

Italian banks: rates, NPLs, M&A

Dott. Alberto Cordara

Director Equity Research Bank of America Merrill Lynch, Londra

Mi occupo di dare consigli agli investitori su quali banche comprare e quali shortare nell'ambito delle banche italiane. Quest'anno è stato un anno particolarmente positivo, il settore è salito molto nella prima parte dell'anno. Adesso, invece, ci troviamo in una situazione un po' più improntata alla presa di profitti. Quest'anno gli investitori hanno investito pesantemente in banche italiane perché c'è una ripresa in Italia, quindi si cerca di andare sul settore bancario che tipicamente è correlato alla ripresa; inoltre c'è stato un cambiamento normativo nelle popolari, che si spera porterà a un processo di fusioni ed acquisizioni.

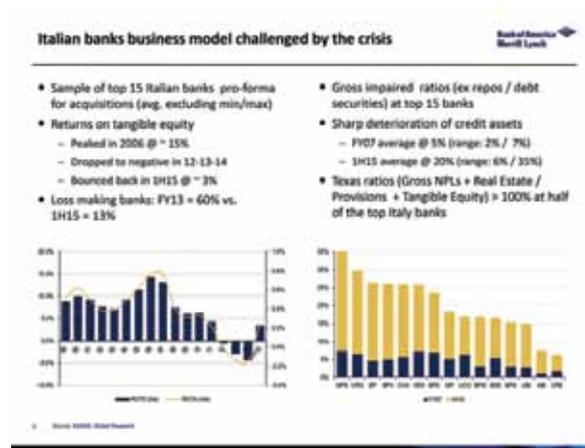
Un altro tema che è emerso nelle banche italiane è che alcune di esse hanno iniziato a produrre risultati particolarmente positivi e su questa base sono stati in grado di garantire agli investitori dei rendimenti molto interessanti come dividendi. Questo è quello che è successo a Intesa Sanpaolo.

In questo momento ci troviamo in una situazione un po' più di presa di profitti, perché stiamo andando verso la parte finale dell'anno, le banche italiane hanno retto meglio rispetto ad altre banche europee.

Questa presentazione però non è soltanto sui temi di mercato, ma anche su come il modello delle banche italiane sia stato impattato dalla recessione, quali strumenti e quali strategie le banche italiane hanno usato per gestire un ambiente diverso rispetto ai precedenti e, infine, quali sono le prospettive future anche nel contesto dell'Unione Bancaria Europea.

La slide a fianco dà l'idea di quella che è stata la profittabilità delle banche. Profittabilità che ha raggiunto un punto di picco nel 2006 con un rendimento sul capitale del 15% e che poi è crollata a seguito della recessione. Per tre anni consecutivi la media delle 15 principali banche italiane ha registrato un ROI negativo, solo nel primo semestre del 2015 c'è stata una ripresa, ma con un ROI ancora molto basso nell'ordine del 3%. Quello che è successo alle banche italiane non è stata solo una perdita di profittabilità, ma anche un deciso deterioramento del credito.

Abbiamo preso come riferimento il rapporto tra attivi deteriorati considerando non solo le sofferenze, ma anche gli scaduti e gli incagli e l'importo dei crediti lordi. La media di questo rapporto ora è del 20%, estremamente alta, contro il 5% del 2007.



Anche il range interessante nel 2007, la migliore banca aveva un impaired ratio migliore del 2% e la peggiore del 7%, ora la migliore ha un ratio del 6% e la peggiore del 35%. Se osserviamo i coefficienti di capitale sulla base del common equity ratio o leverage ratio le banche italiane figurano molto bene in Europa, però sappiamo che c'è sempre una polemica da parte del regolatore europeo. Infatti, molte banche recentemente sono state costrette a fare aumenti di capitale. Una delle ragioni è la texas ratio, cioè mettere in relazione gli NPL's, i crediti deteriorati, con il capitale delle banche. Ebbene per metà del campione esaminato abbiamo una texas ratio superiore al 100% e questo è un dato di anomalia del sistema bancario italiano.

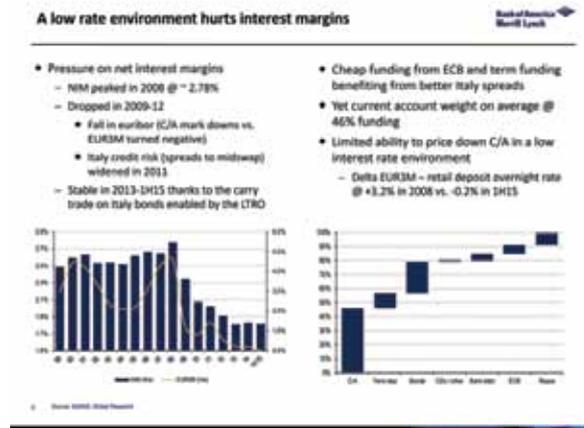
Cercherò di identificare tre periodi del ciclo del credito e le cosiddette perdite su crediti in rapporto ai crediti medi. Dal 1999 al 2004 abbiamo avuto delle perdite su crediti relativamente stabili su una media di 73bps. Dopo è seguito il periodo degli anni d'oro dal 2005 al 2008, quando questo rapporto è sceso a 54bps. Dal 2009 in poi c'è stato l'impatto della recessione e ci sono stati 3 anni particolarmente brutali (2012-2014). Nel 2014 la media dei principali banche italiane dava una ratio di 215bps. Nel 2014 c'è stata anche l'asset quality review condotta da parte della Banca Centrale Europea e questo ha causato perdite ingenti su crediti. A giugno 2015 c'è stato un deciso miglioramento delle perdite su crediti, che tuttavia continuano a rimanere su livelli storicamente molto alti. Sicuramente questo va guardato con ottimismo, ma è possibile che le banche riescano di nuovo a rientrare alla situazione pre-crisi di 54bps? La risposta è no, e comunque non in tempi rapidi. Il motivo è dato dai crediti deteriorati. È vero che i crediti deteriorati sono un asset che, però portano mediamente a delle perdite e non a dei guadagni. Il motivo è che ci sono diverse tipologie di crediti deteriorati: ci sono le sofferenze, che in alcuni casi possono essere relative a posizioni creditizie molto vecchie e quindi su queste sofferenze la banca, ad un certo punto, può essere costretta a fare write off totale. Poi ci sono anche dei crediti che sono gli incagli e gli scaduti che hanno dei livelli di copertura significativamente inferiori rispetto alle sofferenze. Ora quello che succede quasi sempre è che i crediti classificati come incagli prima o poi migra-



no a sofferenze. La migrazione comporta un deciso innalzamento del coverage e quindi ulteriori accantonamenti che la banca deve fare. Si passa da un rapporto del 25% di coverage negli incagli a un rapporto di quasi il 60% sulle sofferenze. Il problema delle banche italiane, da un certo punto di vista, è il miglioramento del costo del credito perché ci sono meno crediti in bonis che diventano deteriorati, però c'è una quantità ingente di crediti deteriorati che deve essere ancora smaltita.

La seconda determinante del calo di profittabilità delle banche italiane è stato l'andamento del margine di interesse. Le banche hanno fatto meno ricavi in passato derivanti dalla gestione dei crediti ed essenzialmente questo è riconducibile a due concause. La prima è data dal forte allargamento degli spread creditizi italiani che abbiamo visto alla fine del 2011 (crisi sovrana). Questa causa è stata, adesso, in buona parte risolta, perché il rapporto BTP/spread è a 100bps che è significativamente inferiore rispetto a quello visto in passato, anche se banche deboli continuano a finanziarsi a tassi particolarmente onerosi. La seconda causa è stata il calo dell'EURIBOR (tasso di riferimento dei crediti e dei depositi). Ora l'EURIBOR è passato da un 4,5% nel 2008 a un livello leggermente negativo, questo ha determinato un crollo del margine di interesse perché le banche non riescono più ad estrarre margini dai conti correnti. Nel 2008 il delta tra l'EURIBOR a 3 mesi e il tasso overnight sui depositi retail era del 3.2%, quindi le banche davano ai propri correntisti un tasso di interesse significativamente inferiore rispetto al risk free rate determinato dal mercato interbancario. Ora, invece, siamo arrivati a un tasso leggermente negativo; c'è stata una perdita leggermente significativa di margini derivati dal collasso del markdown.

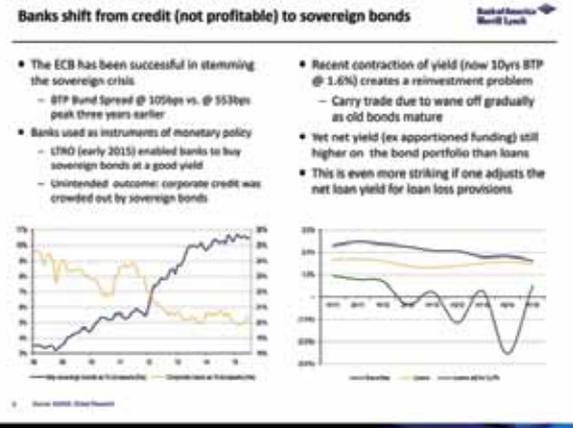
Abbiamo visto come l'ambiente del mercato è diventato critico per le banche italiane, c'è stata una buona performance borsistica, ma in questi anni le banche italiane non sono state ferme e hanno cercato di adattarsi al nuovo ambiente. C'è stato uno shift importante dal credito, soprattutto quello erogato alle aziende, verso altre forme di remunerazione che sono stati tipo i Titoli di Stato italiani. Questo è stato innescato dalla Banca Centrale Europea nel momento di crisi massima del sistema (2011). La Banca Centrale Europea ha pensato di garantire alle banche italiane e a quelle europee l'unturned financial operation cioè finanziamento a lungo termine su base triennale. Finanziamenti elargiti senza vincolo di destinazione, quindi le banche hanno investito questi soldi in Titoli di Stato ottenendo dei rendimenti particolarmente elevati. Lo spread BTP/bund aveva raggiunto un top di 553bps nel momento peggiore e questi investimenti delle banche hanno consentito di risolvere il problema della crisi sovrana. Di controparte però si è creato un deciso rallentamento dell'economia reale, in particolare alle



imprese. Dal punto di vista delle banche il problema di elargire credito crea un deterioramento dell'attivo, una banca che ha molte sofferenze e crediti deteriorati ha molti più problemi nel prendere nuovi rischi. Ma c'è anche un problema che è legato alla profittabilità del prodotto credito. Il prodotto credito non è stato impattato solamente da tassi bassi che rendono i depositi meno remunerativi per le banche stesse, inoltre è stato anche impattato da un andamento negativo del costo del credito.

Nel grafico a destra raffrontiamo qual è l'andamento medio al netto del funding allocato sul prodotto credito con quello che le banche ottengono sul portafoglio bond che è superiore e se osserviamo il prodotto credito al netto delle perdite su crediti si può notare che in alcuni semestri mediamente il prodotto credito abbia dato alle banche un rendimento negativo. La prima soluzione delle banche è stata quella di spostarsi massicciamente sull'investimento dei Titoli di Stato italiani, in progressione le banche torneranno al credito, un credito più pensato con degli spread migliori su clienti migliori, perché adesso avremo un altro problema che è quello del reinvestimento dei soldi prima investiti in Titoli di Stato, dal momento che il BTP dà un rendimento solamente dell'1.6% e quindi le banche si trovano ad affrontare un cliff, cioè non riescono più ad investire in buona remunerazione il capitale che prima avevano investito in obbligazioni. Il secondo trend seguito dal sistema bancario è lo shift all'asset manager, quindi le banche hanno sempre più incentivato i loro clienti a investire i propri soldi non tanto in depositi, ma in fondi comuni e/o prodotti assicurativi e in questo ultimo caso le banche sono riuscite a spingere le commissioni. Quindi da un lato hanno perso margine di interesse nell'attività bancaria tradizionale e dall'altro sono riusciti a fare più commissioni. C'è stata un'esplosione del mercato dell'asset manager negli anni recenti determinati dal fatto che dal lato degli households i rendimenti dei BTP sono scesi e quindi i clienti delle banche vogliono rendimenti migliori, dall'altro le banche hanno liquidità a sufficienza grazie all'ECB e il prodotto del credito non è più remunerativo.

Un esempio può essere dato da Banca Intesa che è stata, tra le varie banche italiane, quella che ha avuto più successo nel spingere l'asset manager e nel grafico in basso a destra possiamo vedere l'andamento dell'asset under manager anno su anno raffrontato alle obbligazioni che Intesa ha venduto ai propri clienti retail e raffrontato rispetto agli asset administration ovvero ABTP che sono detenuti direttamente dai clienti del gruppo ban-



cario Intesa. C'è stato un effetto di sostituzione. Da un lato Intesa ha migliorato l'asset under manager dall'altro però questo è stato finanziato spostando clienti da retail bond o da asset under administration.

Un altro rimedio che le banche hanno attuato in questi anni è il cost cutting. Se osserviamo qual è stato l'andamento delle filiali negli anni pre-crisi vediamo che è un andamento di sempre nuove filiali e, fino al 2008, che non comportava l'aumento del numero degli operatori. C'è stata un'attività di razionalizzazione anche negli anni pre-crisi, però a guardarla in ottica odierna questa espansione delle filiali, che è avvenuta dagli anni Novanta al 2008, è stata molto probabilmente, mal guidata e anacronistica perché, come abbiamo sentito negli interventi precedenti, i clienti adesso sempre più mobile banking o internet per correlarsi alle banche. Quindi la crisi ha imposto un'ottica di razionalizzazione, anche perché ad un certo punto buona parte del network esistente delle banche era diventato unprofitabile, le banche italiane hanno tagliato molto le filiali.

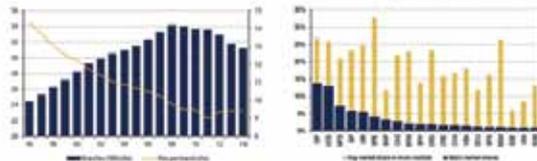
Il sistema italiano è un sistema frammentato, soprattutto se lo osserviamo da un punto di vista di Italia, perché le banche hanno dei market share abbastanza bassi. Però a livello locale la frammentazione non ha prodotto dei risultati negativi per la profittabilità delle banche. Infatti, vediamo che a livelli di mercati locali le banche hanno un market share molto elevato e questo è quello che conta nell'interrelazione con le piccole e medie imprese e con il retail.

Il mercato quest'anno ha comprato molto la storia del M&A in questo è stato determinante il cambiamento legislativo. C'è sicuramente un'evidenza che M&A porta valore. Nelle presentazioni le banche dicono che le sinergie di costi equivalgono al 10% della base di costi, le sinergie di ricavi equivalgono al 4% dei ricavi, però le banche che non hanno fatto nessun M&A in passato hanno una profittabilità decisamente superiore alle banche che sono state coinvolte in trasformazioni. Quindi esiste il valore in M&A, ma tutti i valori empirici dicono che M&A ha prodotto danni e non valori. La verità è che i ricavi che si perdono con M&A sono superiori a quelli sulle sinergie e anche da un punto di capitale le banche hanno speso molto di più in ordine di integrazione rispetto ai saving sui costi che sono riuscite ad ottenere. Sembra ci sia una correlazione, osservando sempre lo stesso campione di banche italiane, relativo alla governance, cioè banche che hanno una struttura di S.p.A. e non hanno fondazioni nel capitale sembra che abbiano una profittabilità maggiore rispetto alle banche popolari o quelle partecipate da

Cost cutting via rationalization of the banks' network



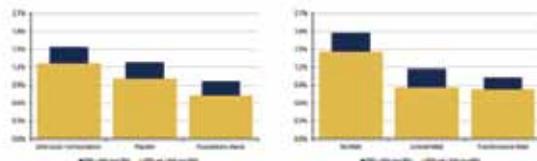
- Personnel per branches on a steady reduction since mid nineties
- Strong expansion of branches until 2008 but since 2009 branches have been cut
 - Recession + low rates makes a portion of the network loss making
 - More banking via alternative channels (mobile / internet)
- Is system fragmentation weighing on the profitability of banks?
 - On a birds' eye view (Italy) sector is highly fragmented
 - But the battle for SME & retail clients is fought on the local markets
- Much stronger market share in local market (post codes) where banks operate than what suggested by Italy as a whole



Domestic M&A? No evidence of value creation from past deals



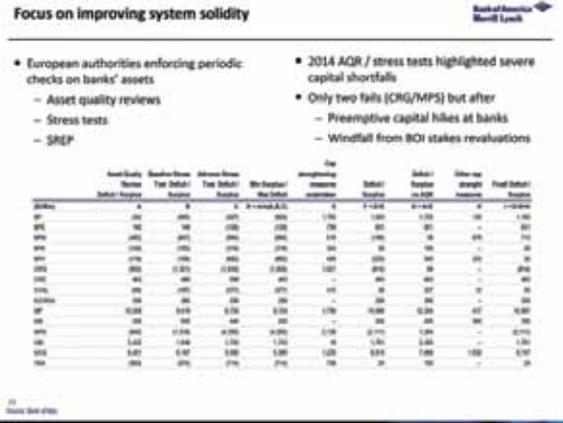
- Recent reforms aim to better governance
 - Foundations to reduce ownership
 - Main popolari to turn into joint stock companies
- Evidence that governance affects profitability: pre-provision profits / average yielding assets (with or ex carry trade)
 - JS-NF rank 1st / Pop 2nd / Foundation 3rd
- Change in governance should lead to M&A and synergies expected to lift profitability
 - From past deals: cost cuts = 10% combined / rev synergies = 4% comb
- Lots of past M&A deals suggest that
 - Revs attrition > revs synergies
 - Cost synergies at a price of up-fronts
- Evidence: independents most profitable



fondazioni.

L'Unione Bancaria Europea è scattata l'anno scorso, il 4 novembre 2014. Le banche italiane si sono accorte un po' prima dell'UBE e dell'attitudine molto più stringente da parte del regolatore. Di fatto è stato condotto una security review, cioè uno stress test, che è risultato molto negativo per le banche italiane. Da queste analisi condotta dalla Banca Centrale Europea e dell'EBA, 9 banche italiane su 15 sono state bocciate e 25 banche sono state bocciate a livello europeo. Sono state bocciate sui rendimenti del 2013 che erano risultati molto scadenti. In realtà le banche finali che sono state bocciate sono state 2 perché nel contempo dalla fine del 2013 al risultato di stress test sono stati fatti tutti una serie di capitali per mettere in regola queste banche. Inoltre c'è stato un discorso positivo per le banche italiane che è la rivalutazione delle partecipazioni in Banca d'Italia, quindi alla fine solamente 2 banche (Monte Paschi e Carige) sono state costrette a fare aumenti di capitale. Il legislatore europeo si sforza di spingere il credito mettendo le banche in condizione di erogarne di più. Per far questo è stato introdotto un nuovo programma che si chiama TLTRO dove si dispone che i soldi erogati devono essere destinati all'economia reale. Questa è una situazione molto positiva che sicuramente spingerà il credito, però introduce anche uno scenario competitivo molto difficile. Come risultato del TLTRO noi ci aspettiamo una notevole diminuzione degli asset spread perché (come si vede dal grafico a sinistra) si crea una situazione asimmetrica. Per esempio Intesa era una banca che nel giugno 2014 non aveva nessun finanziamento dalla ECB ora improvvisamente si trova ad avere 27.5 miliardi di fondi a tassi molto bassi che può utilizzare per generare competizione con altre banche. Invece altre banche non si trovano nella stessa situazione di Intesa. Alcune, come il Monte Paschi e la UBI, hanno un TLTRO che è inferiore rispetto al LTRO che avevano nel giugno 2014. Quindi il TLTRO crea una situazione di disparità a livello competitivo.

L'altro aspetto che il regolatore menziona è quello di mettere dei "pesi" ai Titoli di Stato. Questa è ancora una discussione in corso, ma a lato di questo c'è un altro filone che è quello anticipato da Daniele Nouy. Daniele Nouy dice che non è tanto una questione di pesi, ma bisogna limitare l'investimento in Titoli sovrani al 25% dell'equity delle banche. Tutto questo ha una logica di fondo, cioè voler interrompere il nesso tra le banche e il debito sovrano. A questo punto le banche italiane non solo dovrebbero investire in BTP, ma anche in Titoli francesi, tedeschi, scandinavi,



ecc. e lo stesso dovrebbero fare le altre banche europee. Se dovesse essere introdotto questo limite del 25% non ci sarebbe un discorso di capitale, ma le banche dovrebbero vedere questi BTP che hanno in portafoglio, però l'impatto sulla profittabilità delle banche sarebbe brutale.

In sostanza le nuove direzioni per le banche del futuro si stanno delineando, ci troviamo in un ambiente migliore rispetto a quello precedente, ma ancora molto duro. Una curva di tassi piatti pone un limite intrinseco dei profitti realizzabili tramite intermediazione bancaria in un'ottica multi periodo. Quindi nel nuovo ambiente riteniamo che le banche saranno sempre più portate a finanziare capitale circolante, cioè le attività operative di un'azienda, ma meno portate a finanziare gli investimenti veri e propri in un'ottica di lungo periodo. Al contempo è prevedibile che le banche si scostino dall'impostazione tradizionale basata sul credito all'impresa per orientarsi progressivamente al mass market. Prodotti come il credito al consumo e mutuo residenziali, secondo noi, assumeranno un peso sempre crescente nei bilanci bancari perché sono prodotti standard dove aspetti relazionali e/o un'analisi approfondita del debitore non sono richiesti. Le banche, pertanto, in futuro avranno molti meno sportelli e personale. In un ambiente tassi zero anche il valore dei depositi, per l'attività bancaria tradizionale, per definizione è prossima allo zero, quindi le banche dotate di funding andranno sempre più a canalizzare i depositi della clientela verso il credito e altre forme alternative di investimento come Fondi comuni e prodotti vita.

In questo contesto le banche del futuro saranno con meno ricavi, meno costi e con meno perdite su crediti rispetto a quello che si è visto in tempi recenti.

Infine da M&A ci aspettiamo tra le banche italiane perché è un punto molto spinto a livello politico, però ci aspettiamo che questo sia un passaggio intermedio e che sia un M&A transfrontaliero. Anche il regolatore favorirebbe questo tipo di approccio in quanto un'esposizione eccessiva a una singola economia può pregiudicare la stabilità delle banche stesse nel caso riscontrasse dei problemi.

La situazione di mercato continua ad essere relativamente positiva sul settore banche italiane qualche presa di profitto in più, però gli investitori continuano a vedere questo sistema come investibile dove ci sono delle sfide, ma anche delle opportunità.

New directions: more distribution / cross-border M&A

Bank of America Merrill Lynch

- Gradually exiting the crisis but traditional commercial banking will remain a difficult proposition
 - Higher regulatory focus
 - Persistent low interest rates
 - Legacy assets
- So far banks have acted on the following levers
 - Out of lending into:
 - Sovereign bonds exposure
 - Asset management
 - Heavy cost cutting
 - Improved underwriting standards
- Banks → from manage to distribute
 - Increased focus on mass market / consumer lending
 - Increased recourse to securitisations
 - Lower branches / more internet
 - More placements on behalf of 3rd party issuers (corporates shift from bank loans to bonds)
 - More short term vs. long term credit
 - Lower NII / higher fees / lower costs / lower loan losses
- Scale will be the name of the game
 - Domestic M&A, although liked by the market, would probably not be resolute
 - Cross border M&A would cement EU banking union

© 2014 Bank of America Merrill Lynch