

MARKET OVERVIEW

PER GLI INVESTITORI

Maggio 2023

A cura di

Carlo De Luca

Senior Portfolio Manager & Head of Asset Management

Alessio Garzone

Analyst

Gamma Capital Markets Ltd.

Succursale italiana

Via Amedei 15

20123 MILANO

Tel. +39 02 9999 00 20

info@gammamarkets.it

Mercati finanziari: crisi bancaria, recessione, inflazione ed earning season

Nel presente report, affronteremo la tematica della **crisi bancaria** e illustreremo i risultati finora condivisi nell'**Earning Season**. Oltre all'**inflazione** e al **rischio recessione**, per **Gamma Capital Markets** sono questi i principali catalizzatori di mercato da tenere sotto la lente d'attenzione.

La crisi bancaria del 2023

Il sistema bancario americano è in crisi: tre banche con asset superiori a mezzo trilione di dollari¹ sono fallite e un gran numero di banche regionali rimane attualmente sotto forti pressioni. A farne le spese in maniera diretta sono state la **Silicon Valley Bank** e **Signature Bank** a marzo e più recentemente la **First Republic Bank** che detenevano collettivamente attività per un totale di 532 miliardi di dollari, più dei 526 miliardi di dollari aggiustati per l'inflazione, detenuti dalle 25 banche che sono crollate nel 2008 al culmine della crisi finanziaria globale. A differenza di quel periodo, i **mercati azionari sono rimasti resilienti** e, anche all'interno del settore bancario, le ripercussioni si sono verificate solo tra le banche regionali, che hanno registrati riduzioni significative dei depositi e delle quotazioni di mercato. Ciononostante, le condizioni sfavorevoli hanno notevolmente indebolito la capacità di molte banche di resistere ad un altro shock creditizio ed è chiaro che – come scrivevamo nella precedente *Market Overview*² - **potrebbe non essere un fenomeno isolato**.

Dietro la crisi bancaria si cela un principio tecnico molto semplice: le banche trasformano i depositi dei risparmiatori a breve tempo, in investimenti di lungo periodo (la cosiddetta **trasformazione delle scadenze**), applicando un tasso di interesse che incorpora i diversi **rischi dell'intermediazione finanziaria** (dal rischio tasso a quello liquidità) più, chiaramente, il **profitto**. Inoltre, con la liquidità in eccesso, le banche possono **investire in titoli di diversa natura e caratteristiche** (tasso fisso, variabile, breve durata, eccetera). La lotta all'inflazione, e dunque il repentino aumento dei tassi di interesse da parte della FED, ha generato **perdite nei titoli governativi a tasso fisso nel portafoglio bancario**. Il concetto è piuttosto semplice: **tanto più è lunga la durata di un investimento, tanto più sensibile sarà alle variazioni dei tassi di interesse**. Per cui, in presenza di tassi di interesse che salgono, gli asset presenti nei bilanci delle banche diminuiscono di valore.

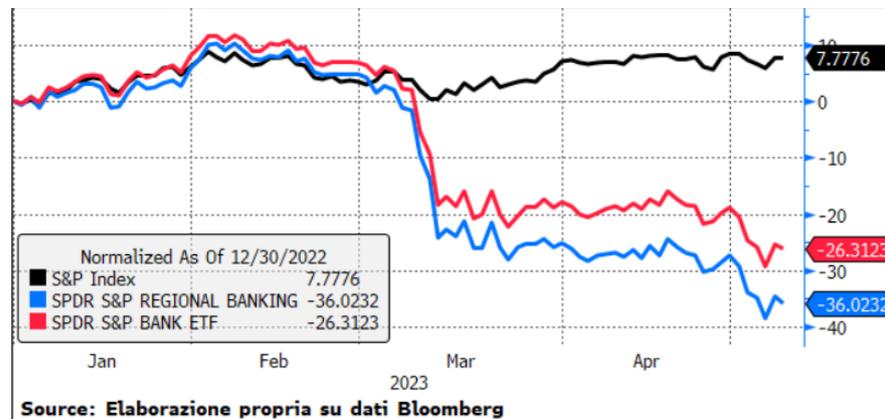
Vale la pena notare che la svalutazione degli asset nei titoli governativi presenti nei bilanci delle banche, dato l'aumento dei tassi di interesse, era visibile già da tempo, quando ancora non si parlava di crisi bancaria. Il problema è configurabile nella **imprudente gestione del rischio** da parte dei manager e nella convinzione di poterli gestire scommettendo sulla stabilità dei tassi di interesse. Questo dimostra chiaramente la vulnerabilità delle banche alle corse agli sportelli (**bank run**): i depositanti – in primis quelli non assicurati o coloro che hanno più di \$ 250.000 in banca - possono innervosirsi al primo segno di difficoltà e scatenare così un improvviso panico bancario: il ritiro dei depositi costringe le banche a vendere titoli anche in forte perdita, la quale perdita impatterà negativamente sui bilanci e sulla stabilità delle banche stesse.

¹ <https://www.fdic.gov/bank/historical/bank/>

² https://www.gammamarkets.it/images/Mar23_Market_Overview_Gamma_-_Post_Credit_Suisse_ancora_QE.pdf

Market reaction

Ciò che più ci ha sorpresi rispetto alla crisi del 2008, è stata la **reazione dei mercati azionari**. Andando ad analizzare i principali indici, notiamo che – come dicevamo prima – **le reazioni negative si sono registrate solo in determinati comparti e/o settori**.



L'indice *S&P 500* ha tenuto, registrando nel momento in cui si scrive il +7.66% da inizio anno, indicativo della resilienza da parte del mercato, mentre l'indice *S&P Select Banks* è in calo del -26,17% e l'indice *Regional Banking* di oltre il -35%. Il danno di questa crisi bancaria, insomma, è stato isolato alle banche, e all'interno delle banche, è stato maggiore per le banche regionali che per le banche con respiro nazionale e internazionale. Ciononostante, ci aspettiamo (1) un **continuo consolidamento** delle stesse (vedi acquisizione da parte di JP Morgan di First Republic Bank), (2) una **possibile diminuzione della redditività** (causata dall'inglobamento di asset non sempre redditizi), (3) **modifiche delle norme contabili** e (4) una **maggiore regolamentazione**, magari facendo qualche passo indietro sulle recenti modifiche che vanno a "sorvegliare", in maniera rafforzata, solo le banche con asset superiore a \$ 250 mld.

Come si stanno muovendo le banche centrali?

Come già specificato nella precedente *Market Overview*³, oltre alla liquidità già immessa nel sistema, la Fed si sta affrettando a sostenere il sistema bancario statunitense, (i) **supportando le decisioni della FDIC**, (ii) **allentando le condizioni delle linee di credito di emergenza delle banche** e (iii) **garantendo liquidità** a qualsiasi istituto di deposito in difficoltà. In parole povere, è ripartito un **Quantitative Easing** mirato e non più a pioggia. Andando nel tecnico e analizzando i numeri, è possibile monitorare lo stress del settore bancario attraverso un report di recente rilevanza: il **rendiconto H.4.1**⁴, pubblicato settimanalmente dalla FED, il quale mostra i prestiti in essere della banca centrale nei confronti delle banche commerciali. Nella tabella di seguito riportata, evidenziamo le cifre dei **Discount Window**, del **Bank Term Funding Program** e dell'**Other Credit Extensions** che si configurano come principali mezzi a disposizione della banca centrale americana per far fronte alla crisi bancaria⁵

Riportiamo testualmente: "Il 1 ° maggio 2023, il California Department of Financial Protection and Innovation ha chiuso la First Republic Bank e ha nominato la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) come curatore fallimentare. Ai fini dell'H.4.1, i prestiti in essere della Federal Reserve alla First Republic Bank alla Discount Window e attraverso il Bank Term Funding Program sono ora riportati nella tabella 1 come " Other Credit Extensions". I prestiti in essere vengono rimborsati dai

³ https://www.gammamarkets.it/images/Mar23_Market_Overview_Gamma_-_Post_Credit_Suisse_ancora_QE.pdf

⁴ <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/20230504/>

⁵ <https://www.federalreserve.gov/financial-stability/responding-to-financial-system-emergencies.htm>

beni lasciati in amministrazione controllata, i proventi dell'accordo di acquisto e assunzione tra la FDIC e la JPMorgan Chase Bank, National Association, e ai sensi di una garanzia FDIC.”

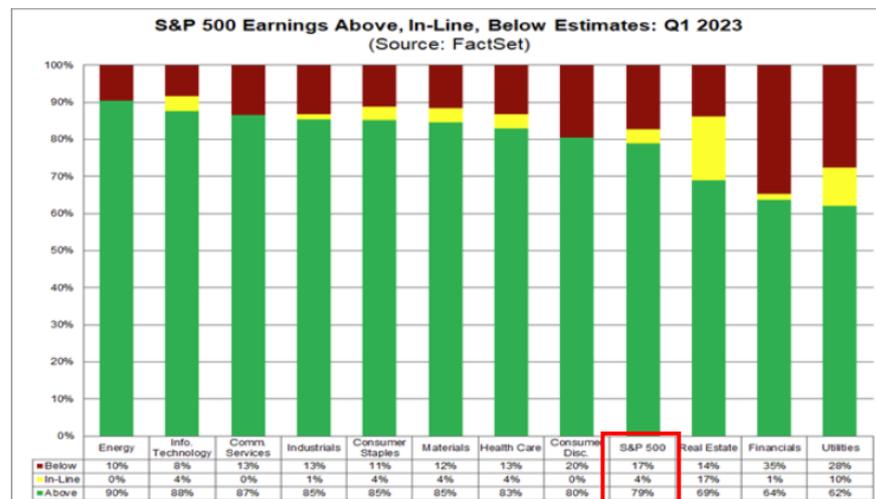
1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions

Reserve Bank credit, related items, and reserve balances of depository institutions at Federal Reserve Banks	Averages of daily figures			Wednesday May 3, 2023
	Week ended May 3, 2023	Change from week ended		
		Apr 26, 2023	May 4, 2022	
Reserve Bank credit	8,503,589	- 34,986	- 400,181	8,467,040
Securities held outright ¹	7,825,548	- 27,243	- 656,463	7,800,812
U.S. Treasury securities	5,247,421	- 18,041	- 517,227	5,222,684
Bills ²	280,966	0	- 45,078	280,966
Notes and bonds, nominal ²	4,496,751	- 18,618	- 478,712	4,471,870
Notes and bonds, inflation-indexed ²	365,411	0	- 15,451	365,411
Inflation compensation ³	104,292	+ 577	+ 22,012	104,437
Federal agency debt securities ²	2,347	0	0	2,347
Mortgage-backed securities ²	2,575,780	- 9,202	- 139,236	2,575,780
Unamortized premiums on securities held outright ⁵	301,894	- 790	- 38,852	301,683
Unamortized discounts on securities held outright ⁵	-27,406	+ 58	- 4,132	-27,333
Repurchase agreements ⁶	0	- 7,857	0	0
Foreign official	0	- 7,857	0	0
Others	0	0	0	0
Loans	329,631	+ 1,460	+ 305,063	317,837
Primary credit	50,699	- 20,344	+ 47,631	5,345
Secondary credit	0	0	0	0
Seasonal credit	3	- 1	- 2	4
Paycheck Protection Program Liquidity Facility	8,545	- 314	- 12,950	8,493
Bank Term Funding Program	78,319	+ 1,843	+ 78,319	75,778
Other credit extensions ⁷	192,066	+ 20,277	+ 192,066	228,217
Net portfolio holdings of MS Facilities LLC (Main Street Lending Program) ⁸	22,222	+ 65	- 6,390	22,237
Net portfolio holdings of Municipal Liquidity Facility LLC ⁸	5,614	+ 4	- 1,044	5,615
Net portfolio holdings of TALF II LLC ⁸	1,902	- 25	- 570	1,898
Float	-478	- 308	- 150	-495
Central bank liquidity swaps ⁹	410	- 9	+ 185	410
Other Federal Reserve assets ¹⁰	44,253	- 339	+ 2,175	44,375
Foreign currency denominated assets ¹¹	18,837	- 25	+ 293	18,872
Gold stock	11,041	0	0	11,041
Special drawing rights certificate account	5,200	0	0	5,200
Treasury currency outstanding ¹²	51,709	+ 14	+ 728	51,709
Total factors supplying reserve funds	8,590,377	- 34,997	- 399,160	8,553,862

Note: Components may not sum to totals because of rounding. Footnotes appear at the end of the table.

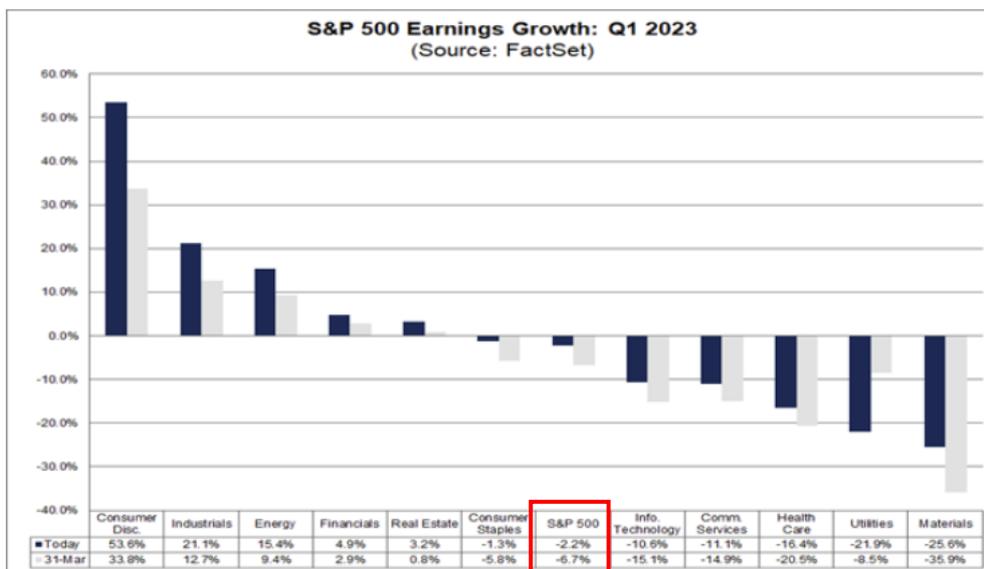
Earning Season

Ad oggi, il **fattore trainante in positivo** gli indici azionari è l'*earning season (momento in cui le aziende comunicano i risultati)* che, nonostante le previsioni degli analisti marcatamente negative, si sta dimostrando migliore del previsto. Secondo *Factset*⁶, ad oggi l'85% dei componenti dello S&P Index ha riportato gli utili. Di questi, il **79% ha riportato un utile per azione effettivo superiore alle stime**, che è superiore alla media a 5 anni del 77% e superiore alla media a 10 anni del 73%. Complessivamente, **le società riportano utili superiori del 7,0% rispetto alle stime**, ovvero al di sotto della media a 5 anni dell'8,4% ma al di sopra della media a 10 anni del 6,4%.



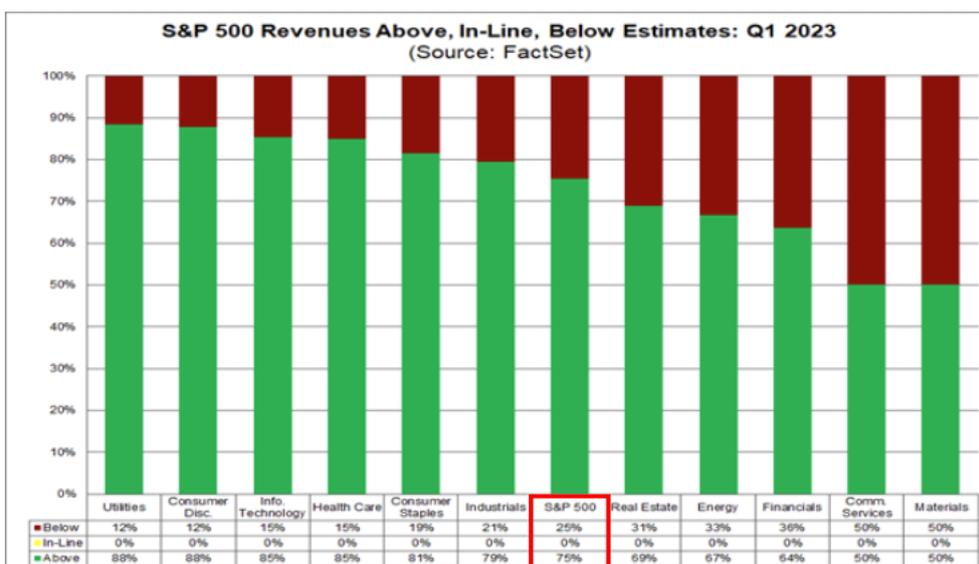
⁶ <https://insight.factset.com/sp-500-earnings-season-update-may-5-2023>

Il calo degli utili per il primo trimestre è del **-2,2%** oggi, rispetto a un **-3,7%** la scorsa settimana e a un **-6,7%** alla fine del primo trimestre (31 marzo).



Cinque degli undici settori registrano una crescita degli utili a/a, guidati dai settori dei beni di *consumer discretionary* e degli *industrials*. Male i *materials* e le *utilities*.

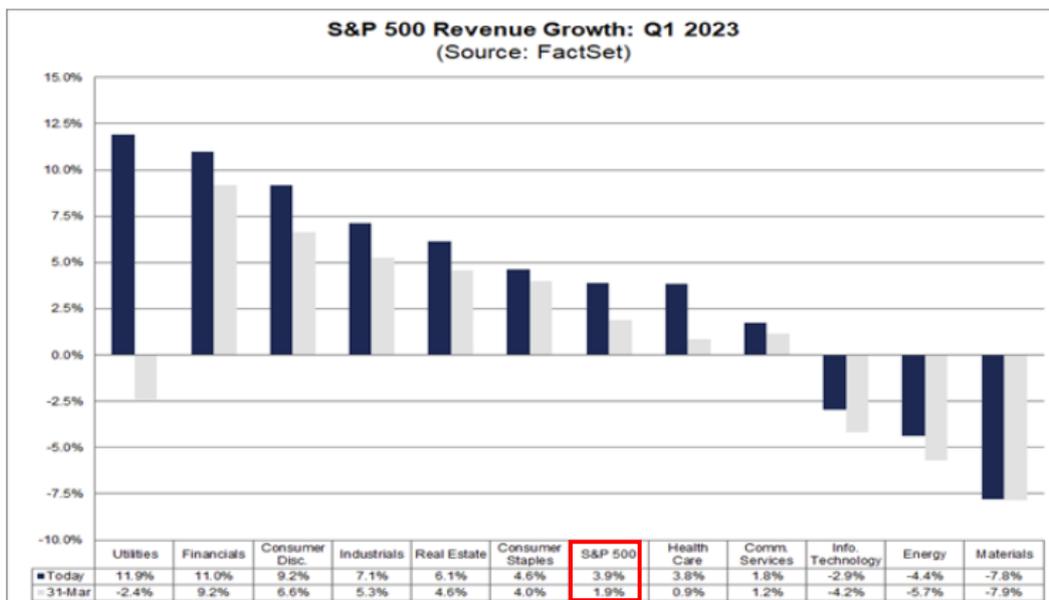
In termini di **ricavi**, il **75%** delle società S&P 500 ha riportato ricavi effettivi superiori alle stime, che è superiore alla media a 5 anni del 69% e superiore alla media a 10 anni del 63%. Complessivamente, le aziende registrano ricavi superiori del 2,7% alle stime, che è superiore alla media a 5 anni del 2,0% e superiore alla media a 10 anni dell'1,3%.



Il **tasso di crescita dei ricavi** per il primo trimestre è oggi del **3,9%**, rispetto a un tasso di crescita dei ricavi del 2,9% la scorsa settimana e un tasso di crescita dei ricavi dell'1,9% alla fine del primo trimestre (31 marzo).

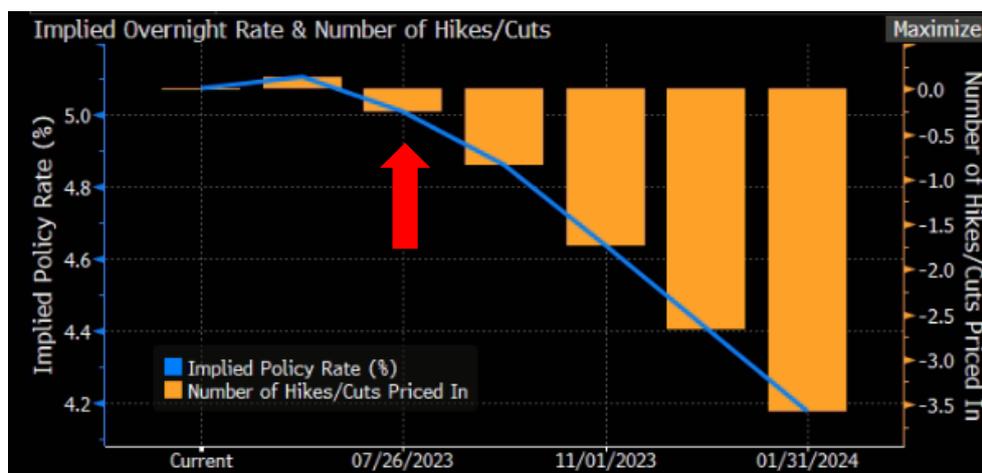
Guardando al futuro, gli analisti prevedono ancora una crescita degli utili per la seconda metà del 2023. Per il **secondo trimestre** del 2023, gli analisti prevedono un **calo degli utili del -5,7%**. Per il **terzo trimestre** del 2023 e il **quarto trimestre** del 2023, gli analisti prevedono una crescita degli utili rispettivamente dell'**1,2%** e dell'**8,5%**. **Per tutto il 2023, gli analisti prevedono una crescita degli utili dell'1,2%**.

Interessante è il dato relativo ai **buybacks**: secondo S&P Dow Jones, nel 2023 si prevede che i riacquisti di azioni proprie da parte delle società dell'S&P 500 raggiungeranno i **mille miliardi di dollari nel 2023 per la prima volta in un anno solare**. Le autorizzazioni per i riacquisti stanno accelerando: **al 17 febbraio ammontavano a oltre 220 miliardi di dollari**, un record per quel periodo dell'anno, secondo un'analisi di Goldman Sachs delle società S&P 500 e Russell 3000. Tra i più grandi annunci di riacquisto di azioni elenchiamo il programma di riacquisto da 75 miliardi di dollari di Chevron Corp., il piano da 40 miliardi di dollari della società madre di Facebook Meta Platforms Inc., il riacquisto da 90 miliardi di dollari da parte di Apple e 70 miliardi da parte di Alphabet.



Considerazioni finali

Analisti ed economisti continuano a scommettere su ciò che accadrà da qui a qualche mese. Recessione sì, recessione no: certo è che l'aumento del rischio di recessione è un classico caso in cui le **bad news sono good news** per il mercato azionario, e questo è dimostrato dalle aspettative degli investitori circa i tagli dei tassi della Fed. In effetti, ad oggi si stima che il primo taglio avverrà a luglio ed entro la fine dell'anno ci saranno tagli per un totale di **75 punti base**.



L'economia statunitense si trova in una situazione delicata a causa dell'inflazione e la Fed deve decidere come gestirla senza causare danni: il **settore immobiliare statunitense** ha perso forza e la **produzione industriale si è ridotta**. In più, dal 2022, la **curva dei rendimenti** dei titoli di Stato statunitensi si è invertita, un segnale che in passato ha anticipato le crisi economiche. L'unico

elemento che fa sperare in un rallentamento dell'attività economica senza recessione è la **forza del mercato del lavoro statunitense**. A marzo, il numero di occupati è cresciuto. I redditi dei lavoratori statunitensi sono saliti del 4,2% in un anno e la quota di disoccupati è rimasta a livelli minimi storici al 3,5%. Come abbiamo visto, gli **utili** sono scesi per il secondo trimestre di fila, ma gli analisti prevedono una crescita durante l'anno 2023 **(+1.2%)**. Ciononostante, gli alti tassi di interesse e il rallentamento della crescita economica stanno colpendo alcuni settori del mercato azionario più di altri (**ciclici**). All'estremo opposto, i guadagni nel settore *tecnologico* e *consumer discretionary* stanno battendo le stime e potrebbero guidare la crescita degli indici durante i prossimi trimestri.

I mercati non saranno esenti da volatilità nei prossimi periodi a causa del quadro ancora denso di incognite. La strategia da seguire è **tenersi pronti e prepararsi ad ogni evenienza, agendo in velocità**. In effetti, tutto ciò che possiamo fare è monitorare attentamente i dati (micro e macro) e posizionarci sui mercati al meglio, sfruttando ogni singola occasione di acquisto e difendendo i guadagni.

DISCLAIMER

Questo documento è stato redatto esclusivamente a scopo informativo e ad uso del destinatario; pertanto, nessuna delle informazioni pubblicate costituisce un invito, un'offerta o una raccomandazione per acquistare o vendere strumenti d'investimento, effettuare una transazione o concludere operazioni legali o di qualsiasi altro tipo. In particolare, esso non costituisce un'offerta o una sollecitazione in tutte le giurisdizioni ove ciò sia illecito o dove la persona che effettua l'offerta o sollecitazione non sia qualificata a farlo o dove il destinatario non possa legalmente ricevere tale offerta o sollecitazione. È responsabilità di ogni persona in possesso di questo documento di informarsi e di osservare tutte le leggi e i regolamenti delle giurisdizioni interessate. Le informazioni sono provenienti da fonti ritenute attendibili ma non si fornisce alcuna garanzia in merito all'accuratezza, alla completezza e all'affidabilità delle stesse. Inoltre, nonostante la nostra professionalità, non possiamo escludere il rischio che le cifre vengano trasmesse o riportate erroneamente. Questa pubblicazione non ha quindi pretese di totale correttezza. Nessuna responsabilità può essere accettata per eventuali perdite derivanti da tali informazioni.

Gamma Capital Markets Ltd – Succursale Italiana è un gestore di FIA UE (GEFIA UE) iscritta nella sezione deputata dell'apposito elenco allegato all'Albo di cui all'art. 35 TUF tenuto dalla Banca d'Italia (Aut. N. 23684) ed è autorizzata alla gestione di portafogli, alla ricezione e trasmissione ordini, alla consulenza in materia di investimenti e alla commercializzazione di OICR.

Gamma Capital Markets Ltd è un Investment Management Company fondata nel 2010 e regolamentata dalla Malta Financial Services Authority (MFSA) con Licenza N° IS/51103 (Cat.2).