

WEEKLY UPDATE

4 dicembre 2023



L'EVOLUZIONE DEL RISCHIO DI CREDITO: DINAMICHE ATTUALI E SPECIFICITÀ

Il miglior modo di introdurre il tema del rischio del credito è, forse, quello di relazionarlo ai contenuti topici emersi nella recente discorso del responsabile della Vigilanza della Banca d'Italia (G. Siani), secondo il quale *“il mercato del credito è profondamente cambiato negli ultimi anni e il forte sviluppo del mercato secondario è una delle manifestazioni più evidenti di questo cambiamento; la Vigilanza, in tale ottica, è impegnata ad attuare una supervisione sugli intermediari bancari e non bancari, al fine di mantenere una visione completa sui fenomeni di trasferimento e propagazione del rischio”*.

Il fattore rischio, d'altronde, è intimamente connesso alla natura e alla psicologia umana e ne è un emblematico (e attualissimo) esempio il gran ritorno di interesse, da parte degli investitori, sui bond bancari subordinati AT1, saliti alla ribalta della cronaca lo scorso marzo in seguito al caos originato dal fallimento di Credit Suisse, con conseguente azzeramento della componente obbligazionaria senza che le azioni della banca subissero lo stesso destino (cosa peraltro prevista nella sola legislazione svizzera, il che fu decisivo per creare panico su tutti i mercati globali).

Gli strumenti AT1 sono stati introdotti nel quadro prudenziale al fine di disporre di un cuscinetto che potesse assorbire le perdite della banca in un contesto di continuità operativa (*going concern*), prima cioè di raggiungere un punto di non ritorno; teoricamente gli strumenti AT1 offrono a una banca recuperabile l'opzione di cancellare i

DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

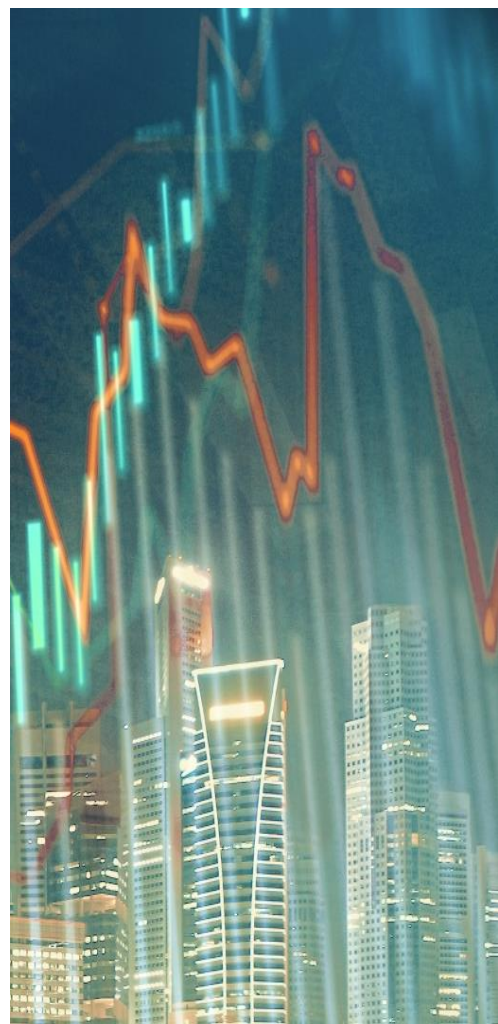
pagamenti di interessi (anche se ovviamente sono evidenti i danni reputazionali e le ripercussioni sul costo della provvista di liquidità).

Ciò premesso, ha destato forte curiosità il fatto che Ubs, ovvero il “cavaliere bianco” in soccorso della disastrosa Credit Suisse, abbia di recente lanciato un’emissione proprio di obbligazioni AT1, con forte richiesta da parte della comunità finanziaria, a ulteriore conferma di come il mondo della finanza si caratterizzi spesso per la “memoria corta”, in ragione di una ricerca impulsiva di maggiori rendimenti indipendentemente dalla dinamica del fattore rischio sottostante: la qual cosa, appunto, ha indotto il numero uno della Vigilanza bancaria della BCE (A. Enria) a sottolineare che *“servirebbero degli standard condivisi a livello globale sulle regole che riguardano i bond AT1 e sarebbe ottimale se il Comitato di Basilea ragionasse a fondo su questa tipologia di strumenti”*; in sostanza, si tratta di strumenti creati per aiutare le banche a raccogliere capitali e soddisfare così i requisiti patrimoniali di Basilea 3 laddove, invece, le emissioni High Yield nel complesso sono sprovviste di una “cappa protettiva” così autorevolmente riconosciuta anche se, stando agli attuali umori del mercato, si rilevano spread in compressione sia sulla componente Investment Grade che High Yield.

Nello specifico, quando si parla di rischio di credito s’intende far riferimento, per lo più, a situazioni di default-insolvenza (quando il debitore non riesce a effettuare i pagamenti entro la data stabilita), di riduzione del rating creditizio (quando una società o un ente vengono declassati in ragione di una presunta minor capacità di far fronte ai propri debiti) e di concorsi in procedure fallimentari (quando sussistano gravi difficoltà finanziarie tali da dover attivare opportuni strumenti di salvataggio previsti dal legislatore).

Per quanto attiene ai default, i numeri rilasciati di recente non sono molto confortanti; nel solo mese di agosto, secondo quanto rilevato da S&P Global, le insolvenze (su base mensile) sono risultate le più ampie dalla crisi finanziaria del 2009, con un’impennata di ben oltre 100 fallimenti societari da inizio anno distribuiti sia nell’area americana che europea anche se, a detta degli analisti, il rischio maggiore è concentrato nell’America Latina, ovvero in quel contesto dove *“i tassi molto alti per molto tempo”* si traducono in maggior sofferenza per i bilanci.

Peraltro, è opinione diffusa presso primarie agenzie di rating che i default potrebbero raggiungere il picco ciclico già entro la prima metà del prossimo anno in prossimità della loro media storica, pur con notevoli differenze geografiche e settoriali e con forte incidenza per il mondo delle piccole imprese: in sostanza, *“l’aumento dei tassi di insolvenza non è solo una normalizzazione del contesto creditizio in Europa dopo la pandemia: essi riflettono un sostanziale aumento dei rischi, poiché il costo del denaro più alto e più a lungo termine esacerba le pressioni sui bilanci aziendali in molti settori”* (in altri termini, dieci rialzi consecutivi da parte della BCE sui tassi governativi non potevano che riflettersi anche sugli *spread corporate*, ora su un livello di *“plateau”* decisamente più alto).



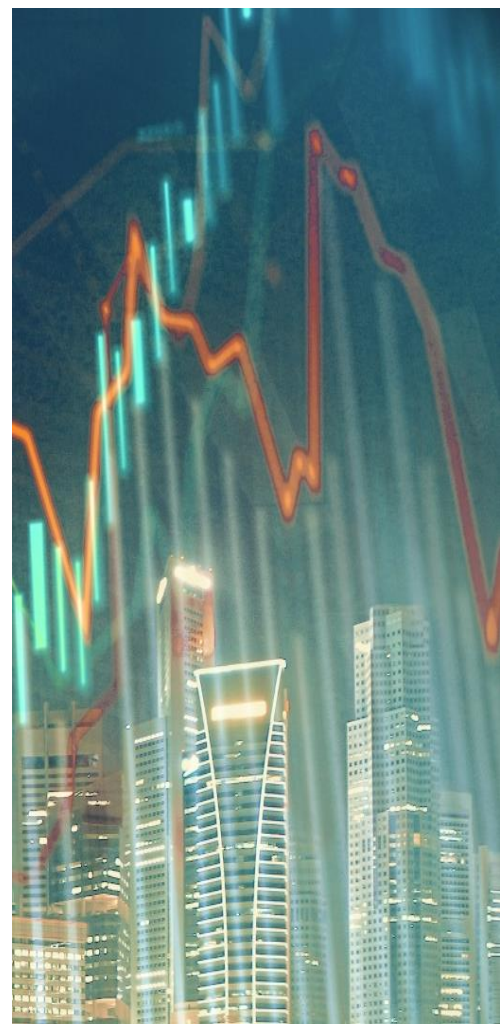
Non solo, ma il tema delle insolvenze (attuali o prospettiche) ha indubbe connessioni anche con la complessa questione dei rifinanziamenti; negli USA, a partire dal 2024 e fino a tutto il 2028, si stima che oltre 900 miliardi di dollari di debito *Corporate* andranno in scadenza e saranno rinegoziati a tassi molto più elevati, così come per le imprese europee si attendono rifinanziamenti di livelli record di debito nei prossimi tre anni: nel solo anno 2024 le società del Vecchio Continente dovranno coprire ulteriori pagamenti di interessi per circa 8.2 miliardi e il costo degli interessi aggiuntivi aumenterà ancora nel 2025 e nel 2026, dal momento che un ammontare ancora maggiore di debito societario dovrà essere rinegoziato, fermo restando che nell'Eurozona ci saranno circa 7mila miliardi di titoli in più da collocare sui mercati fino al 2033 a causa dei deficit dei governi e del minor sostegno BCE (per non dire dei mercati emergenti, dove il mese di ottobre, per il debito *corporate*, si è rivelato il più anemico degli ultimi dieci anni, a fronte di emissione di titoli sovrani scesa a soli 2 miliardi di dollari da precedenti valori a doppia cifra).

In merito poi al rating creditizio, posto che la scure delle agenzie di rating si è abbattuta sui conti societari diffusamente su scala globale come ovvia conseguenza di una congiuntura economica non in perfetta salute (nel 2024 solo in Germania si stima che siano a rischio downgrade almeno il 20% delle società oggetto di rating, complice anche la difficoltà che stanno affrontando alcuni settori, in particolare quello dell'industria chimica), gli studi più recenti a livello qualitativo hanno evidenziato le seguenti peculiarità:

- a) in media, le aziende europee ottengono un punteggio più alto rispetto a quelle americane, che a loro volta esplicitano *score* migliori di quelle dell'area Asia-Pacifico;
- b) i punteggi dei mercati sviluppati tendono ad essere più alti di quelli dei mercati emergenti;
- c) tendenzialmente, le *Large Cap* ottengono *score* superiori rispetto alle *Mid Cap*, che a loro volta ricevono *score* migliori delle *Small Cap*.

Per quanto concerne, infine, il rischio di credito associabile alle procedure fallimentari (tipicamente il *Chapter 11* americano, altrimenti denominato "fallimento di riabilitazione" in quanto, rispetto al *Chapter 7* che prevede la liquidazione di tutti gli attivi per saldare i creditori, consente all'azienda di riorganizzare la posizione debitoria e eventualmente riproporsi come nuova società risanata), l'ultimo caso eclatante in ordine cronologico riguarda *WeWork*, il colosso del *co-working* (uffici condivisi) che sotto il peso di 19 miliardi di debiti parrebbe prossimo al capolinea della bancarotta; la compagnia newyorchese degli uffici "agili" era in odore di capitolazione già da qualche mese e nei giorni scorsi è arrivata l'ufficialità della richiesta, appunto, di accedere al *Chapter 11* nella speranza che esistano i presupposti per una ristrutturazione del debito, premessa indispensabile per continuare a restare sul mercato.

Ovviamente, la nozione di rischio del credito ha sfumature anche più estensive, ancorché sempre riconducibili alla dinamica dei tassi; il



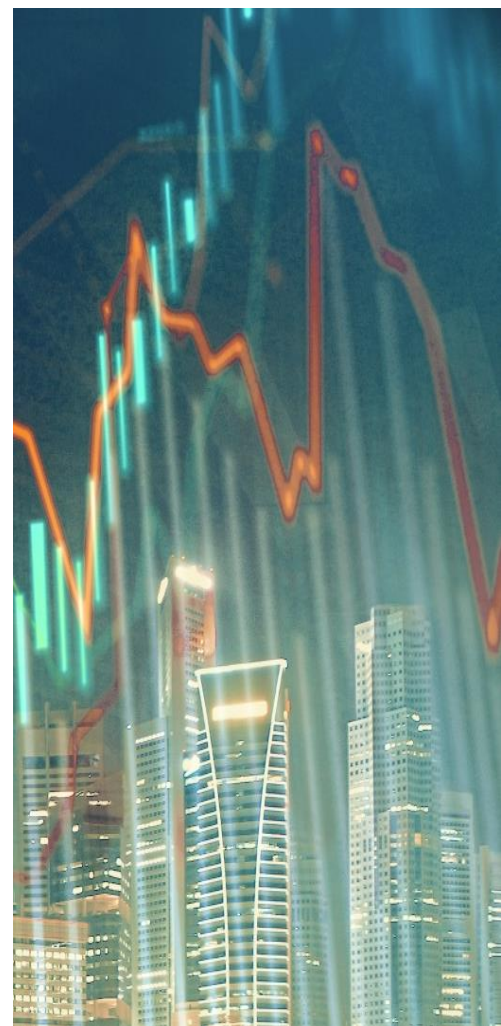
private debt, ad esempio, nel corso dell'ultimo decennio è quadruplicato come asset appetito dagli investitori, ma uno stress-test condotto da S&P Global su 2000 società che si finanziano sui mercati privati ha pure evidenziato un tallone d'Achille per quelle realtà poco attente alla struttura del capitale, se non addirittura esposte per intero al debito a tasso variabile: lo stesso dicasi per i *leverage loans* (i CLO altro non sono che operazioni di cartolarizzazione di portafogli di *leverage loans*) per i quali comunque, seppur esposti alle politiche monetarie restrittive, *“se riferiti ad aziende sane, con alta marginalità ed elevati livelli di coverage, i tassi in crescita sono un vantaggio per il creditore dei loans”*.

Insomma, il rischio di credito può celare elementi di avversità così come rappresentare una profittevole opportunità, sempre che, come ricordava il leggendario Henry Ford, si riesca a *“calcolare i rischi connessi, stimare la nostra abilità di gestirli e puntare ai nostri obiettivi con fiducia”*, fermo restando il recente monito di Lagarde in occasione della conferenza annuale dell'*European Systemic Risk Board*, secondo cui *“va lodata la solidità degli istituti ma ci vuole prudenza: il quadro economico è ricco di sfide e le vulnerabilità del sistema sono numerose”*.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana conclusiva del mese di novembre ricca di informazioni sul versante cinese, dove i profitti industriali relativi al periodo gennaio-ottobre sono calati, ma decelerando su base annua e registrando anche un pregevole +2.7% nel solo mese di ottobre; la banca centrale, a sua volta, dopo aver lasciato invariati i tassi LPR a 1 e 5 anni, *“ha considerato necessario intensificare le misure per rafforzare il sostegno finanziario alle società private, compreso lo sblocco e il sostegno dei canali di finanziamento”*, in ragione del fatto che in Cina le società private rappresentano il 60% del PIL e l'80% dei posti di lavoro urbani e, come diretta conseguenza di tre anni di restrizioni anti-Covid, necessitano, a detta del governatore Pan Gongsheng, di un supporto diretto ed efficace da parte delle istituzioni bancarie e finanziarie.

L'insolvenza del gruppo Zhongzhi Enterprise (considerato il re delle gestioni patrimoniali cinesi) pari a 64 miliardi di dollari, peraltro, non pare aver turbato più di tanto Borsa e valuta locali: anzi, proprio il renminbi da inizio novembre ha continuato progressivamente a rafforzarsi, forte anche di una massiccia iniezione di liquidità (pari a quasi 140 miliardi di dollari) a sostegno del rinnovamento di villaggi urbani con alloggi a prezzi accessibili che ha ingenerato ulteriore fiducia (circa la capacità del governo di far fronte ad una congiuntura economica ancora traballante), anche grazie al nuovo accordo *swap* con l'Arabia Saudita (da 7 miliardi di dollari) per acquistare petrolio, costruire autostrade e scambiare tecnologia bypassando la divisa americana; inoltre, proprio lunedì 27, al fine di facilitare la raccolta di finanziamenti a favore delle piccole imprese che scommettono



sull'innovazione, il governo ha vietato le vendite alla Borsa di Pechino confermando di fatto di voler procedere spedito alla piena realizzazione di quel Piano quinquennale attraverso il quale la Cina vuole garantirsi l'autosufficienza nella corsa alla transizione energetica (fermo restando che la nota fame pantagruelica di materie prime ha già assicurato a Pechino il 45% della quota globale di rame).

Dal versante occidentale continuano a filtrare notizie contrastanti anche perché, soprattutto oltreoceano, alla speranza di un atterraggio morbido dell'economia dopo la stretta sui tassi si contrappone una sorta di malcelata inquietudine ascrivibile al fatto che, comunque, la *Bidenomics* risulta poco empatica; l'economia cresce di oltre il 5% annualizzato (ultimo PIL al +5.2%), la disoccupazione è sotto il 4%, l'inflazione modera il passo ma il presidente in carica resta inchiodato sui minimi storici in termini di popolarità, appesantito da una sorta di pessimismo economico che ha contagiato anche fasce di elettori che dovrebbero essergli più favorevoli, dai giovani alle minoranze: appare, insomma, lontanissimo il motto *"it's morning in America"* (è di nuovo l'alba in America) di reaganiana memoria.

Anche perché, va sottolineato, i banchieri centrali USA non riescono ad essere concilianti più di tanto; per quanto Bostic si sia sforzato di far sapere che *"tassi sono probabilmente abbastanza alti per frenare l'inflazione"*, le riflessioni esplicitate nelle minute della FED restano fortemente improntate alla *"cautela"*, poiché vi sarebbe pieno accordo sul fatto che, se i progressi sull'inflazione dovessero rivelarsi insufficienti, la scure del rialzo tassi sarebbe nuovamente pronta a colpire vanificando le aspettative della comunità finanziaria. I verbali della BCE, a loro volta, non sono da meno; il Consiglio direttivo dell'Eurotower ha deciso di *"tenersi pronto, sulla base della continua valutazione dei dati, a ulteriori rialzi dei tassi se necessario, pur se questo non è scontato nell'attuale scenario di base"*; in sostanza, viene precisato, *"non c'è spazio per la compiacenza, la parte difficile del processo di disinflazione è solo all'inizio e servirà ancora perseveranza e pazienza"*.

L'intervento di Lagarde al Parlamento europeo, inoltre, non ha mancato di richiamare l'attenzione sul *"nuovo scenario geopolitico che sta emergendo, alimentato dall'escalation delle tensioni che stanno frammentando l'economia globale: una situazione che ha conseguenze economiche dirette dal momento che porta con sé incertezza e volatilità economica"*; in merito al progressivo rallentamento dell'inflazione, poi, la numero uno della BCE ha sottolineato i benefici della flessione dei prezzi energetici, ammonendo però che *"i prezzi dei beni alimentari dovrebbero rimanere forti nel resto dell'anno"*.

Per quanto riguarda il tema dei reinvestimenti PEPP, inoltre, la BCE potrebbe presto riconsiderare la gestione del suo portafoglio di bond del valore di 1700 miliardi di euro, gonfiato dagli acquisti di titoli pandemici; in tale ottica, diversi funzionari si sono espressi a favore di una conclusione anticipata dei reinvestimenti, anche se Lagarde ha frenato dopo l'ultimo meeting di ottobre: meglio (forse) prorogarli fino

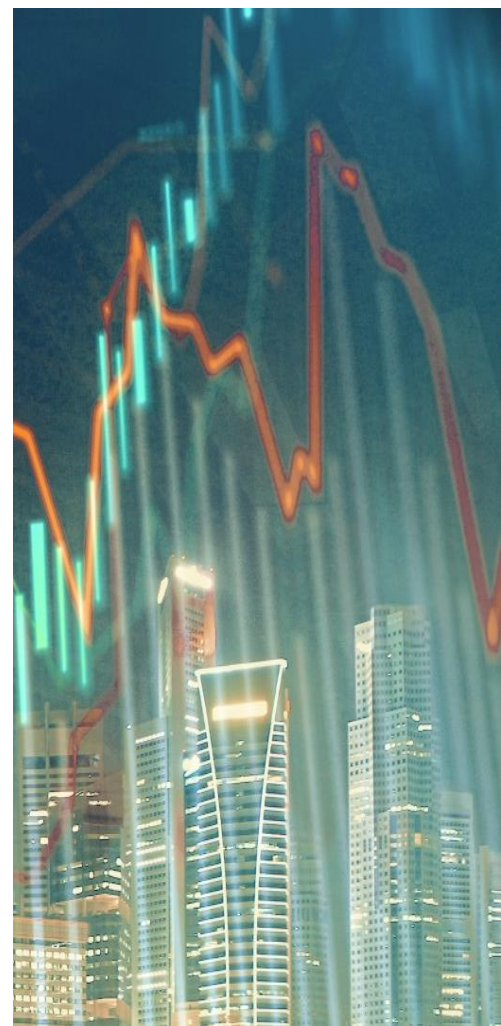


a fine 2024, in modo da contrastare qualsiasi eventuale frammentazione nel mercato obbligazionario dell'area euro (*"questo argomento verrà discusso e preso in considerazione dal Consiglio Direttivo in un futuro non troppo lontano"*).

Nel mentre, gli attesi dati sull'inflazione dell'Eurozona (giovedì 30) hanno pienamente soddisfatto le aspettative degli investitori, in quanto a novembre l'indice dei prezzi al consumo della zona euro ha riportato una flessione dello 0,3% su base mensile, più marcata rispetto al -0,2% previsto dagli analisti, dopo il +0,1% del mese precedente (su base annua, l'indice dei prezzi al consumo rallenta dal 2,9% al 2,4%, contro il 2,7% del consensus); l'indice *core*, a sua volta, che esclude le componenti più volatili, ovvero prezzi energetici e alimentari, ha mostrato una crescita tendenziale del 3,6% (il dato esprime un sensibile rallentamento dal 4,2% di ottobre e ha sorpreso in positivo gli economisti, che si aspettavano una variazione del 3,9%).

Il saldo settimanale dei principali listini azionari è stato nel complesso decisamente positivo, consolidando sui piani alti delle quotazioni raggiunte: l'S&P 500 al test di 4600, l'Eurostoxx 600 comodamente sopra 460 e, sul versante asiatico, il Topix quasi in prossimità di 2400 e lo Shanghai Composite in buona difesa della soglia 3000, forte anche del dato sul PMI manifatturiero Caixin, nuovamente oltre quota 50, dunque in fase espansiva.

Universo obbligazionario ancora premiante, con rendimenti decennali governativi americani in tendenziale flessione all'interno del range 4.40%-4.20% e i corrispettivi tedeschi in direzione 2.30%, a fronte di uno spread Btp-Bund sempre sotto i 180 punti base; moneta unica ancora in rafforzamento con tentativo di break oltre 1.10 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha oscillato nel range 73-79 dollari dopo che i membri dell'OPEC hanno concordato di tagliare l'offerta di un ulteriore milione di barili al giorno in risposta al recente calo dei prezzi del petrolio e alle previsioni di un surplus nel prossimo anno (questa misura si affianca alla proroga dell'attuale riduzione volontaria dell'output da parte dell'Arabia Saudita, anch'essa pari un milione di barili al giorno).



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.