



Silicon Valley Bank: non facciamo di tutta l'erba un fascio.

10 marzo 2023



Silicon Valley Bank: non facciamo di tutta l'erba un fascio.

Venerdì 10 marzo la Silicon Valley Bank ("SVB") è stata rilevata dalla FDIC, all'indomani di un'ondata massiccia di deflussi sui depositi. I mercati hanno visto un rischio potenzialmente sistemico per il settore bancario statunitense e globale.

Non siamo d'accordo con questa interpretazione. SVB ha una base di depositi fortemente idiosincrica e ha dovuto far fronte a prelievi importanti, esponendo la banca a perdite ingenti sul suo portafoglio di titoli sovradimensionato.

SVB è un caso isolato in termini di entità dei deflussi, dopo aver goduto di una crescita spettacolare sui depositi negli ultimi tre anni. A questo si sommano una percentuale insolita di conti di grandi dimensioni (non assicurati) e perdite gigantesche sul portafoglio obbligazionario. La stragrande maggioranza delle grandi banche americane – e certamente quelle presenti nei nostri portafogli – hanno depositi meglio diversificati e più stabili, nonché posizioni patrimoniali solide sia a livello di valore a pronti che di valore a mercato.

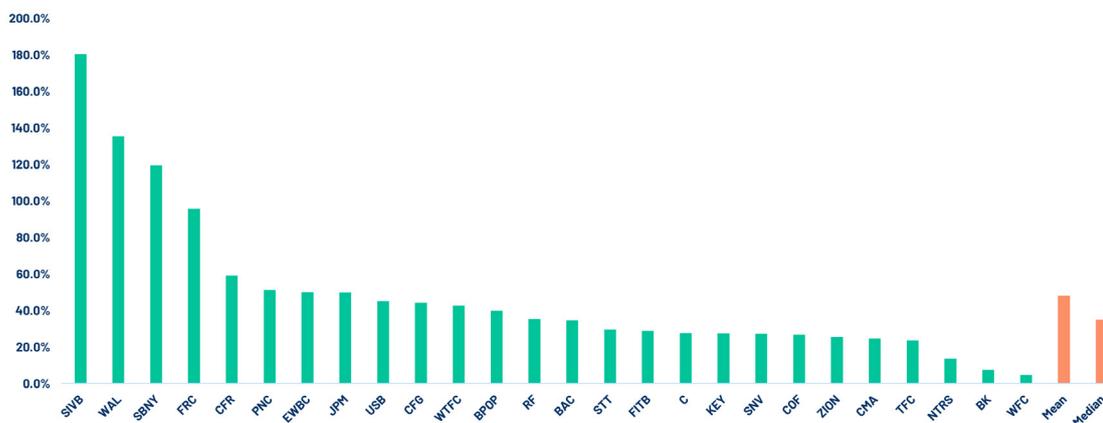
Troviamo la generalizzazione sbilanciata e pensiamo che la debolezza cui stiamo assistendo lungo tutta la struttura di capitale delle banche offra un'opportunità di entrata, specialmente nei nomi di maggiore qualità.

Cosa è successo

SVB non era la tipica banca statunitense e si distingueva per diversi motivi. Il suo modello di business era incentrato sull'ecosistema dei venture capital. Questo ha permesso a SVB di crescere in

CRESCITA DEI DEPOSITI BANCARI STATUNITENSIS (2022 VS. 2019)

SVB: UN'ANOMALIA EVIDENTE



Fonte: S&P Global, Algebris Investments. Dati al 31 dicembre 2022.

modo esponenziale negli ultimi quattro anni, facendo crescere attività e depositi di oltre il 200%, che hanno toccato rispettivamente i \$220mld e i \$198mld. In istituti analoghi, i depositi sono cresciuti a ritmi parecchio inferiori. La rapida espansione è avvenuta a scapito della diversificazione, gettando le basi per molti dei problemi attuali. Alla fine del 2022, la base depositi era eccessivamente concentrata in conti di grandi dimensioni, con \$152mld su \$173mld oltre il limite assicurato dalla FDIC. A titolo di confronto, la banca statunitense media nel nostro portafoglio ha quasi due terzi della propria base depositi in conti assicurati, contro appena il 12% di SVB. Molti dei depositi di SVB sono stati investiti in titoli a tasso fisso di lunga durata che con l'aumento dei tassi erano in perdita, il che ha generato sia pressioni sugli utili che sul capitale.

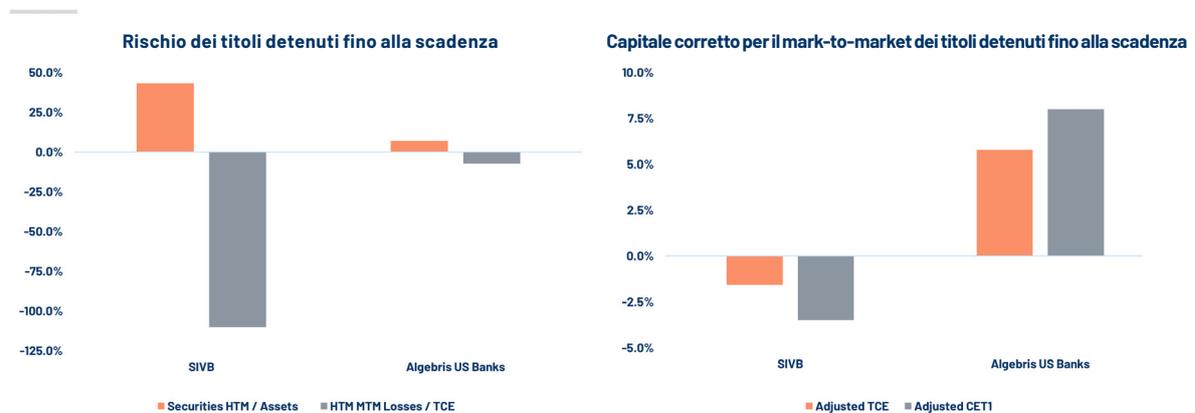
Mercoledì scorso, SVB ha annunciato la vendita di alcuni titoli, registrando una perdita di \$2mld di dollari, contestualmente a un'offerta di azioni. Il motivo è sembrato l'accelerazione nei prelievi, che nel 4° trimestre del 2022 erano stati pari al 13% delle masse totali al picco – una cifra 3 volte sopra la media delle banche statunitensi già prima del netto peggioramento di inizio anno. I timori diffusi rispetto alla posizione di liquidità della banca hanno innescato una corsa ai depositi vertiginosa, il fallimento dell'aumento di capitale, e infine l'acquisizione da parte della FDIC nella giornata di venerdì.

Un caso isolato

Lo sfacelo SVB e i timori di contagio hanno provocato vendite indiscriminate nelle banche statunitensi già giovedì, estese poi all'Europa venerdì. La ripercussione sui mercati potrebbe continuare per del tempo, mentre la FDIC lavora a una soluzione. Se le diverse startup clienti di SVB si trovasse ad affrontare una stretta di liquidità, potrebbero esserci conseguenze economiche relativamente più ampie. Una cattiva gestione della liquidità rischierebbe di portare a problematiche di credito nelle banche esposte a venture capital. Ciò detto, partendo dal presupposto che l'impatto economico resti contenuto, vediamo scarso rischio di impatto trasversale, specialmente sulle principali banche statunitensi ed europee. Le banche sistemiche sono soggette a una regolamentazione più completa e approfondita. In Europa, Basilea IV impone dei vincoli rispetto a quanta discrepanza di tasso possa esserci nei portafogli obbligazionari da detenere fino a scadenza. Questo evita che pos-

TITOLO E CAPITALE DELLE BANCHE STATUNITENSI

SVB: RISCHIO DI MERCATO SOVRADIMENSIONATO



Fonte: S&P Global, Algebris Investments. Dati al 31 dicembre 2022.

sano trovarsi in una posizione di patrimonio netto negativo paragonabile a SVB.

Ne consegue che la banca europea media soffre perdite di solo 5% del patrimonio netto tangibile, rispetto al 124% di SVB a fine anno; su questa metrica, le nostre partecipazioni negli Stati Uniti sono paragonabili alla media delle banche statunitensi. (Cfr il grafico a sinistra nell'immagine sopra)

Inoltre, le banche europee e le grandi banche statunitensi devono dedurre le perdite non realizzate sui titoli dal proprio capitale di vigilanza a fair value (ovvero, a valore di mercato, con frequenza trimestrale). Per le banche dove investiamo, una valutazione dell'intero portafoglio di attivi a mark-to-market risulterebbe comunque in un patrimonio decisamente positivo. (Cfr il grafico a destra nell'immagine sopra)

La liquidità è notevolmente migliore nelle principali banche statunitensi e in Europa, anche grazie a vincoli come il coefficiente di copertura della liquidità e il coefficiente netto di finanziamento stabile – nessuno dei quali era previsto per SVB. Peraltro, le banche statunitensi ed europee hanno tipicamente una base depositi altamente diversificata e granulare, in netto contrasto con SVB, rendendo remota la probabilità di percentuali di prelievi elevate. La diversificazione settoriale e geografica rafforza la stabilità dei depositi. Infine, in Europa, dove i depositi sono in continua crescita, le banche dispongono di \$3mld di liquidità in eccesso, pari a circa un quarto dei depositi del sistema, e dispongono di un mercato di titoli di stato di \$1mld, come ulteriore riserva di liquidità.

Il nostro mantra: Qualità

Eravamo ben consci delle problematiche che affliggevano SVB e anzi, quando abbiamo avuto la possibilità di farlo, siamo andati corti sul titolo. Investiamo in finanziari focalizzandoci in primis sulla qualità. Episodi idiosincratici come questo dimostrano perché preferiamo le banche grandi, sistemiche e ben regolamentate. Si tratta di istituti interessati dalle normative introdotte post 2008, soggette a requisiti più stringenti e supervisione più rigorosa da parte delle autorità di vigilanza. Affrontiamo questa debolezza di mercato convinti della bontà dei nostri nomi e vediamo la correzione come un'opportunità di acquisto. Ci sono ottimi titoli che scambiamo a 5-7 volte gli utili, con rendimenti sul patrimonio netto tangibile a doppia cifra e rendimenti da dividendi a cifra singola elevata.

DISCLAIMER

Questo documento è emesso da Algebris Investments. È destinato esclusivamente alla circolazione privata. Le informazioni contenute in questo documento sono strettamente confidenziali e sono destinate esclusivamente all'uso della persona a cui viene inviato. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere riprodotte, distribuite o pubblicate da qualsiasi destinatario per qualsiasi scopo senza il previo consenso scritto di Algebris Investments.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono solo a scopo informativo, non pretendono di essere complete o esaustive e non costituiscono un consiglio di investimento. Algebris Investments non sta organizzando o accettando di organizzare alcuna transazione in alcun tipo di investimento o altrimenti intraprendere alcuna attività che richieda un'autorizzazione ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000. Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta di emissione o vendita, o di alcuna sollecitazione di un'offerta di sottoscrizione o acquisto, di alcun investimento, né esso o il fatto della sua distribuzione devono costituire la base di, o essere invocati in relazione a, qualsiasi contratto in tal senso.

Non si può fare affidamento per qualsiasi scopo sulle informazioni e le opinioni contenute in questo documento o sulla loro accuratezza o completezza. Nessuna dichiarazione, garanzia o impegno, esplicito o implicito, viene fornito in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni o delle opinioni contenute nel presente documento da parte di Algebris Investments, dei suoi membri, dipendenti o affiliati e nessuna responsabilità viene accettata da tali persone per l'accuratezza o la completezza di tali informazioni o opinioni.

Il presente documento viene comunicato da Algebris Investments solo a persone alle quali può essere legittimamente rilasciato ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, comprese le persone autorizzate ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 del Regno Unito (la "Legge"), alcune persone con esperienza professionale in materia di investimenti, società ad alto valore netto, associazioni non costituite in società e partnership ad alto valore netto, fiduciari di trust di alto valore e persone che si qualificano come investitori sofisticati certificati. Questo documento è esente dal divieto di cui all'articolo 21 della legge sulla comunicazione da parte di persone non autorizzate ai sensi della legge di inviti o incentivi a impegnarsi in attività di investimento in quanto viene emesso solo a tali tipi di persone. Questo è un documento di marketing.

La distribuzione di questo documento può essere limitata in alcune giurisdizioni. Le informazioni di cui sopra sono solo di orientamento generale, ed è responsabilità di qualsiasi persona o persone in possesso di questo documento di informarsi e osservare tutte le leggi e i regolamenti applicabili di qualsiasi giurisdizione pertinente. Questo documento è adatto solo per gli investitori professionali. Il Gruppo Algebris comprende Algebris (UK) Limited, Algebris Investments (Ireland) Limited, Algebris Investments (US) Inc. Algebris Investments (Asia) Limited, Algebris Investments K.K. e altre società non regolamentate come veicoli a fini speciali, entità partner generali e società holding.

© 2023 Algebris Investments. Algebris Investments è il nome commerciale del Gruppo Algebris.



Londra, Milano, Roma, Zurigo, Dublino, Lussemburgo, Boston, Singapore, Tokyo
www.algebris.com