

ITALIAN TIMES

Maggio 2023

A cura di Massimo Trabattoni,
Head of Italian Equity

Banche italiane: ancora opportunità ma fino a quando?

Nel corso del mese di maggio tutti i principali indici azionari globali stanno conseguendo performance neutrali o positive: per il mercato italiano sia il Ftse Mib (+16.5% YtD) che lo Stoxx Europe 600 (+11.4% YtD) sono invariati rispetto al mese precedente, l'S&P 500 +1.0% (+10.3% YtD) ed il Nasdaq +6.2% (+24.4% YtD) in valuta locale (total return).

La *reporting season* del primo trimestre ha confermato le **aspettative generalizzate di buoni risultati per le banche europee** (così come per quelle americane) che hanno riportato utili superiori alle attese ed in molti casi anche alzato l'orientamento sul 2023 **grazie ad un margine d'interesse molto solido e ad accantonamenti piuttosto contenuti**: questa dinamica è legata al fatto che il rialzo dei tassi degli ultimi mesi si sia tradotto finora solo in un *repricing* delle attività bancarie, ma non in un parallelo incremento della remunerazione dei depositi.

Da qui in poi **l'approccio nei confronti delle banche è inevitabilmente destinato a diventare più selettivo ed opportunistico**, con il mercato che inizia a chiedersi se quelli visti nel corso di questo primo trimestre dell'anno siano utili di picco o meno, e pertanto se d'ora in avanti le banche possano riservare ancora sorprese positive. Vi sono diversi **elementi di cautela da monitorare**:

- il primo consiste nel timing con cui le banche

inevitabilmente inizieranno a corrispondere una remunerazione ai propri depositi (*wholesale e retail*), iniziando a comprimere il proprio margine d'interesse netto;

- il secondo è la stretta creditizia (indotta dai fallimenti delle banche regionali americane e di Credit Suisse) che da qui ai prossimi mesi potrebbe accentuare il rischio di una recessione, con conseguente aumento degli accantonamenti e del costo del rischio bancario;
- infine, dal secondo trimestre di quest'anno i titoli bancari inizieranno ad avere dei termini di paragone anno su anno più difficili da battere in sede di *reporting* trimestrale (dal momento che l'aumento dei tassi si è concentrato dal secondo *quarter* del 2022 in poi).

Pertanto, **ribadiamo la nostra preferenza in questa fase per banche di grandi dimensioni rispetto a quelle più piccole**: questo inevitabilmente penalizza le PMI, che alla luce della loro maggiore correlazione al ciclo economico saranno percepite da qui ai prossimi mesi come più rischiose. Questo aiuta a spiegare la sottoperformance che anche nel mese in corso ha caratterizzato le *mid* e le *small cap* rispetto ai titoli a maggiore capitalizzazione: infatti a maggio il Ftse Mid Cap ha conseguito un -0.8% (+9.7% YtD), l'Aim -0.7% (-0.6% YtD) e lo Star -1.2% (+3.7% YtD). Il fattore determinante affinché questo divario di *performance* si chiuda è una maggiore

fiducia nello scenario macroeconomico nazionale e di conseguenza una maggiore visibilità sull'andamento delle variabili economiche chiave a livello globale.

In questo senso, **la possibilità che almeno in America il ciclo di rialzo dei tassi possa proseguire ma ad una velocità più ridotta** (o addirittura essere interrotto) nei prossimi mesi **costituirebbe un segnale incoraggiante** non solo per gli asset più *rate-sensitive* (e.g. utilities, tecnologia) in quanto eccessivamente penalizzati dalle recenti politiche monetarie restrittive, ma anche per le *mid e small cap*, che soprattutto nel caso del segmento Aim tendono ad esibire una correlazione positiva con i fattori *growth e quality*.

Per quanto riguarda i risultati trimestrali degli **altri settori escluso quello bancario**, le società (soprattutto nei settori più ciclici e *consumer-sensitive*) nella maggior parte dei casi **indicano ricavi che ancora beneficiano di un effetto prezzi positivo**

(per lo più più ancora effetto degli aumenti di prezzo attuati nel corso del 2022), **mentre i volumi hanno iniziato a far intravedere qualche segnale di rallentamento del consumatore americano** (per i nomi con un'esposizione a tale geografia); la marginalità ha invece beneficiato del **forte ritracciamento dei prezzi delle materie prime e del calo dei prezzi del gas**, nonostante questi ultimi siano tutt'ora ben al di sopra dei propri valori di lungo periodo ed il costo del lavoro rimanga più elevato del passato (soprattutto in America dove l'inflazione salariale è particolarmente pronunciata).

In un contesto come quello appena delineato, il Team continua ad adottare un approccio attivo supportato da un'attenta analisi fondamentale *bottom-up*, che permette di selezionare aziende con bilanci in buona salute, caratterizzate da forte *pricing power*, con margini resilienti che permettano non solo di fronteggiare eventuali ulteriori aumenti dei costi, ma anche di navigare ogni fase del ciclo economico.