



Craig STERLING

Head of Equity Research;
US Director of Core Equity;
US Portfolio Manager



Marco PIRONCINI

Head of Equities;
US Portfolio Manager

- *Riteniamo che la recente crisi di diverse banche statunitensi non sia dovuta a cause sistemiche e non segnali una crisi finanziaria della portata della crisi finanziaria globale del 2008.*
- **Mentre gli eventi hanno causato stress nel sistema, la Federal Reserve statunitense non solo ha fornito ampia liquidità, ma ha anche segnalato che la stabilità del sistema bancario statunitense è una priorità.**
- **Crediamo che gli investitori possano trovare opportunità nel settore bancario concentrandosi sulle banche che hanno investito nella tecnologia o che hanno dinamiche di deposito solide con valutazioni attraenti e senza timori per revisioni al ribasso degli utili di consensus.**

Nonostante il fallimento di alcune banche negli Stati Uniti e il caso Credit Suisse in Europa, riteniamo che il 2023 non presenterà una crisi finanziaria simile alla crisi finanziaria globale (GFC) del 2008. Le tre banche statunitensi fallite, Silvergate, Silicon Valley e Signature, avevano modelli di business unici che si sono dimostrati significativamente deboli. Lo sviluppo degli eventi ha fatto emergere preoccupazioni per le imprese con stretti legami finanziari con le piccole banche, in particolare il segmento della tecnologia più avanzata e "speculativa" e i titoli correlati, come le criptovalute, che si sono indebolite con l'esplosione della bolla.

Guardando al futuro, riteniamo che ci siano ora delle opportunità per sfruttare la volatilità nel settore bancario aumentando le allocazioni di portafoglio per quelle banche che riteniamo essere vincitori strutturali - quelle che hanno investito nella tecnologia o hanno dinamiche di deposito solide.

Quali sono gli impatti sul mercato dei recenti eventi del settore bancario USA?

Obbligazioni

Riteniamo che il fallimento della Silicon Valley Bank contribuirà a rendere più restrittive le condizioni finanziarie. Con una maggiore pressione sulle valutazioni dei titoli bancari, le banche possono diventare sempre più prudenti nell'erogazione del credito e porre maggiore enfasi sulla liquidità. Condizioni finanziarie più rigide possono contribuire ad ampliare gli spread sul mercato del debito societario, stante un premio per il rischio di mercato più elevato.

Azioni

Dal punto di vista azionario, la crisi del settore bancario ha indotto una reazione degli investitori caratterizzata da ridotta focalizzazione sui fondamentali e "flight to quality". Per gli investitori, questo ha comportato un allontanamento dalle azioni non statunitensi e dai settori ciclici verso settori più stabili come l'information technology e i servizi di comunicazione – una preferenza per il growth rispetto al value. I settori finanziario e energetico internazionali non hanno registrato movimenti di rilievo, mentre l'indice S&P 500 è stato leggermente positivo. Crediamo che una serie di conseguenze economiche deriveranno dai recenti eventi nel settore bancario:

- (1) L'inasprimento del credito metterà sotto pressione le aziende statunitensi.
- (2) Gli utili delle banche più piccole negli Stati Uniti saranno probabilmente messi in discussione e vi è il potenziale per ulteriori fallimenti in questo settore se le autorità di regolamentazione non agiscono.
- (3) Le banche più grandi dovrebbero beneficiare dei depositi delle banche più piccole ma i loro utili non dovrebbero esserne influenzati.

Perché le grandi banche ora?

Da quando è iniziata l'attuale crisi di liquidità, i timori che circondano le banche hanno pesato sulle valutazioni. Tuttavia, dobbiamo renderci conto che gli eventi del 2008 hanno fatto parte di una vera crisi del credito in cui le attività (principalmente le abitazioni) erano sostenute da un debito esorbitante con effetti amplificati dai derivati. Al contrario, la situazione attuale è una crisi di liquidità causata dalla rimozione della liquidità immessa con il quantitative easing da parte della Federal Reserve (Fed) ad un ritmo che non si vedeva dal 1930. Mentre questo ha causato tensioni nel sistema, la Fed ha ora fornito ampia liquidità e ha segnalato come una priorità la stabilità del sistema bancario statunitense. È importante notare che le grandi banche - in genere quelle con 100 miliardi di dollari o più di attività - hanno molta più liquidità delle piccole banche. Uno sguardo ai dati della Fed mostra che le grandi banche hanno

“Una semplice regola per investire: sii timoroso quando gli altri sono avidi. E sii avido quando gli altri sono timorosi.”

-- Warren Buffet, ottobre 2008 durante la crisi finanziaria globale.

il 10% di liquidità sulle attività totali contro il 6% delle piccole banche¹. Le grandi banche hanno tassi di copertura della liquidità ben al di sopra dei livelli richiesti.

Inoltre, la composizione dei depositi è diversificata, con la maggior parte proveniente dal segmento retail. I depositi retail hanno rappresentato il 57% del totale dei depositi medi nel 4Q 2022. I depositi delle aziende sono stati prossimi al 34% e le gestioni patrimoniali al 10%. Le banche regionali più piccole sono generalmente più esposte verso depositi commerciali e depositi per le gestioni patrimoniali, che sono più inclini a rapidi ritiri. Le grandi banche hanno anche un rapporto prestiti-depositi molto più basso rispetto alle piccole banche.

L'improbabilità di un aumento di capitale

C'è il timore nel mercato che le banche dovranno incrementare il capitale proprio per coprire potenziali carenze di liquidità a breve termine; stimiamo che, a fine marzo 2023, il mercato stava incorporando una diluizione delle azioni del 20-30% da potenziale raccolta di capitale tra le più grandi banche. Tuttavia, riteniamo che questo scenario sia improbabile dato che la Fed ha fornito ampia liquidità e che, entro la fine del 2023, i problemi di liquidità dovrebbero iniziare a invertire la tendenza. In alternativa, anche se le emissioni di azioni si riveleranno necessarie, il calo degli utili incorporati nei prezzi è di gran lunga superiore a quello che consideriamo plausibile sulla base dei fondamentali. La crescita dei prestiti può rallentare e i costi di assicurazione dei depositi probabilmente aumenteranno, ma non prevediamo un problema significativo a lungo termine.

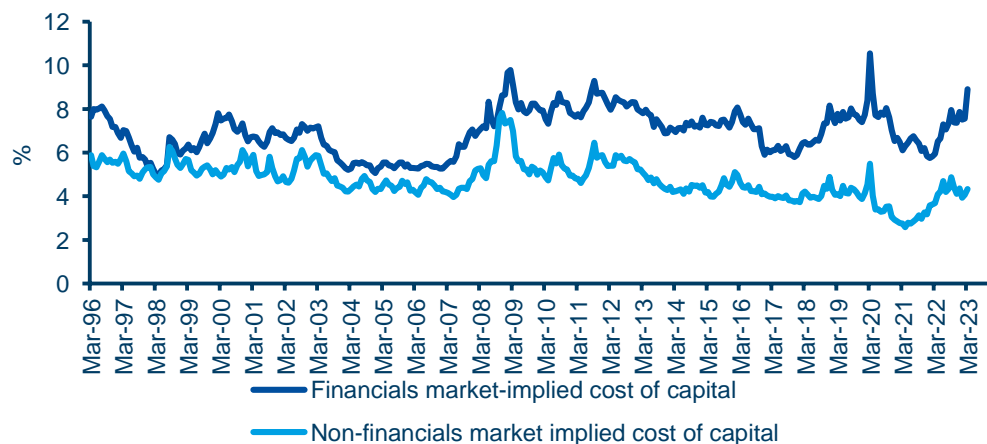
Dove ci sono potenziali opportunità nel settore bancario?

Considerando i fallimenti come anomalie, riteniamo che le banche potrebbero presentare opportunità di investimento se consideriamo tre fattori chiave: (1) supporto delle valutazioni, (2) tipi di banche e (3) tempistica.

Fattore 1: Supporto delle valutazioni, sia assolute che relative

Tasso di sconto implicito: l'attuale tasso di sconto implicito nel mercato per le imprese del settore finanziario è a livelli relativamente elevati², anche rispetto a novembre 2020 (immediatamente prima dell'approvazione del vaccino Pfizer), dicembre 2018 (l'ultimo caso di Fed "behind-the-curve" nella gestione della politica monetaria), febbraio 2016 (recessione nel segmento manifatturiero e delle materie prime) e alla bolla tecnologica della fine degli anni '90. Ognuno di questi periodi era caratterizzato da rischi e massimo pessimismo, ma presentava opportunità per gli investitori disciplinati, sia in una prospettiva assoluta che relativa rispetto al mercato.

Attrattività del settore finanziario: costo implicito del capitale % (tasso di sconto - tasso di base)

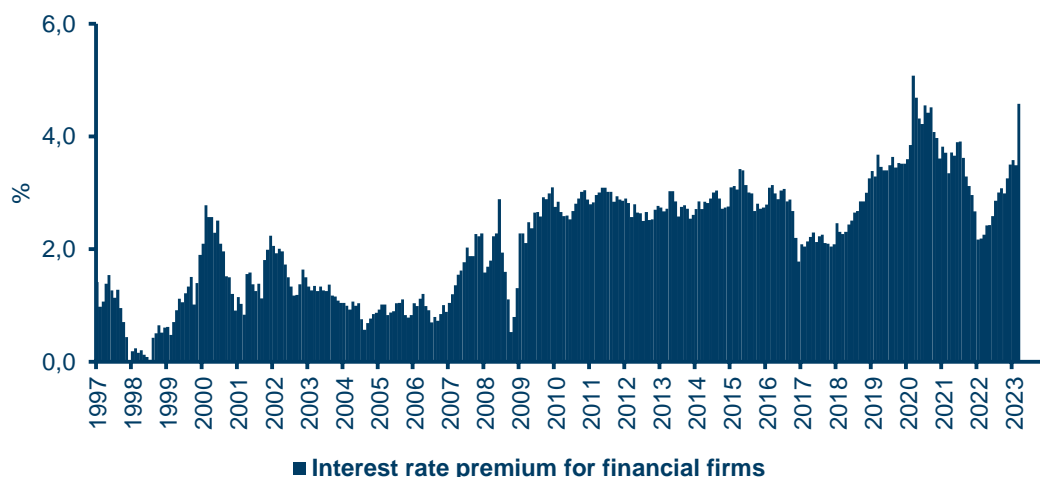


Fonte: Credit Suisse HOLT, March 2023. Il costo del capitale implicito nel mercato HOLT è il tasso reale che uguaglia il valore attuale dei flussi di reddito al valore d'impresa per i settori finanziario e non finanziario.

¹ “Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States,” stima aggregata settimanale della Fed delle banche commerciali negli Stati Uniti, per la settimana che termina il 15 marzo 2023.

² Sulla base di informazioni provenienti dalla banca dati HOLT, che determina il costo del capitale (i.e. tasso di sconto) implicito dalle valutazioni correnti.

Attrattività storica del settore finanziario: premio di rendimento

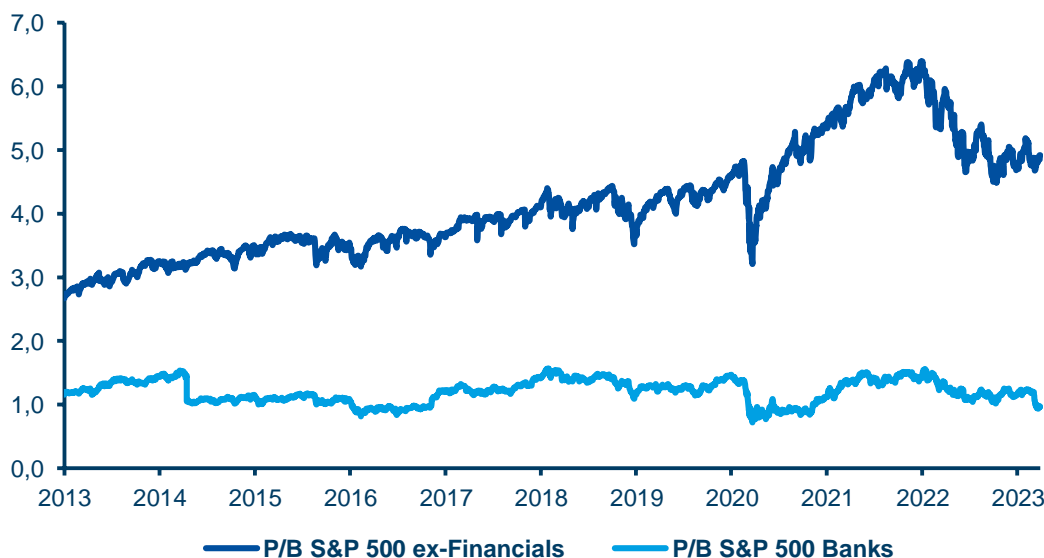


Fonte: Credit Suisse HOLT, marzo 2023. Le barre blu dimostrano il divario tra i rendimenti impliciti, o la differenza di valutazione, dei titoli finanziari rispetto ai titoli non finanziari per gli Stati Uniti.

Come mostrato nel grafico 1, le uniche volte in cui il rendimento implicito è stato più alto di adesso è stato durante l'inizio del COVID-19, la GFC e la crisi del debito europeo. In tutti e tre questi casi, abbiamo visto iniziare un'inversione delle valutazioni dopo che la Fed ha fornito liquidità, come avvenuto a metà marzo. Sebbene sia possibile che la Fed debba fornire più liquidità alle banche per le loro detenzioni di titoli di stato, la banca centrale sembra pronta, disponibile e capace. Pertanto, non riteniamo che l'attuale situazione di liquidità sia paragonabile con le fasi di COVID-19, GFC o crisi del debito europeo all'indomani della GFC. Uno dei motivi per cui l'attuale divario di valutazione è al di sopra del livello della GFC è che se l'attuale situazione di liquidità dovesse portare a un'economia con crescita più lenta e/o a un'inaspimento delle condizioni creditizie, ci sarà impatto sulle valutazioni di altri titoli ciclici non finanziari. Quando ciò accadrà, ci aspettiamo che altri ciclici sottoperformino i finanziari, che avranno già subito un duro colpo.

Price-to-Book Ratio (P/B) – Data la natura degli spread finanziari, è opportuno utilizzare il Price/Book Value del settore bancario dell'S&P 500. Qui estrapoliamo una conclusione simile: la valutazione dei titoli finanziari è vicina ai minimi dei precedenti momenti di stress. Per il resto del mercato no.

Price-to-book ratio dell'indice S&P 500 Ex-Financial vs S&P 500 Banks

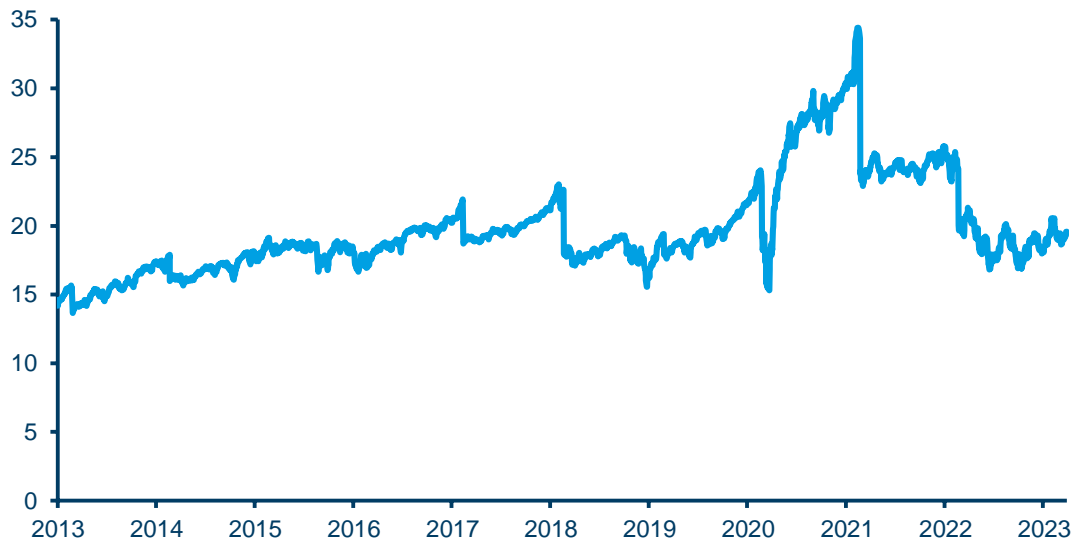


Fonte: Bloomberg, 25 marzo 2023. Ultimo aggiornamento 30 marzo 2023.

Privilegiamo le banche che hanno investito in modo significativo nella tecnologia che dovrebbe aiutare a trasformare le loro attività, migliorare i margini, fornire un flusso di guadagni più stabile ed espandere la quota di mercato

Andamento del price / earnings (P/E) 12 mesi forward: conclusioni simili per le banche e relativamente al mercato. Sebbene la "E" possa diminuire, riteniamo che il calo sia molto inferiore ai timori del mercato e, pertanto, le valutazioni appaiono basse.

Price-to-earnings ratio 12 mesi forward dell'indice S&P 500 Banking Sector



Fonte: Bloomberg, 25 marzo 2023. Ultimo aggiornamento 30 marzo 2023.

Fattore 2: Tipi di banche

Privilegiamo quelli che riteniamo essere i "vincitori strutturali", ovvero le principali banche, che hanno investito in modo significativo nella tecnologia che dovrebbe aiutare a trasformare le loro attività, migliorare i margini, fornire un flusso di guadagni più stabile ed espandere la quota di mercato. Nelle nostre analisi delle banche, questo è una determinante critica del vantaggio competitivo.

Inoltre, cerchiamo aziende che abbiano vantaggi in termini di evoluzione dei depositi. Ciò può includere le migliori banche che utilizzano il marchio e la tecnologia, nonché le banche regionali che si concentrano sulle fiorenti regioni degli Stati Uniti, come il sud-est, dove assistiamo a una continua migrazione da altre regioni degli Stati Uniti.

Privilegiamo anche alcune grandi banche regionali, o "super-regionali", che hanno opportunità di ottenere ricavi dall'integrazione di recenti acquisizioni e dovrebbero evidenziare una crescita superiore al settore e una leva operativa grazie ai vantaggi legati a fusioni e acquisizioni. Inoltre, prevediamo maggiori potenziali opportunità di acquisizione da parte delle super-regionali sulle banche più piccole e in difficoltà, contribuendo con ciò al loro potenziale di crescita.

Fattore 3: Tempistica

Sebbene l'opportunità di investimento possa essere convincente, alcuni investitori potrebbero avere dubbi sulla tempistica della normalizzazione delle condizioni attuali. In particolare, alcuni investitori ritengono che le stime sugli utili per il settore bancario potrebbero non aver subito ancora revisioni negative significative e sarà meglio attendere ciò prima di investire in azioni bancarie. Non siamo d'accordo.

Da quando è stato implementato il Regolamento Fair Disclosure per impedire alle società di divulgare in modo selettivo informazioni importanti, i cambiamenti nei consensi sulle stime degli utili sono diventati meno utili per spiegare l'andamento del prezzo delle azioni. Inoltre, il consenso può essere errato quando ci sono cambiamenti significativi nelle previsioni di breve-medio termine di un'azienda. Ad esempio, dal 6 al 23 marzo 2023, l'S&P 500 Banks Industry Group è sceso di quasi il 22% e l'indice KBW Bank del 28%, ma le stime sugli utili aggregati per il settore sono solo leggermente inferiori dall'inizio dell'anno – che non è un fattore utile per l'analisi dopo l'accaduto.

Inoltre, abbiamo osservato che in altri settori (ad esempio i semiconduttori) e nel mercato in generale, la relazione tra l'andamento del prezzo delle azioni e il consenso è diventata meno significativa. Gli investitori attivi possono trarre vantaggio da questa inefficienza del mercato se combinata con il supporto della valutazione.

Inoltre, come evidente dall'analisi dei periodi sopra citati come comparabili per le banche (agosto 2011, febbraio 2016, dicembre 2018), sarebbe troppo tardi attendere la revisione al ribasso delle stime di consenso sugli utili. Una questione di pochi mesi può fare la differenza tra sottoperformance e sovraperformance.

Riteniamo che questa sia un'opportunità per trarre vantaggio dalla volatilità e aumentare le allocazioni a quelli che riteniamo siano i vincitori strutturali del settore.

Il mercato tende a toccare il fondo prima degli utili

S&P 500 Minimo	EPS Minimo	Mesi tra il minimo per l'indice S&P e gli EPS
9/14/1953	6/30/1952	15
10/22/1957	9/30/1958	-11
10/25/1960	6/30/1961	-8
5/26/1970	12/31/1970	-7
10/3/1974	9/30/1975	-12
3/27/1980	3/31/1981	-12
8/12/1982	3/31/1983	-8
10/11/1990	12/31/1991	-15
10/9/2002	3/31/2002	6
3/9/2009	9/30/2009	-7
3/23/2020	9/30/2020	-6
	Median	-8
	Avg	-8
	Min	-15
	Max	15

Fonte: BofA US Equity & Quant Strategy, FactSet.

Conclusioni

La nostra view a lungo termine è che quelle banche che sono definibili “vincitori strutturali”, sulla base di vantaggi competitivi guidati dalla tecnologia e/o da solidi dinamiche dei depositi, torneranno ad un profilo economico simile a quelle dei settori utilities/consumi di base, come prima della bolla immobiliare, premiando il gruppo con valutazioni relativamente difensive. Andando avanti, ci aspettiamo che la penalizzazione in termini di valutazione delle banche derivante da questa situazione di liquidità scompaia date le misure della Fed, della Banca nazionale svizzera e di altre istituzioni per fornire liquidità alle banche che ne hanno bisogno. Inoltre, come abbiamo visto dall'indomani della crisi finanziaria globale, la maggior parte delle banche ha continuato a dimostrare resilienza ad ogni situazione di stress economico, come dimostrato in periodi come il contesto di tassi di interesse a zero o quasi zero, recessione industriale e delle materie prime, rallentamento della crescita / errore di politica monetaria della Fed del 2018 e COVID-19. Di conseguenza, riteniamo che questa sia un'opportunità per trarre vantaggio dalla volatilità di mercato e aumentare le esposizioni a quelli che riteniamo siano i vincitori.

AMUNDI INSTITUTE

In un mondo sempre più complesso e mutevole, gli investitori hanno espresso la necessità di comprendere meglio il loro contesto e l'evoluzione delle pratiche di investimento al fine di definire la loro asset allocation e contribuire a costruire i loro portafogli. Situato al centro del processo di investimento globale, l'obiettivo di Amundi Institute è quello di fornire leadership di pensiero, rafforzare la consulenza, la formazione e il dialogo quotidiano su questi argomenti per tutti i clienti - distributori, istituzioni e imprese. Amundi Institute riunisce le attività di ricerca, strategia di mercato, analisi degli investimenti e consulenza in ambito di asset allocation di Amundi. Il suo obiettivo è quello di proiettare le view e le raccomandazioni di investimento di Amundi.

Scopri Amundi Institute 

Informazioni importanti

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite unicamente a scopo informativo. Questo documento non costituisce un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta di acquisto, o una raccomandazione di qualsiasi titolo o qualsiasi altro prodotto o servizio. Eventuali titoli, prodotti o servizi a cui si fa riferimento non possono essere registrati per la vendita presso l'autorità competente nella vostra giurisdizione e non possono essere regolamentati o controllati da qualsiasi autorità governativa o simile nella vostra giurisdizione. Tutte le informazioni contenute in questo documento possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in qualsiasi forma e non possono essere utilizzate come base o come componente di qualsiasi strumento finanziario o prodotto o indice. Inoltre, nulla in questo documento è destinato a fornire consulenza fiscale, legale o di investimento. Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute in questo documento sono di Amundi Asset Management S.A.S. al [6 aprile 2023](#). La diversificazione non garantisce un profitto, né garantisce contro una perdita. Il presente documento è fornito "così com'è" e l'utente di questa informazione assume l'intero rischio di qualsiasi uso fatto di queste informazioni. I dati storici e le analisi non dovrebbero essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi o previsione futura delle performance. Le opinioni espresse in merito alle tendenze economiche e di mercato sono quelle dell'autore e non necessariamente di Amundi Asset Management S.A.S. e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento sulla base delle condizioni di mercato e di altro tipo, e non ci può essere alcuna garanzia che i paesi, i mercati o i settori avranno i risultati attesi. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazione sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi. Gli investimenti comportano rischi, compresi quelli di mercato, politici, di liquidità e valutari. Inoltre, in nessun caso Amundi avrà alcuna responsabilità di eventuali danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, consequenziali (ivi inclusa, senza limitazioni, la perdita di profitti) o qualsiasi altro danno derivante dal suo utilizzo.

Data di primo utilizzo: [6 aprile 2023](#)

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di €1.143.615.555 - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 – Sede legale: 90, boulevard Pasteur – 75015 Parigi – Francia. - 437 574 452 RCS Paris- www.amundi.com

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Matteo GERMANO

Deputy Group Chief Investment Officer
