero di azzeramento dei subordinati di Credit Suisse, senza che di fatto la banca sia fallita, si trovi in liquidazione, che i suoi asset siano stati totalmente svalutati, come effetto immediato, oltre a produrre ulteriore instabilità sul mercato delle obbligazioni bancarie, porterà chiaramente ad un aumento stabile del costo del capitale delle banche. I futuri obbligazionisti AT1 richiederanno un premio al rischio sicuramente più elevato, come remunerazione per gli accresciuti rischi di perdita del capitale legati a questo importante precedente.

Il mercato degli AT1 ammontava, prima del write-down delle emissioni di Credit Suisse, a 250 miliardi di euro di controvalore: la banca svizzera aveva quindi una quota di mercato del 7% dell'asset class, decisamente non trascurabile.

La BCE e La FED applicano lo stesso approccio: combattere l'inflazione con la politica monetaria

Proprio a fronte di questa inattesa ondata di instabilità finanziaria, molti analisti si attendevano cautela da parte della BCE nel proseguire il cammino di inasprimento dei tassi d'interesse: con il pericolo di una crisi di liquidità la Banca Centrale sembra apparentemente obbligata a scegliere se privilegiare la stabilità dei prezzi o la stabilità finanziaria. Come già accennato, Christine Lagarde ha ribadito con fermezza la priorità del riportare l'inflazione entro il target, in perfetta adesione al proprio mandato, che identifica il mantenimento della stabilità dei prezzi come unico obiettivo dell'Autorità monetaria, in quanto "contributo più importante che la politica monetaria può fornire per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro". La BCE agirà applicando il principio di separatezza: utilizzare la politica monetaria classica per combattere contro l'inflazione, sfruttare strumenti alternativi per controllare la stabilità finanziaria, come è stato nel caso del TPI per ridurre il pericolo della frammentazione dei debiti dei vari Paesi dell'Area euro. La presidente ha ribadito come la stabilità finanziaria contribuisce a determinare lo scenario macroeconomico che viene studiato per calibrare la politica monetaria e concorre in maniera decisiva alla stabilità economica generale. La scelta di non interrompere la salita del costo del denaro è una scelta necessaria a causa di un'inflazione che non decelera, soprattutto nel segmento "core" (al netto cioè di energia e generi alimentari), portandosi in febbraio ad un nuovo massimo del 5.6%. Lagarde punta il dito contro le politiche fiscali, tuttora decisamente espansive, attuate per difendere l'economia dallo shock energetico. Tali politiche devono essere, secondo l'istituto di Francoforte, temporanee e circoscritte ed è cruciale che i governi siano pronti a sospendere le misure di sostegno messe in atto.

Stesso approccio è stato seguito anche dalla FED: l'Autorità monetaria americana ha continuato ad alzare i tassi di 25 punti base, in quanto la dinamica inflattiva continua a non essere sotto controllo nemmeno negli Stati Uniti. Il dato di crescita dei prezzi "core" mese su mese di febbraio è di +0.5%, contro il +0.4% del mese di gennaio (e 5.5% anno su anno), di contro il mercato del lavoro continua a dimostrarsi robusto con payroll sempre superiori alle aspettative. Tuttavia, durante la conferenza stampa, il discorso di Powell è stato giudicato piuttosto accomodante: proprio perché è facile che l'instabilità bancaria contribuisca ad inasprire l'accesso al

IMPact SGR S.p.A.

📍 Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano 📞 +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgri.it 🌐 www.impactsgri.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

credito e quindi a restringere le condizioni finanziarie, è possibile che indirettamente ciò “aiuti” nella lotta all’inflazione e dunque renda eccessivo un ulteriore lungo inasprimento dei tassi d’interesse di riferimento.

Prima del fallimento di Silicon Valley Bank e della crisi di Credit Suisse, i mercati sembravano aver abbracciato la retorica su cui tanto avevano insistito le Autorità monetarie nelle settimane precedenti: tassi d’interesse più alti per più a lungo. A seguito della diffusione di dati macroeconomici che continuano a mostrare un contesto non favorevole ad una significativa disinflazione, le aspettative degli investitori circa il livello terminale di massimo dei tassi d’interesse di riferimento si erano elevate al 5.50%-5.75% per quanto riguarda i Fed Funds e al 4% per il tasso di deposito della BCE a 100-150 punti dai livelli attuali. Parallelamente i rendimenti dei titoli di Stato avevano raggiunto nuovi massimi: il due anni tedesco offriva un tasso oltre il 3%, l’analogo titolo americano oltre il 5% e la curva dei Treasury sul segmento 2-10 anni risultava invertita di oltre cento punti base, ai massimi da quarant’anni.

Asset allocation e utili aziendali

Con l’avvento della crisi di SVB, il repricing sui tassi è stato brutale, con i rendimenti sui governativi americani in discesa verticale come non si vedeva dagli Ottanta e il differenziale tra rendimento del decennale e rendimento del due anni che si è portato in deciso aumento (seppur ancora in territorio negativo).

Grafico 4: Differenziale tra rendimento Treasury 10y e 2y (06/02 – 17/03)



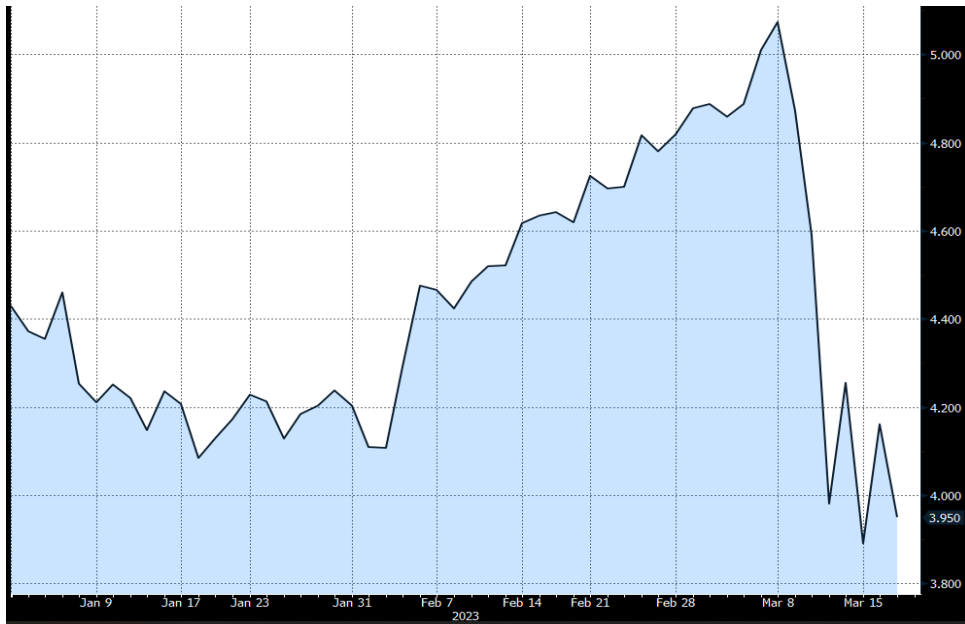
Fonte: Bloomberg, 2023

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano ☎ +39.02.38.25.51.00 ✉ impact@impactsgroup.it 🌐 www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 – Data autorizzazione Banca d’Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Grafico 5: Rendimento del Treasury a 2 anni da inizio anno



Fonte: Bloomberg, 2023

I premi al rischio di credito al contrario hanno iniziato ad allargare, dopo settimane in cui si trovavano a livelli non lontani dalle proprie medie storiche. In particolare, sui bond subordinati corporate, lo spread è salito di circa 150 punti. Performance peggiori, visto lo stress sul settore, sono arrivate dai subordinati bancari: gli AT1 in euro ora hanno uno spread sul benchmark di 1140 bps, in GBP di 1100 bps, in USD di 900 bps.

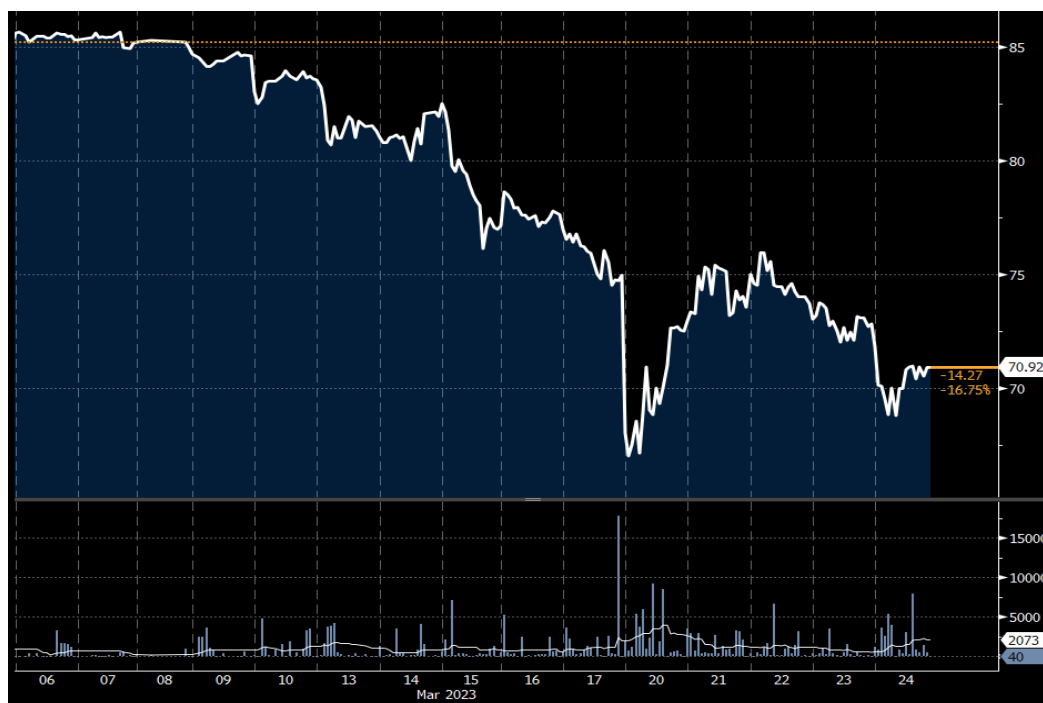
A partire dalla seconda decade del mese, l'attività sul mercato primario si è totalmente congelata, in attesa che diminuisca l'eccezionale volatilità su tassi e spread. Del resto, tra fine febbraio e inizio marzo c'era stata una grande offerta di nuove emissioni: in un contesto di tassi destinati a salire e premi al rischio di credito su livelli mediamente compressi, gli emittenti si affrettavano a emettere nuovo debito, complice anche una domanda forte, attratta dal livello dei rendimenti soprattutto a breve duration.

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano +39.02.38.25.51.00 impact@impactsgr.it www.impactsgr.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

Grafico 6: Andamento EUR AT1 bonds. (06/03 – 24/03).



Fonte: Bloomberg, 2023

Sul mercato azionario, il trend di over performance dell'Europa sulle borse americane si è interrotto, a causa della maggior incidenza del settore bancario sui listini del Vecchio Continente. Il settore tecnologico risulta invece in grande spolvero e si configura come una sorta di safe haven durante queste sedute contrassegnate da timori di contagio sistemico di instabilità finanziaria: le società tech vengono infatti da molti mesi di sotto performance, hanno mediamente poco debito e altissimi livelli di liquidità e, per sopravvivere al nuovo regime di restrizione monetaria hanno efficientato in maniera importante i propri costi operativi.

La risposta europea all'Inflation Reduction Act e le aperture americane ad un coordinamento atlantico per l'incentivazione delle tecnologie pulite

Come atteso, la Commissione Europea ha dato, in tempi molto rapidi, per la prima volta nella sua storia, il via libera ad un regime di sussidi su larga scala in favore di investimenti in tecnologie pulite. Il piano di sussidi mira a difendere la redditività degli investimenti effettuati in Europa qualora tali investimenti fossero minacciati da sussidi offerti fuori dall'Unione Europea. Si tratta di misure tempestive, finalizzate ad eguagliare, in modo esplicito e in tempi rapidi, gli incentivi americani.

IMPact SGR S.p.A.

Via Filippo Turati, 25 - 20121 Milano | +39.02.38.25.51.00 | impact@impactsgroup.it | www.impactsgroup.it

Capitale sociale: € 1.500.000,00 i.v. - Codice fiscale, Partita IVA e Reg. Impr. di Milano: 10107990961 - Numero REA: MI-2506116
Iscritta Albo delle SGR ex art. 35 del TUF - Sezione Gestori di OICVM al nr. 61 - Data autorizzazione Banca d'Italia: 28/10/2021
Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia

L'ansia che le aziende europee cominciassero a dirottare la maggior parte degli investimenti industriali in tecnologie pulite verso gli Stati Uniti si è acuita questa settimana quando Volkswagen, la più grande casa automobilistica europea, ha messo in pausa i piani di sviluppo di un impianto di batterie nell'Europa orientale. L'azienda ha dichiarato di essere in attesa di una risposta da parte dell'UE, dopo aver stimato che potrebbe ricevere fino a 10 miliardi di euro di incentivi dagli Stati Uniti.

Anche l'azienda produttrice di batterie Northvolt ha annunciato nelle ultime settimane che potrebbe scegliere gli Stati Uniti invece della Germania come sede della prossima gigafactory, a meno che Bruxelles non dia un sostegno più concreto. Northvolt ha stimato che sarebbe in grado di ricevere più di 8 miliardi di euro di sussidi dagli Stati Uniti per un singolo impianto produttivo.

Il gruppo di lobbying basato a Bruxelles Transport & Environment ha stimato che più di due terzi degli investimenti europei per lo sviluppo di capacità manifatturiera di batterie rischiano di essere cancellati, ritardati o ridotti in assenza di sussidi europei che corrispondano almeno a quelli americani.

Considerato il capitale politico e reputazionale investito nell'ambizione di rendere l'Europa il primo continente carbon-neutral entro il 2050, la Commissione Europea si è trovata costretta a reagire tempestivamente alla sfida posta dall'IRA, anche a costo di stravolgere l'intero impianto regolamentare costruito in decenni in materia di aiuti di stato. Coerentemente con il senso di urgenza che ha conquistato Bruxelles, la Commissione Europea ha deciso di accelerare anche la presentazione del Net Zero Industry Act, che avverrà entro la fine di marzo.

Di fronte alla risposta Europea, gli Stati Uniti hanno mostrato una maggior propensione ad intavolare una trattativa in merito ad un potenziale coordinamento con l'Unione Europea nell'implementazione dei sussidi alle tecnologie pulite. Il segretario all'Energia degli Stati Uniti, Jennifer Granholm, ha infatti recentemente cominciato ad allentare le tensioni commerciali con l'UE in materia di energia pulita, affermando che l'amministrazione Biden sta cercando di costruire catene di approvvigionamento con i paesi alleati e non a discapito dei paesi alleati. Se si verificasse una trattativa in merito e tale trattativa avesse successo si potrebbe immaginare che si arrivi nei prossimi mesi ad un accordo di libero scambio incentrato sulle tecnologie pulite tra Stati Uniti ed Unione Europea.

Se questo accadesse, lo scenario di un ciclo di super-capex tale da mobilitare, secondo le stime di Goldman Sachs, oltre 6.000 miliardi di euro di investimenti in tecnologie pulite tra oggi e il 2030 potrebbe diventare realistico e condurre ad un'accelerazione sostanziale della transizione energetica.