



Impatti della crisi finanziaria sulle politiche di raccolta delle banche e sulle scelte degli investitori

Salone del Risparmio



MEDIOBANCA

20 aprile 2012

Disclaimer

Questa presentazione (di seguito la “Presentazione”) è stata redatta da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito “Mediobanca”). Mediobanca non può essere ritenuta responsabile né può assumersi responsabilità alcuna sulle conseguenze finanziarie, fiscali o di altra natura che potrebbero derivare dall'utilizzazione di tali informazioni. Sebbene le informazioni ivi contenute siano ottenute da fonti ritenute attendibili, non devono considerarsi necessariamente complete ed esaustive e l'accuratezza delle stesse non è in alcun modo garantita. Mediobanca non sarà obbligata rispetto al destinatario ad aggiornare o correggere una qualsivoglia informazione contenuta nella Presentazione e per ogni dubbio ad esse relativo si consiglia agli investitori di ricorrere al parere di un consulente professionale indipendente.

La Presentazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione ed a titolo meramente indicativo; pertanto nulla del suo contenuto deve essere inteso come ricerca in materia di investimenti, proposta di conclusione di contratto, offerta al pubblico di prodotti finanziari, consiglio o raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario.

L'eventuale coinvolgimento di Mediobanca nelle operazioni descritte nella Presentazione è soggetto all'ottenimento delle autorizzazioni previste dalle procedure e dai regolamenti interni di Mediobanca. La Presentazione non rappresenta un'offerta a fermo, né un impegno da parte di Mediobanca a sottoscrivere un qualsiasi prodotto finanziario.

Qualsiasi offerta o invito all'offerta, sollecitazione o raccomandazione a concludere un'operazione può essere fatta solo sulla base del relativo documento di offerta o, dove previsto, di un prospetto, che può essere gratuitamente visionato ed ottenuto dal sito www.mediobanca.it oppure recandosi presso la sede sociale di Mediobanca situata in Piazzetta Enrico Cuccia, 1 a Milano oppure presso gli Uffici di Rappresentanza situati in Piazza di Spagna 15 a Roma. L'acquisto di strumenti finanziari espone a determinati rischi, inclusi quello di mercato, di credito e di liquidità. Gli investitori non istituzionali dovranno accertarsi di aver compreso tutti i rischi prima di prendere la decisione di investimento e dovranno attentamente considerare se gli strumenti finanziari siano a loro adatti alla luce della propria esperienza, obiettivi, posizione finanziaria e altre circostanze. I rendimenti passati non sono garantiti e non sono indicativi di quelli futuri.

Qualsivoglia persona che acquisti successivamente gli strumenti finanziari indicati nel presente documento dovrà basarsi sui termini del relativo prospetto; in caso di contrasto tra quanto illustrato in questa presentazione e le disposizioni contenute nel relativo prospetto, prevarrà il contenuto di quest'ultimo.

La Presentazione è indirizzata esclusivamente a Voi e non può essere consegnata o divulgata a terzi né riprodotta, neppure parzialmente, senza l'autorizzazione di Mediobanca. Essa non è destinata alla distribuzione o all'utilizzo da qualsivoglia persona o ente in qualsivoglia giurisdizione o Paese in cui tale distribuzione, o utilizzo, possa essere contrario alle leggi o normative locali.

Né il presente documento, né alcuna sua copia possono essere trasmessi o portati negli Stati Uniti o ad un soggetto statunitense.

Mediobanca è la capogruppo del Gruppo bancario Mediobanca, le cui società sono impegnate in un'ampia gamma di operazioni finanziarie, sia per conto proprio sia per conto dei propri clienti. E' possibile che Mediobanca, o alcuna delle controllate o collegate, o alcuno dei clienti di Mediobanca o del Gruppo ad essa facente capo, abbiano stipulato accordi o detengano partecipazioni, ovvero compiano, o abbiano compiuto, operazioni che determinino una potenziale situazione di conflitto di interessi rispetto alle operazioni descritte nel Documento. Qualora dovessero sorgere conflitti di interesse nella prestazione di detto incarico, questi saranno gestiti in modo da non arrecare pregiudizio agli interessi dei clienti, in conformità a quanto previsto dalla Direttiva 2004/39/CE e relative disposizioni di secondo livello, nonché dalle rispettive norme di recepimento e attuazione in Italia e dalla politica di gestione dei conflitti di interesse adottata da Mediobanca.

©Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. Tutti i diritti sono riservati, salvo diversa autorizzazione esplicita. E' vietata la riproduzione in qualsiasi forma, parziale o totale, del contenuto di questa presentazione senza il nostro preventivo consenso scritto, tranne che per il solo utilizzo personale.

..

Indice

1. **Contesto macroeconomico**
2. **Interventi della BCE**
3. **Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari**

Appendice



Contesto macroeconomico

Sezione 1



MEDIOBANCA

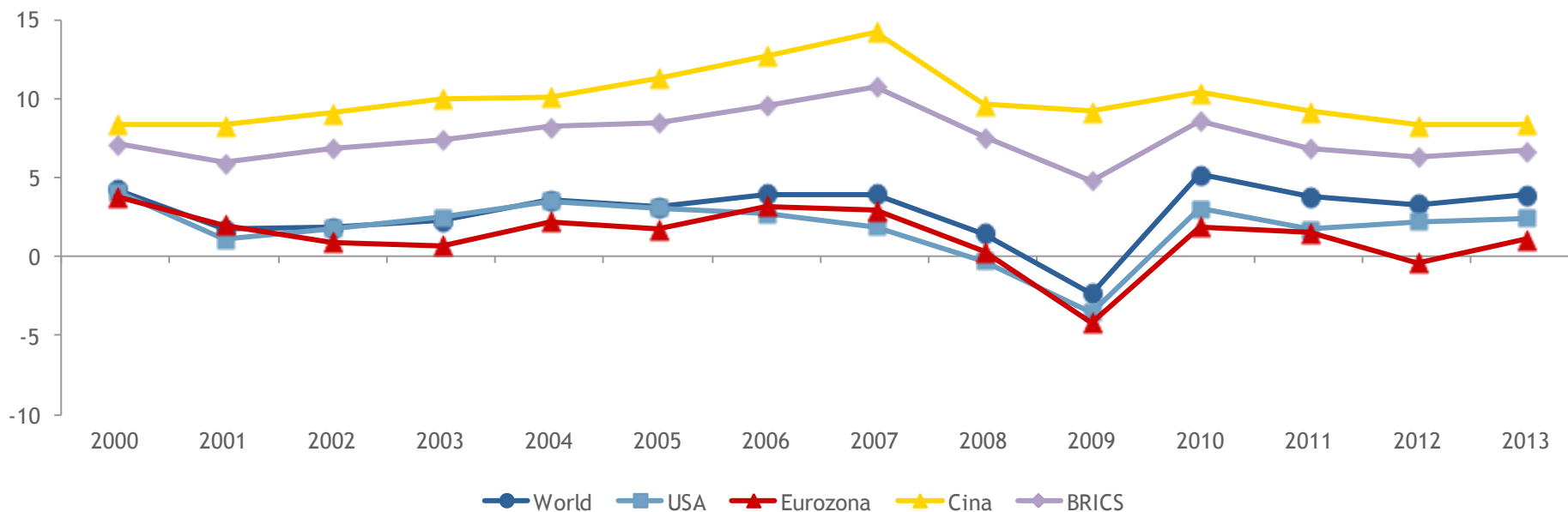
Area Internazionale - Stime FMI

Contesto macroeconomico

Sezione 1

- ◆ La crescita del PIL nel 2012 a livello mondiale dovrebbe ulteriormente rallentare rispetto al 2011 (3,5% nel 2012, 3,8% nel 2011 e 5,2% nel 2010)
- ◆ Il rallentamento dovrebbe essere evidente sia nelle Economie Avanzate (1,4% nel 2012, 1,6% nel 2011 e 3,2% nel 2010) che nelle Economie Emergenti e in via di Sviluppo (5,7% nel 2012, 6,2% nel 2011 e 7,3% nel 2010)
- ◆ Le previsioni per il 2013 indicano una ripresa della crescita sui livelli del 2011

Andamento del PIL Mondiale (variazione annua %)



Fonte: Bloomberg e FMI

Area Internazionale - Stime FMI (segue)

Contesto macroeconomico

Sezione 1

Economie Avanzate

- ◆ Negli Stati Uniti la crescita stimata sarebbe favorita da
 - ◆ ripresa del mercato del lavoro
 - ◆ elevati investimenti aziendali
 - ◆ minor tasso di risparmio
 - ◆ politiche monetarie e fiscali espansivementre
- ◆ Nell'area Euro dovrebbe registrarsi una stagnazione o una debole recessione causata da
 - ◆ permanenza di spread elevati sui titoli governativi (sebbene in calo rispetto ai massimi)
 - ◆ politiche fiscali restrittive
 - ◆ effetti del deleveraging delle banche e del settore privato sull'economia reale

Economie Emergenti e in via di Sviluppo

- ◆ Il rallentamento della crescita sarà dovuto principalmente a
 - ◆ effetti delle politiche monetarie restrittive attuate da alcuni paesi nel corso del 2010 e del 2011
 - ◆ rallentamento delle esportazioni causate dal calo della domanda globale
 - ◆ minori investimenti come conseguenza della volatilità dei flussi di capitale e delle politiche monetarie interne

- ◆ Le ultime previsioni effettuate dall'Ufficio Studi della BCE segnalano una stabilizzazione dell'attività economica



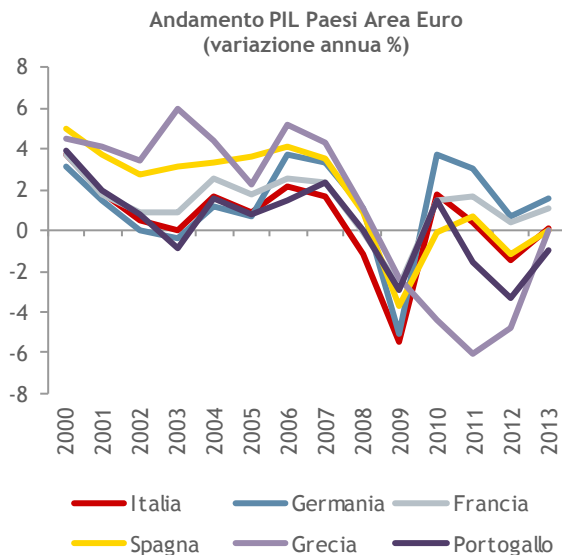
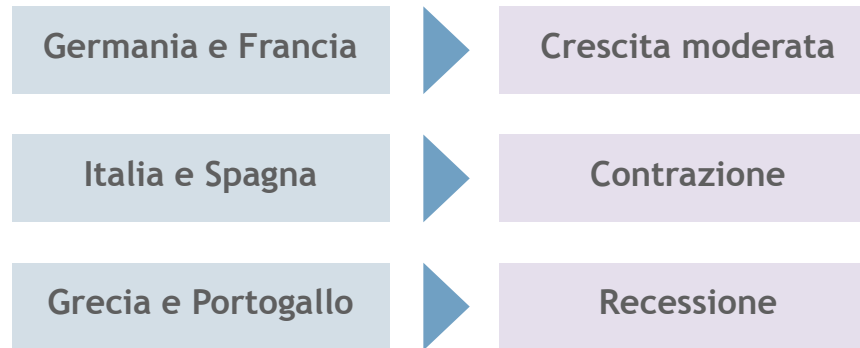
* Proiezioni macroeconomiche di marzo della BCE

Area Euro (segue)

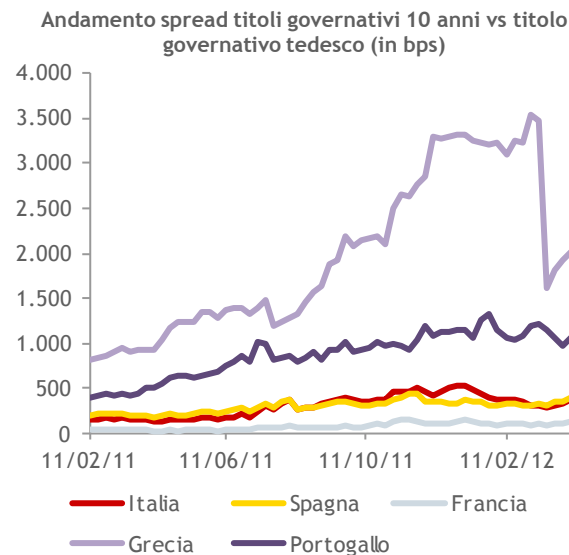
Contesto macroeconomico

Sezione 1

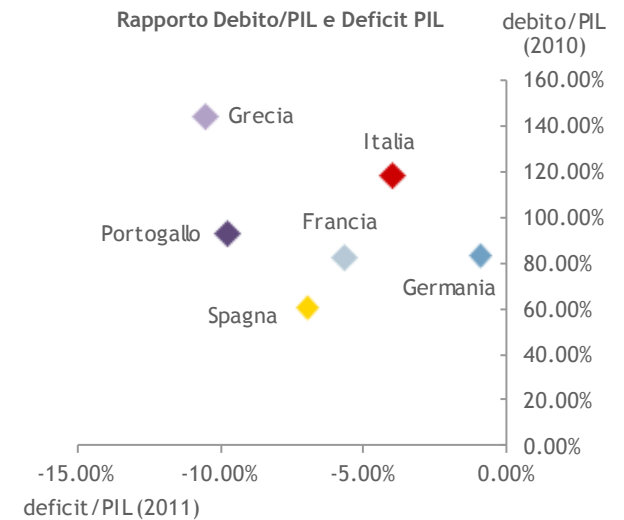
- ◆ All'interno dell'Area Euro le previsioni sul tasso di crescita sono differenti tra i Paesi core (Germania e Francia), i Paesi semi-periferici (Italia e Spagna) e i Paesi periferici (Grecia e Portogallo)



Fonte: Bloomberg e FMI



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg ed Eurostat



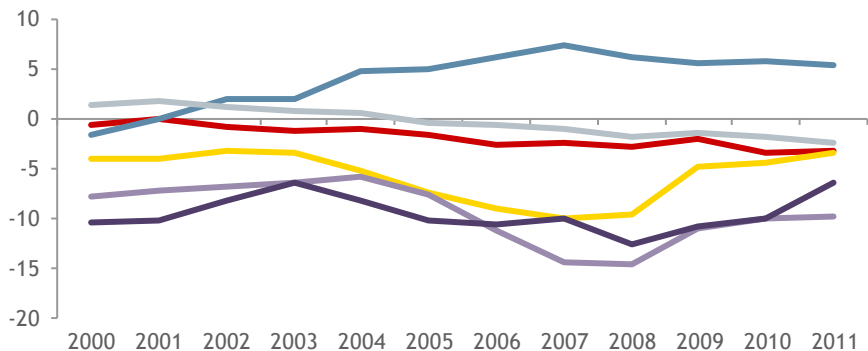
MEDIOBANCA

Area Euro (segue)

Contesto macroeconomico

Sezione 1

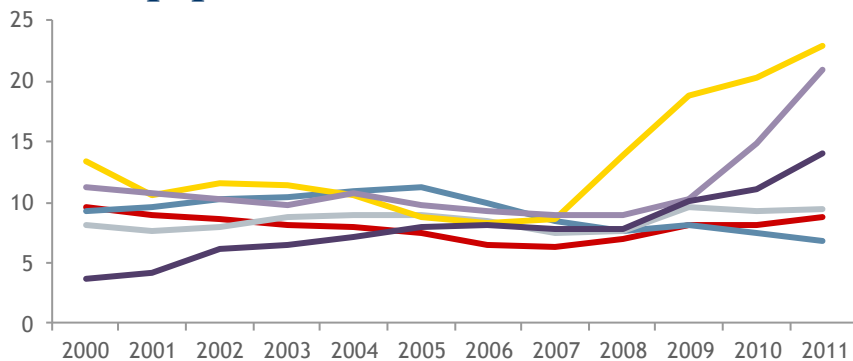
Andamento Bilancia Commerciale Paesi Area Euro (%PIL)



— Italia — Germania — Francia — Spagna — Grecia — Portogallo

Fonte: Bloomberg

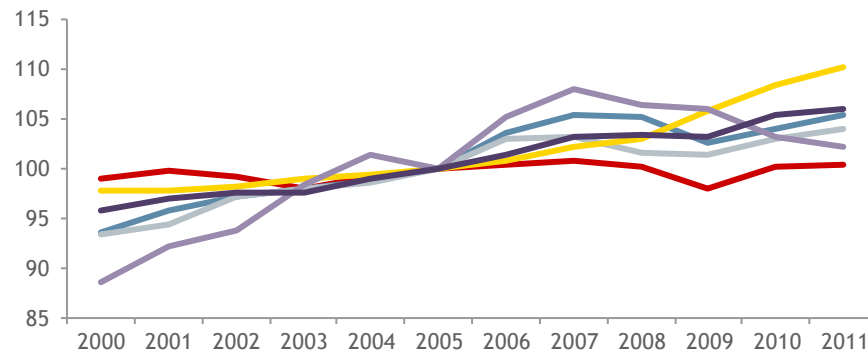
Andamento Tasso di Disoccupazione Paesi Area Euro (% popolazione attiva)



— Italia — Germania — Francia — Spagna — Grecia — Portogallo

Fonte: Bloomberg ed Eurostat

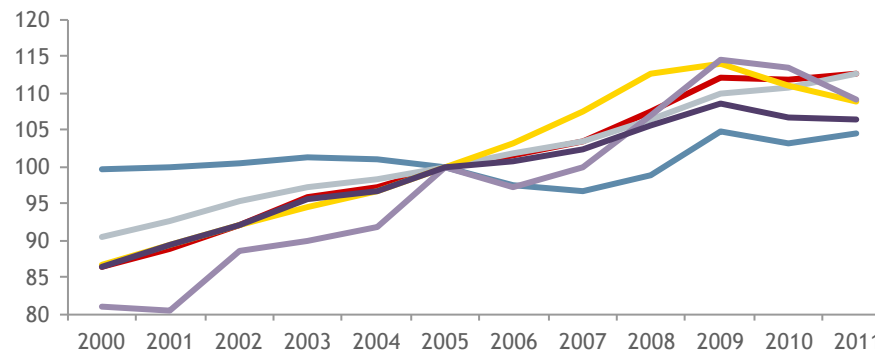
Andamento Produttività del Lavoro Oraria Paesi Area Euro (2005=100)



— Italia — Germania — Francia — Spagna — Grecia — Portogallo

Fonte: BCE

Andamento Costo del Lavoro Oraria Paesi Area Euro (2005=100)



— Italia — Germania — Francia — Spagna — Grecia — Portogallo

Fonte: BCE

Le politiche fiscali restrittive e la bassa competitività delle esportazioni pesano negativamente sulla crescita del PIL dei paesi periferici e semi periferici

Politiche fiscali
restrittive

- ◆ Dovrebbero continuare nel corso del 2012 e 2013 con l'obiettivo di stabilizzare il rapporto debito/PIL (per l'**Italia** e la **Spagna**) o di farlo diminuire (per la **Grecia**)
- ◆ Potrebbero portare ad una forte contrazione del PIL rendendo difficile il processo di risanamento delle finanze pubbliche, come già successo in **Grecia** e, in parte, in **Portogallo**

Bassa competitività
delle esportazioni

- ◆ E' un fattore che ha accompagnato la storia recente di quei Paesi che in questo momento si trovano più in difficoltà (**Italia, Grecia, Spagna e Portogallo**)
- ◆ Il fenomeno è stato accentuato da
 - ◆ assenza o irrilevanza di un tessuto produttivo che faccia leva su variabili diverse da quella del prezzo (soprattutto per Grecia, Spagna e Portogallo)
 - ◆ aumento del costo del lavoro
 - ◆ impossibilità di far leva sulla svalutazione valutaria dopo l'introduzione dell'Euro

Area Euro (segue)

Contesto macroeconomico

Sezione 1

ITALIA

I titoli di stato italiani restano vulnerabili a nuovi periodi di tensione sul mercato

La fase peggiore della crisi finanziaria è probabilmente superata ma l'Italia presenta tuttora problemi cronici legati alla

- ◆ scarsa competitività
- ◆ bassa crescita economica
- ◆ alto debito pubblico
- ◆ mancanza di riforme strutturali

SPAGNA

Il premio per il rischio dei titoli di Stato è ritornato a crescere dopo una fase di discesa nei primi mesi del 2012

La Spagna sta attraversando un momento particolarmente difficile

- ◆ elevato rapporto deficit/PIL
- ◆ bassa crescita economica
- ◆ elevato tasso di disoccupazione (il più alto in Europa, con un picco di quasi il 50% tra i giovani)
- ◆ crisi del settore immobiliare che pesa sui bilanci delle banche (fortemente esposte al settore immobiliare)
- ◆ difficoltà da parte del Governo Centrale a monitorare le dinamiche di spesa delle autonomie locali

Area Euro (segue)

Contesto macroeconomico

Sezione 1

GRECIA

Le probabilità di un terzo piano di salvataggio sono alte

- ◆ Dopo la ristrutturazione del debito l'attenzione verso la Grecia si concentra da un lato sull'implementazione del programma di austerità e dall'altro sulle prospettive di crescita dell'economia
- ◆ Le misure previste del programma potrebbero accentuare la crisi economica impedendo il raggiungimento del rapporto debito/PIL previsto per il 2020 e pari al 116,5%
- ◆ Un contributo positivo alla crescita potrebbe venire dalle esportazioni verso Paesi esterni all'Eurozona (72% del totale delle esportazioni)
- ◆ La riduzione delle partite correnti potrebbe arrivare dalla riduzione del costo del lavoro e dalle riforme strutturali previste dal piano

PORTOGALLO

Per molti potrebbe essere la prossima Grecia

- ◆ Infatti
 - ◆ bassa crescita registrata nel corso degli ultimi 10 anni
 - ◆ scarsa competitività del paese sui mercati internazionali
 - ◆ economia relativamente chiusa
- ◆ Anche se rispetto alla Grecia
 - ◆ livelli del deficit e del debito più basso
 - ◆ maggiore credibilità "storica" nell'implementazione delle misure concordate
 - ◆ processo di riforme a livello di pensioni e amministrazione pubblica più avanzato

Al momento sembra più probabile un nuovo programma di aiuti per il rifinanziamento del debito piuttosto che una ristrutturazione dello stesso

Contesto macroeconomico

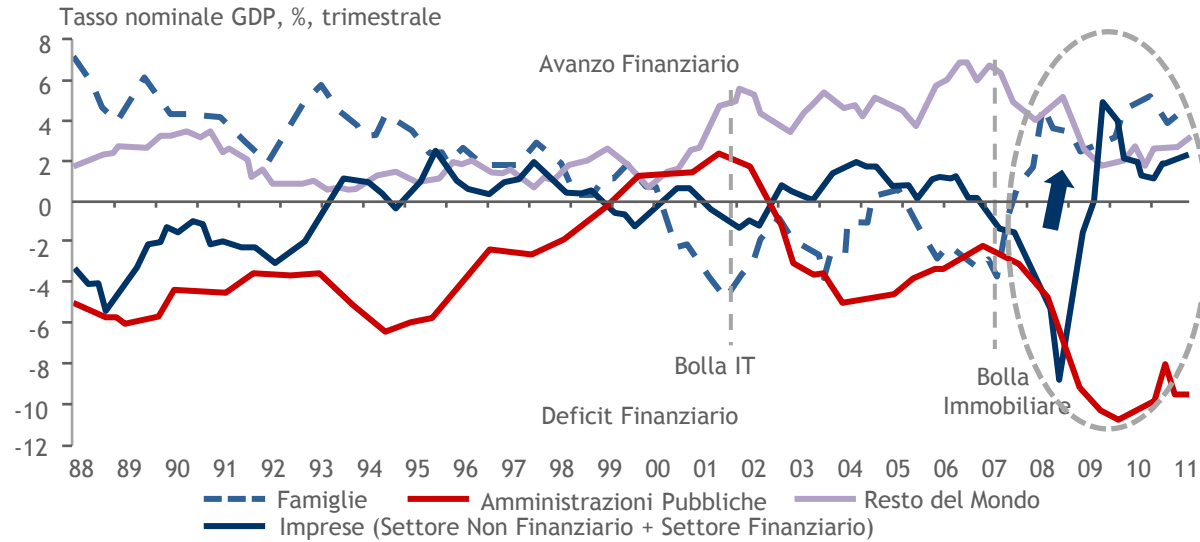
Stati Uniti ed Area Euro:
una crisi con molte
similitudini

“Recessione
di bilancio”



- Dopo lo scoppio della bolla legata ad un indebitamento eccessivo il settore privato sta reagendo cercando di minimizzare il debito invece di massimizzare i profitti
- E' un'anomalia in un contesto di tassi reali molto bassi

Sezione 1

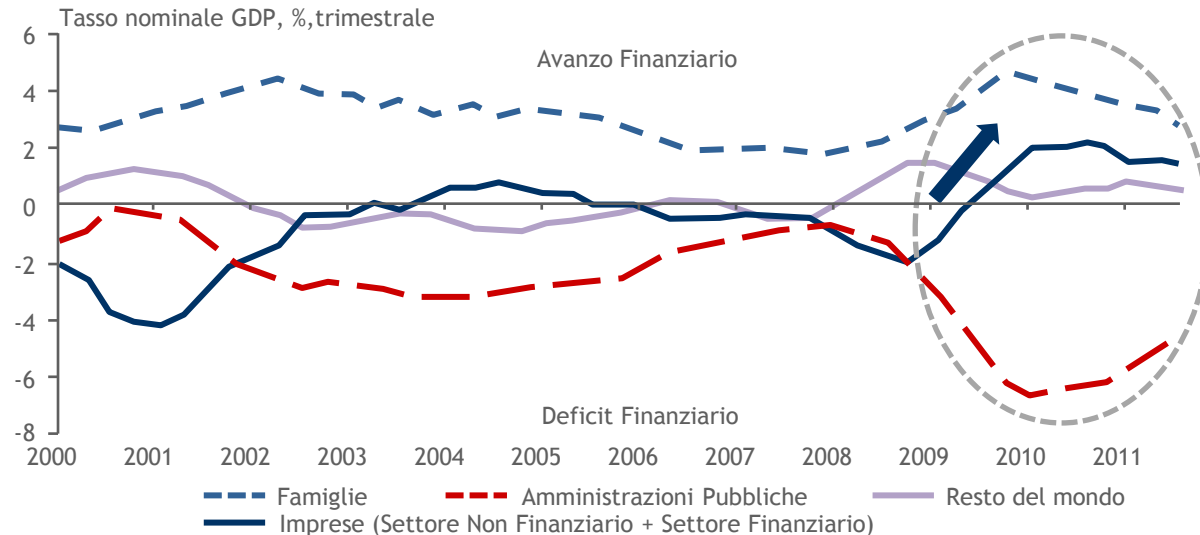


Variazione dal
4Q 2006 nel
Settore privato:
9,00% del GDP
Impresa: 2,15%
Famiglie: 6,86%



Variazione dal
4Q 2006 nel
Settore pubblico:
7,28% del GDP

Note: Fonte FED



Variazione dal
4Q 2006 nel
Settore privato:
3,66% del GDP
Impresa: 3,12%
Famiglie: 0,54%



Variazione dal
4Q 2006 nel
Settore pubblico:
3,12% del GDP

Note: Fonte BCE

Contesto macroeconomico (segue)

Sezione 1

..... ma con risposte in parte differenti

Stati Uniti

Politiche monetarie espansive

Politiche fiscali espansive

Area Euro

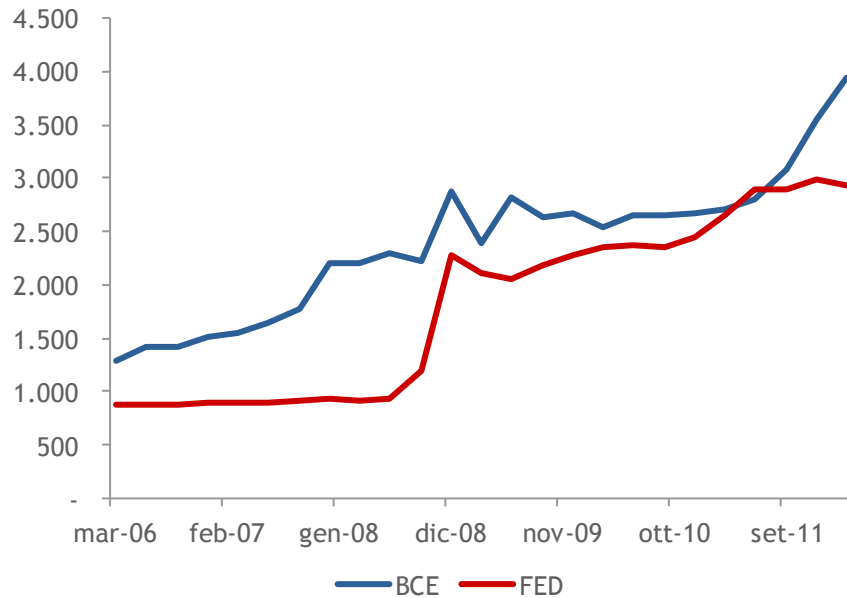
Politiche monetarie espansive

Politiche fiscali restrittive

Contesto macroeconomico (segue)

Sezione 1

Attivo BCE e FED (USDmld)



Fonte: BCE e FED

Rapporto Deficit/PIL (% del PIL)



Fonte: Bloomberg

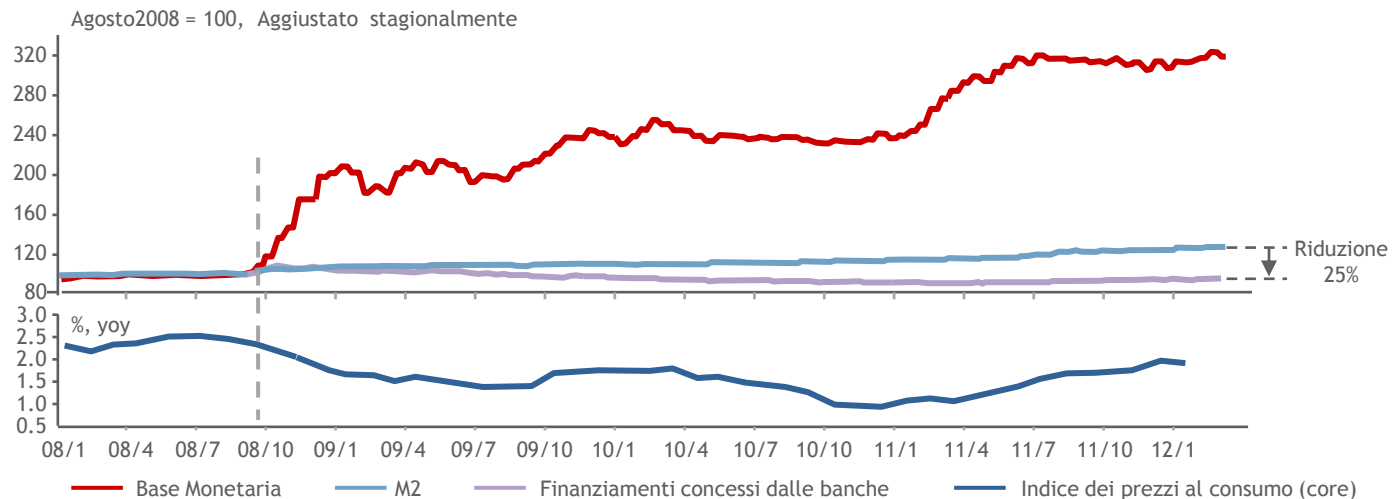
Se l'obiettivo è stimolare la ripresa economica, l'esperienza giapponese degli anni '90 ha dimostrato che in un contesto di "recessione di bilancio" e di deleveraging del settore privato adottare politiche fiscali restrittive potrebbe essere un errore

Contesto macroeconomico (segue)

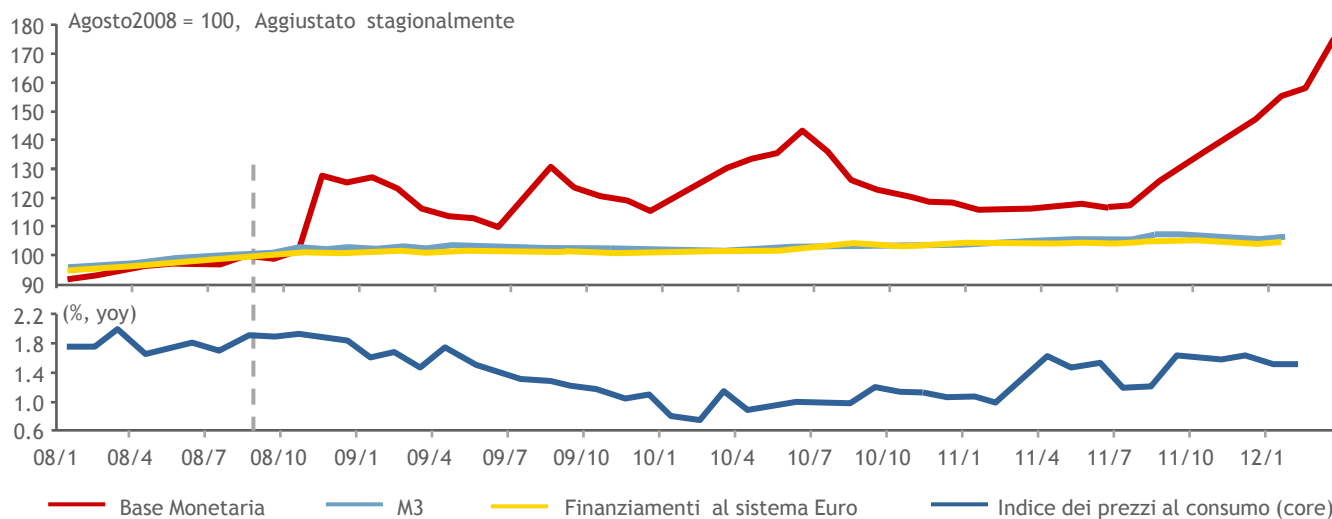
In un contesto di tassi di interesse bassi una politica monetaria espansiva è meno efficace di quanto lo sarebbe in altri contesti e lo dimostra il fatto che la grande crescita della base monetaria non si è tradotta in una equivalente crescita dell'offerta di moneta e dei finanziamenti all'economia

Crescita contenuta dell'inflazione

Sezione 1



Fonte FED



Fonte BCE

Interventi della BCE

Sezione 2



MEDIOBANCA

Interventi della BCE

Sezione 2

- ◆ Le tensioni sul debito sovrano, iniziate nel corso del 2011 e acuitesi negli ultimi mesi del 2011, hanno interessato molti paesi dell'area Euro assumendo rilevanza sistemica
- ◆ I corsi dei titoli di Stato hanno risentito dell'incertezza nelle risposte politiche alla creazione di meccanismi di gestione della crisi e del peggioramento delle prospettive di crescita dell'area dell'Euro
- ◆ L'avversione al rischio degli investitori ha accentuato il 1) flight-to-quality verso attività considerate sicure e 2) costituzione di riserve monetarie
- ◆ La situazione di crescente incertezza e sfiducia nei confronti del sistema bancario ha portato alla chiusura del mercato finanziario a breve termine della carta commerciale nonché di quello istituzionale all'ingrosso a medio/lungo termine (in particolare titoli senior unsecured)
- ◆ I titoli sovrani e quelli delle banche di alcuni paesi europei hanno subito declassamenti importanti dei rating

Per far fronte a questa situazione la BCE ha adottato

Misure di politica monetaria convenzionale e non convenzionale

Azioni

◆ 10 maggio 2010

Avvio di un Programma di Acquisto di titoli obbligazionari governativi emessi nell'area Euro (**Security Markets Programme**) (*misura non convenzionale*)

◆ 6 ottobre 2011

Avvio di un secondo Programma di Acquisto di obbligazioni garantite (covered bond) (*misura non convenzionale*)

◆ 3 novembre 2011

Riduzione di 25 punti base sia del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali che sulle operazioni di rifinanziamento e sui depositi, rispettivamente all'1,25%, 2,00% e 0,50% (*misura convenzionale*)

◆ 8 dicembre 2011

Ulteriore riduzione di 25 punti base sia del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali che sulle operazioni di rifinanziamento e sui depositi, rispettivamente all'1,00%, 1,75% e 0,25% (*misura convenzionale*)

Adozioni di *misure non convenzionali* aggiuntive

- a) riduzione, a partire dal 2012, del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche dal 2% all'1%
- b) aumento degli attivi disponibili per il rifinanziamento
- c) decisione di effettuare due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (**LTRO**) di durata pari a 36 mesi, con opzione di rimborso anticipato dopo un anno

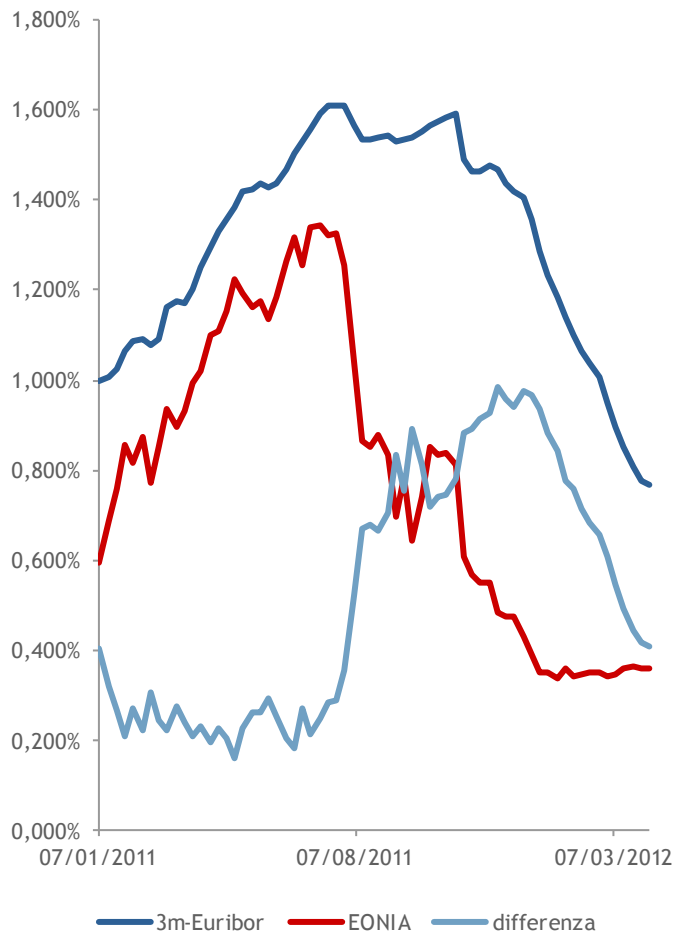
Obiettivo

- ◆ Liberare attività stanziabili in garanzia e sostenere l'attività del mercato monetario
- ◆ Ridurre i timori sulla capacità di raccolta delle banche e di conseguenza sostenere la loro capacità di finanziamento all'economia
- ◆ Contrastare i malfunzionamenti del meccanismo di trasmissione della politica monetaria derivanti dalla crisi del debito sovrano
- ◆ Sostenere i prezzi dei titoli governativi

Interventi della BCE

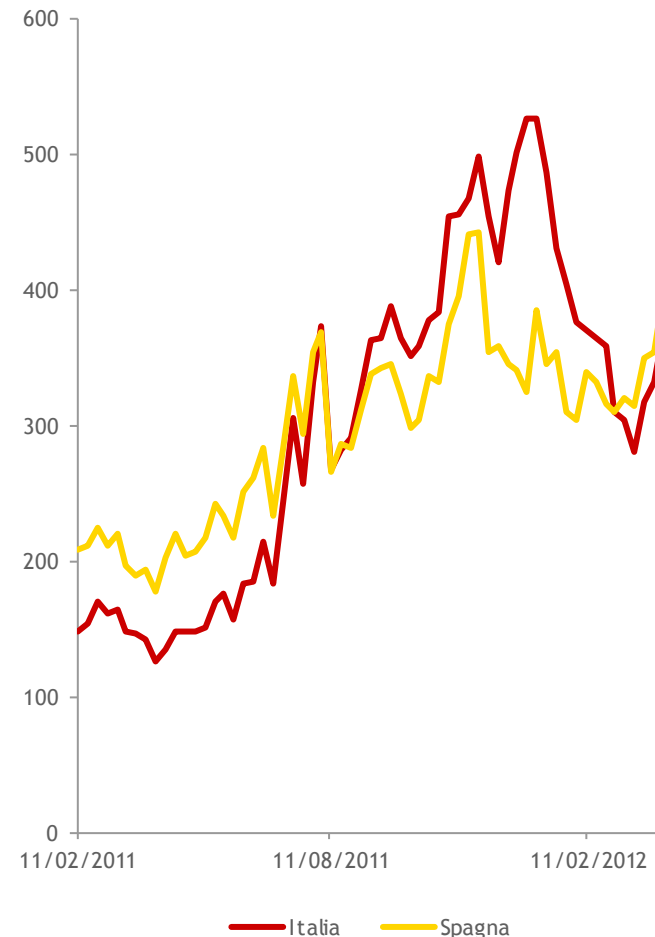
Sezione 2

Andamento dello spread EONIA-3mEuribor



Fonte: Bloomberg

Andamento spread titoli governativi a 10 anni (Italia e Spagna) vs titolo governativo Germania (in bps)



Fonte: Bloomberg

Effetto: riduzione

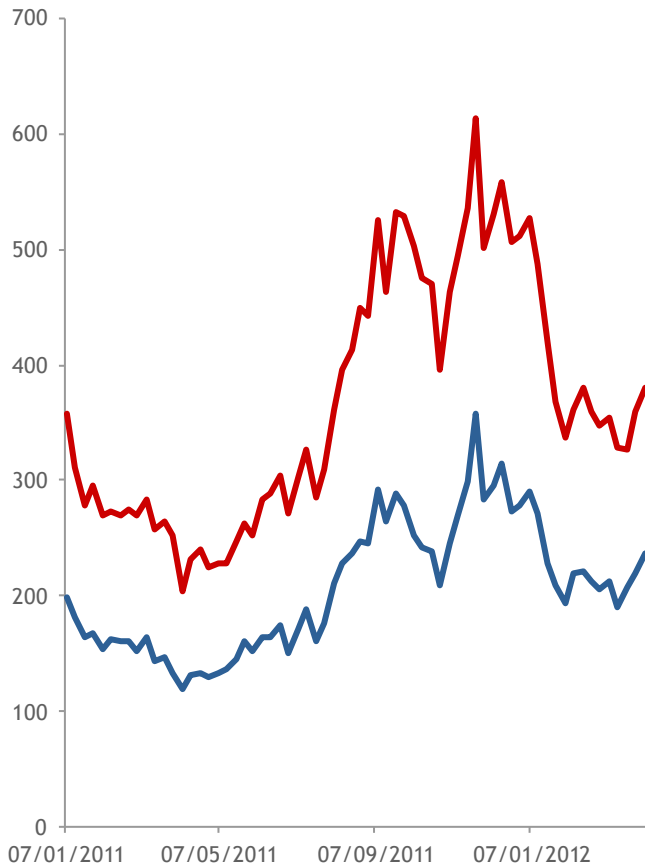
Effetto: riduzione



Interventi della BCE

Sezione 2

Andamento degli indici di credito del settore finanziario (in bps)



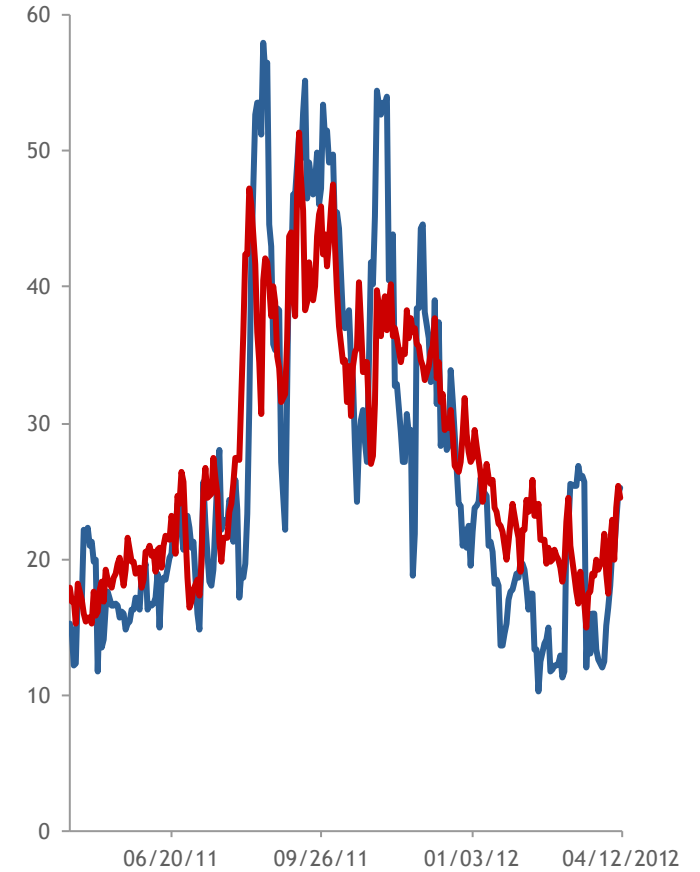
— ITRX finanziario senior 5y
— ITRX finanziario subordinato 5y

Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Andamento della volatilità dell'EuroSTOXX50 (%)



— Volatilità storica 10 gg — Volatilità implicita

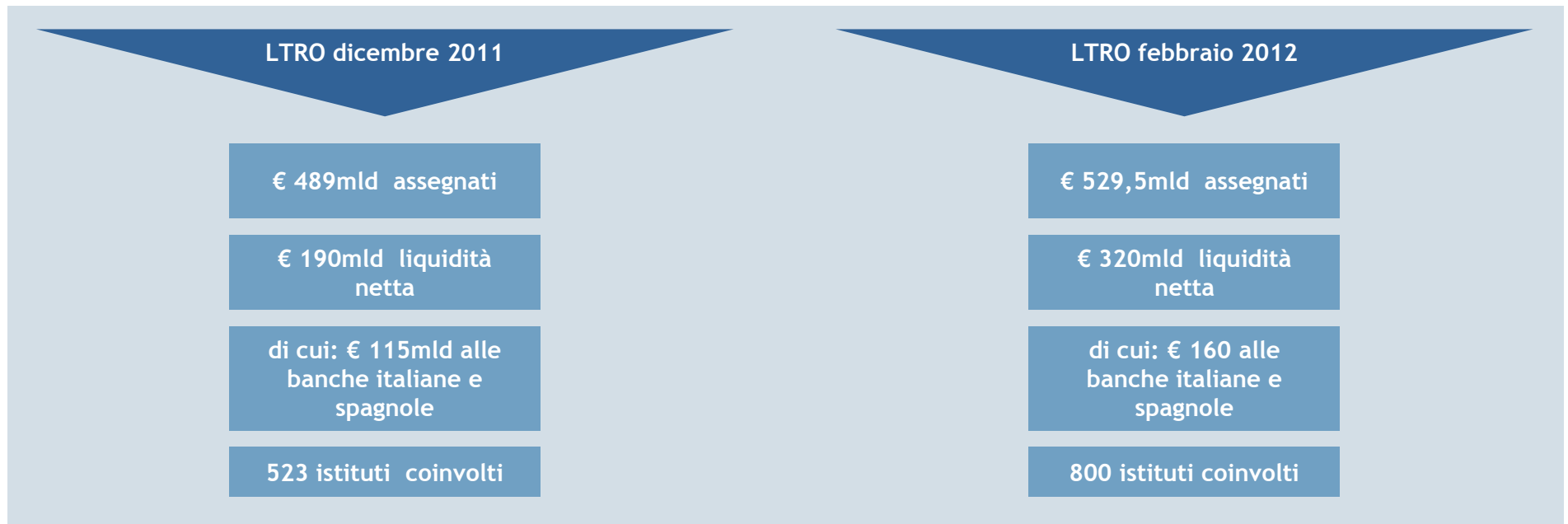


LTRO che cos'è?

Interventi della BCE

Sezione 2

- ◆ Acronimo di **Long-Term Refinancing Operation**: individua le operazioni di rifinanziamento a più a lungo termine introdotte dalla Banca Centrale Europea a favore degli istituti di credito. L'istituto centrale intende così mettere in condizione le banche di sostenere l'economia reale, scongiurando in tal modo gli effetti del credit crunch che ha caratterizzato i momenti di elevata tensione finanziaria



LTRO e Quantative Easing (“QE”): diversi ma simili

Interventi della BCE

Sezione 2

- ◆ Il QE è una modalità con cui avviene la creazione di moneta da parte delle banche centrali che viene iniettata nel sistema finanziario ed economico con operazioni di mercato aperto. E' uno strumento “non convenzionale” di politica monetaria utilizzata dalle Banche Centrali per stimolare l'economia quando gli strumenti “convenzionali” di politica monetaria non funzionano. Ciò accade in particolare quando i tassi d'interesse nominali sono molto bassi (“trappola della liquidità”)

Banca Centrale

Acquisto di attività finanziarie sul mercato aperto con l'obiettivo di incrementare l'offerta di moneta in circolazione

Effetti positivi

- ✓ Aumento dei prezzi delle attività finanziarie acquistate
- ✓ Riduzione dei tassi di interesse a medio/lungo termine
- ✓ Stimolo all'economia
- ✓ Fattore di contrasto ad eventuali spinte deflazionistiche
- ✓ Effetto ricchezza conseguente l'aumento del valore delle attività

Effetti negativi

- ✗ Crescita inflazionistica (rischio ancora non presente nelle economie avanzate perché c'è ancora una capacità produttiva non utilizzata)
- ✗ Rischio di bolla nei prezzi delle attività finanziarie/reali

Molti effetti positivi ma politiche non prive di rischi

Interventi della BCE

Interventi della BCE

Sezione 2

LTRO/BCE

- ◆ E' un finanziamento collateralizzato
- ◆ E' un pronti contro termine con date certe
- ◆ Il collateral accettato non é privo di rischio e non é conosciuto dalla BCE a priori
- ◆ Esecuzione non protratta nel tempo
- ◆ Le banche possono utilizzare la liquidità come preferiscono

VS

QE Fed/Bank of England

- ◆ Acquisto sul mercato di titoli governativi
- ◆ Non é un pronti contro termine ma nella pratica lo si può vedere come un pronti contro termine senza date certe
- ◆ Le classi di titoli acquistabili sono conosciute ex-ante dalla FED/BOE
- ◆ Esecuzione protratta nel tempo
- ◆ Vengono acquistati titoli governativi o Mortgage Bond

LTRO e Quantitative Easing sono simili nella sostanza

Impatti sui mercati finanziari delle politiche di QE

Interventi della BCE

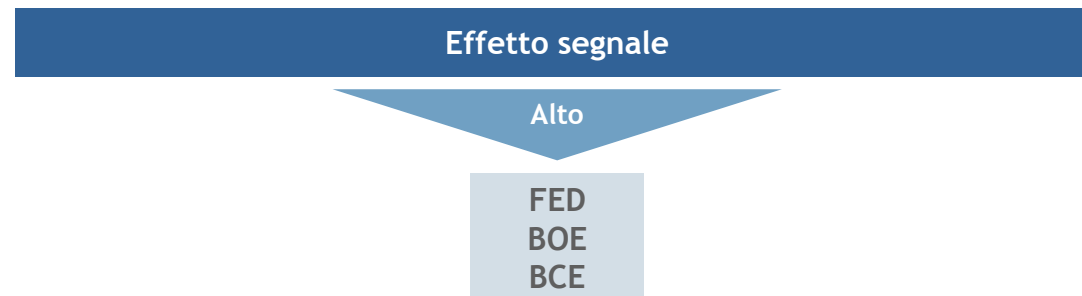
Sezione 2

- 1) L'annuncio dell'intenzione di acquistare titoli con scadenze a medio/lungo termine può favorire una riduzione dei tassi di interesse sulla parte a medio/lungo della curva e spingere gli investitori a comprare attività con una maggiore duration o un maggior rischio di credito. Questo può portare ad un incremento nei prezzi di differenti attività, inclusi i prezzi delle case e azioni



- 2) Una Banca Centrale, attraverso l'acquisto di attività finanziarie, comunica al mercato il suo orientamento verso politiche monetarie espansive. Questo può portare ad attese di tassi di interesse (a breve e a lunga) più bassi

Un impegno credibile di questo tipo può anche ridurre l'incertezza e contribuire a un clima di maggiore fiducia che si traduce in minori premi per il rischio e in un supporto nei prezzi delle attività finanziarie



Impatti sui mercati finanziari delle politiche di QE (segue)

Interventi della BCE

Sezione 2

- 3) La riduzione dei tassi di interesse a lunga, in un contesto di prezzi e salari nominali che si aggiustano lentamente, porta ad una riduzione dei tassi di interesse reali che favorisce gli investimenti di imprese e privati



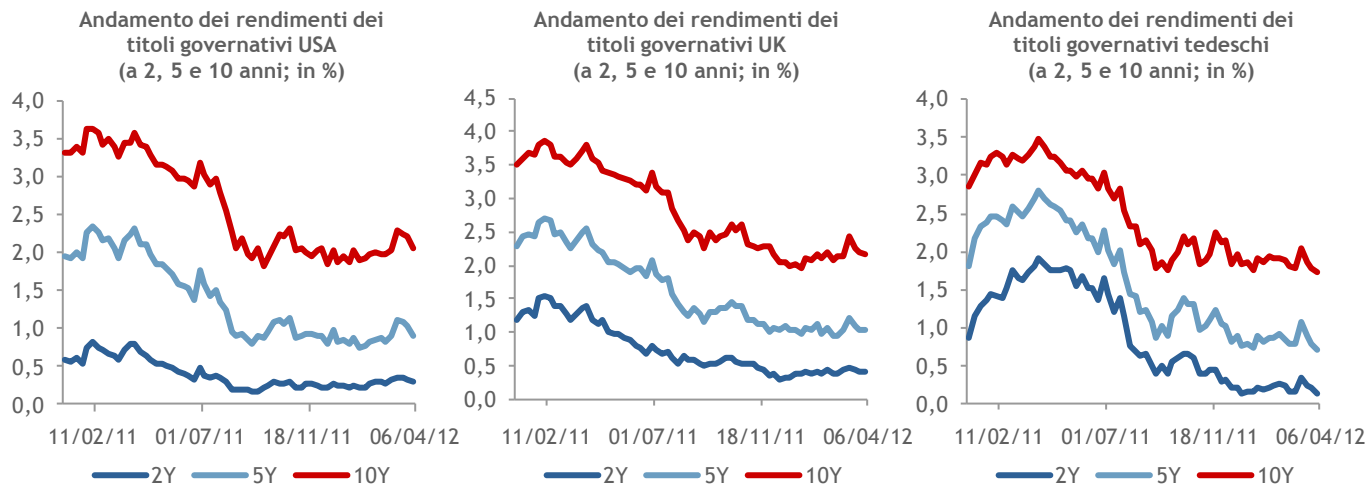
Impatti sui mercati finanziari delle politiche di QE (segue)

Interventi della BCE

Sezione 2

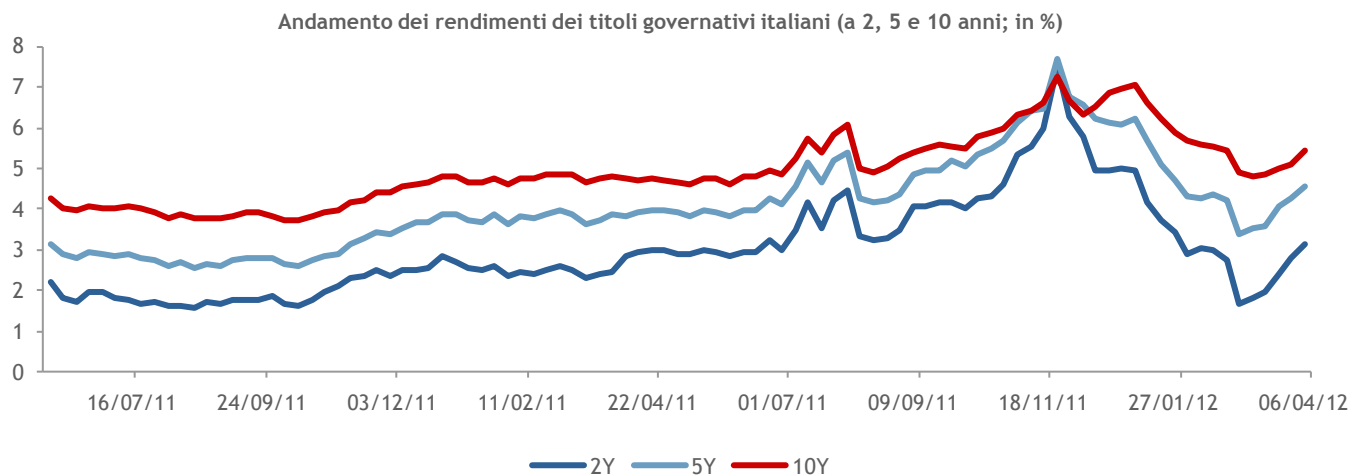
Effetti sull'andamento delle attività finanziarie

- 1) L'annuncio di politiche "non convenzionali" da parte delle Banche Centrali (FED, BOE, BEC) ha avuto un effetto forte ed immediato sul rendimento dei titoli governativi (riducendo l'offerta di titoli sul mercato)



- 2) I primi programmi hanno avuto un impatto più forte rispetto ai successivi, sia per l'effetto "novità" sia a causa del livello più alto dei tassi al momento del primo programma (la riduzione dei tassi e degli spread di credito rende meno efficaci gli interventi successivi)

➔ l'efficacia di ulteriori Programmi potrebbe essere più bassa



Fonte: Bloomberg

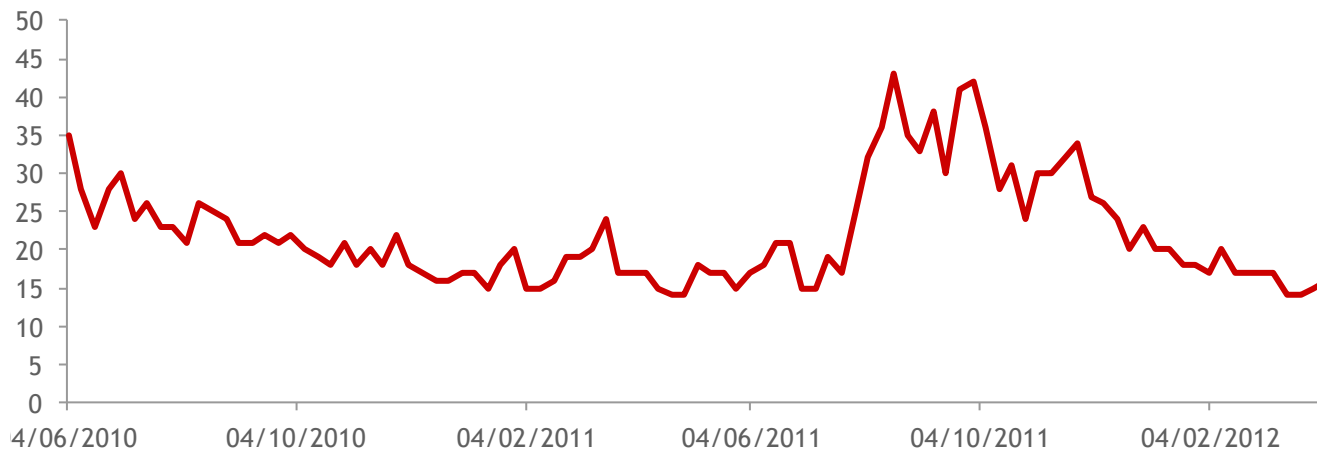
Impatti sui mercati finanziari delle politiche di QE (segue)

Interventi della BCE

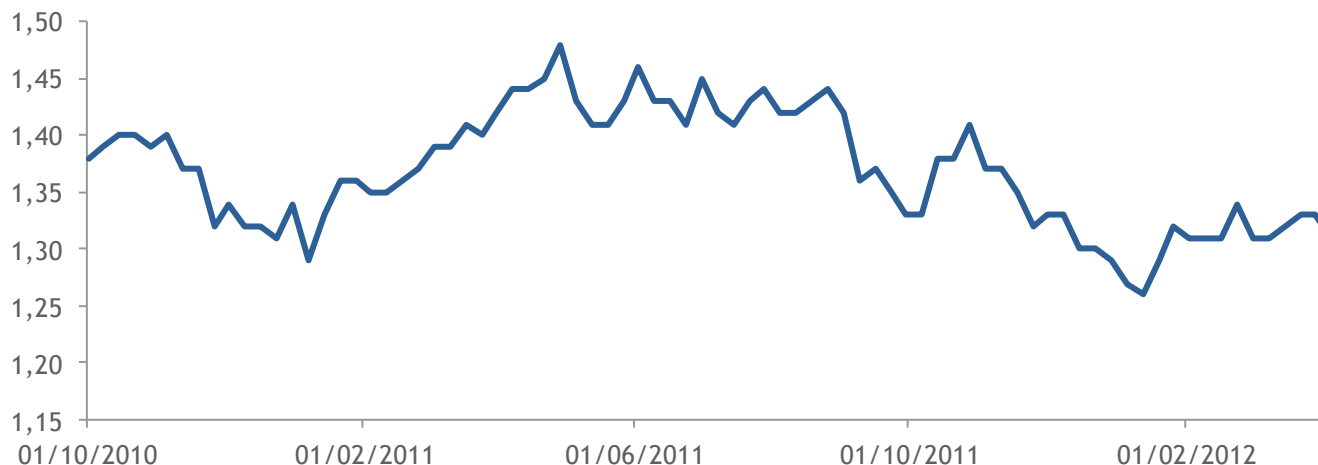
Sezione 2

- 3) L'impatto complessivo dei Programmi va ben oltre quello relativo alle attività acquistate: ne è una prova la riduzione dei rendimenti dei titoli corporate e dei financial
- 4) I Programmi hanno un effetto di stabilizzazione sui mercati: se prendiamo come proxy della volatilità in generale quella sui mercati azionari la riduzione dopo l'annuncio e l'implementazione dei Programmi è evidente
- 5) Le politiche "non convenzionali" hanno un effetto sul tasso di cambio (indebolimento della valuta del paese che le pone in essere) perchè da un lato favoriscono una discesa dei tassi di interesse e dall'altro aumentano le aspettative di una maggiore crescita inflazionistica

Andamento indice VIX (su S&P500)



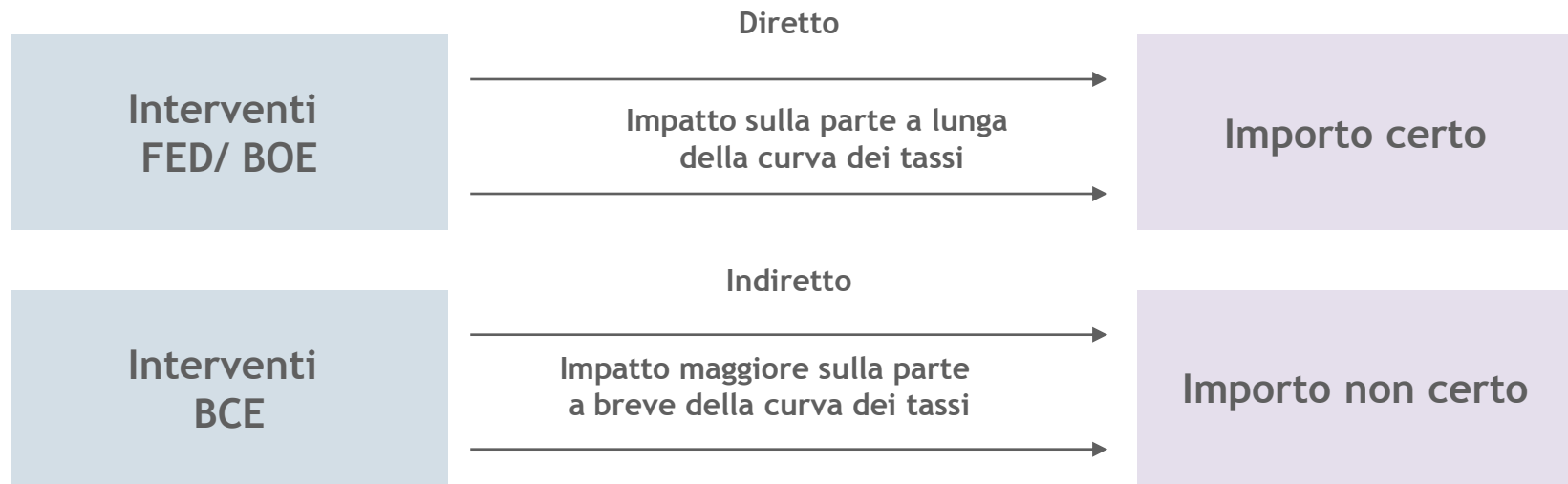
Andamento del tasso di cambio EUR/USD



Fonte: Bloomberg

In sintesi

- ◆ L'LTRO ha avuto un impatto minore sui mercati finanziari rispetto ad una manovra di QE.....



- ◆ ma è stato importante per ridurre il rischio di crisi finanziaria e di liquidità

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3



MEDIOBANCA

Focus sulle banche (segue)

La crisi del debito sovrano ha avuto un impatto forte sul settore bancario

◆ In particolare, le condizioni a cui le banche fanno raccolta sono state influenzate in differenti modi

1

la qualità più bassa del debito governativo indebolisce i bilanci delle banche, incrementando la loro rischiosità e, di conseguenza, alzando il costo della raccolta e rendendo più difficile il reperimento di fondi sul mercato

2

un maggior rischio del debito governativo riduce il valore degli attivi che le banche possono utilizzare come garanzia per raccogliere fondi sul mercato all'ingrosso

3

la garanzia che, implicitamente o esplicitamente, è stata data dai Governi sul debito bancario risulta indebolita

Focus sulle banche (segue)

La crisi del debito sovrano ha dei riflessi sui bilanci delle banche



Attivo: il de-leverage delle banche sarà un tema importante nei prossimi anni

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- Maggiori vincoli regolamentari sia in termini di ratio di bilancio (ad esempio core T1) che di gestione della liquidità
- Maggiori difficoltà da parte delle banche a reperire fondi



- Riduzione del bilancio/ minore utilizzo della leva
(ancora doppio rispetto a quello negli USA)

$$\text{Leva} = \frac{\text{Attivo}}{\text{Mezzi propri}}$$



Aumento dei mezzi propri: strada perseguita attraverso gli aumenti di capitale ma sempre di più difficile realizzazione

Riduzione dell'attivo: strada che verosimilmente sarà perseguita, seppure non semplice da realizzare



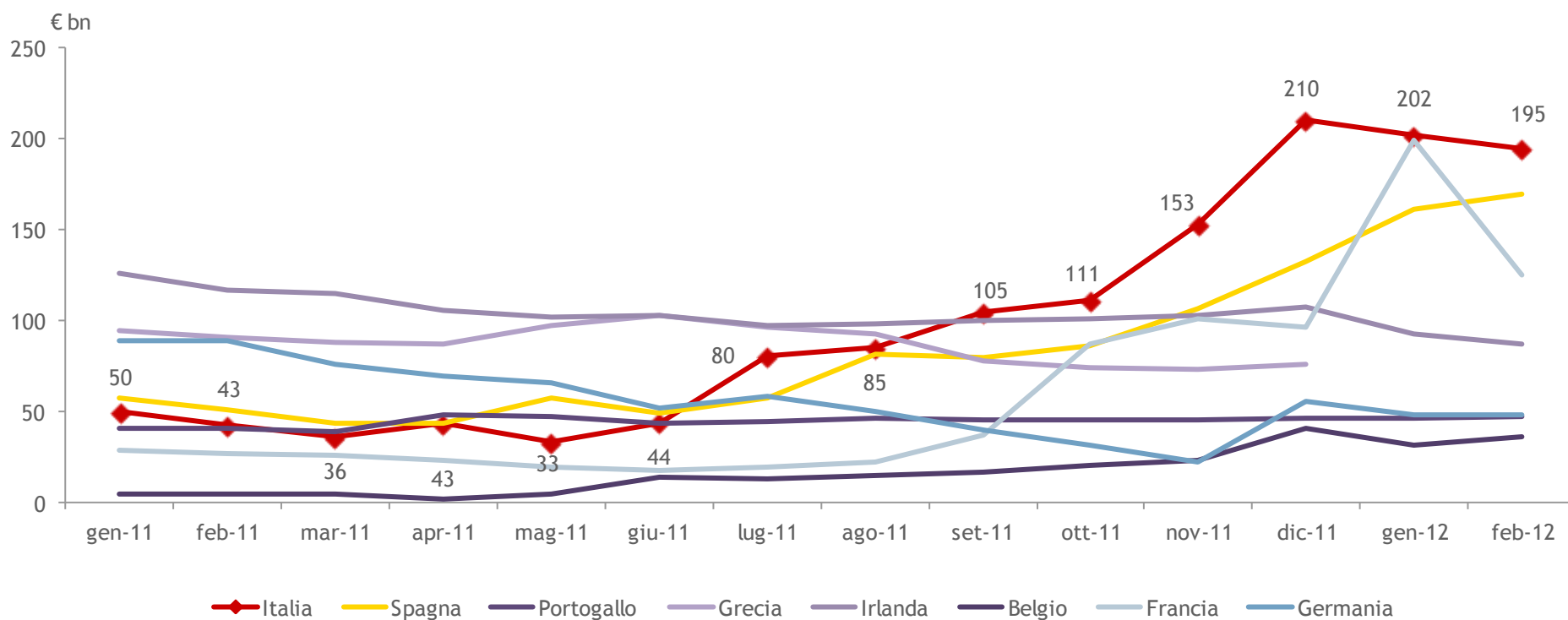
La strategia messa in atto potrebbe essere quella di non rinnovare i finanziamenti e le altre attività in scadenza

Passivo: cresce il peso della BCE

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- ◆ Il grafico seguente evidenzia il significativo e crescente sostegno della BCE alle banche di alcuni Paesi dell'Eurozona per far fronte alle tensioni sul mercato dei capitali



Fonte: BCE

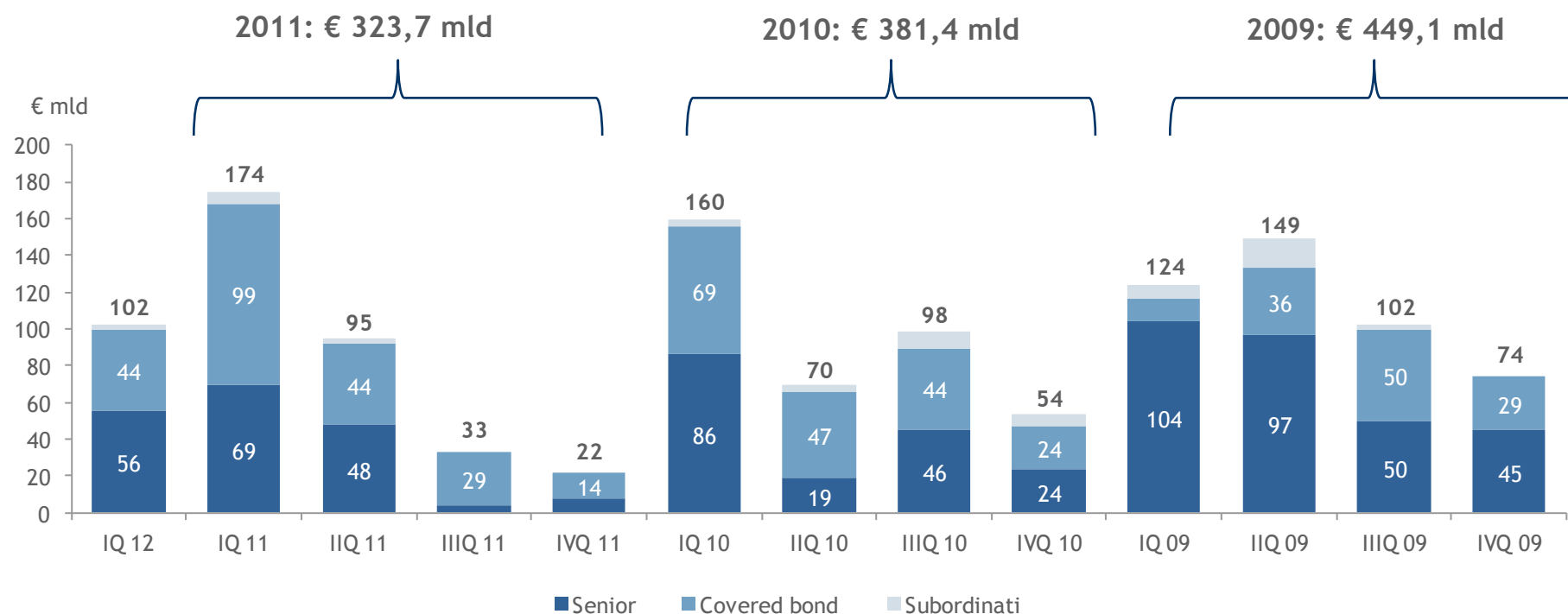


Passivo: riapertura del mercato all'ingrosso

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- ◆ Il mercato all'ingrosso dei capitali, dopo essere rimasto precluso per tutto il secondo semestre 2011, nel corso del primo trimestre 2012 ha mostrato segnali di ripresa. Sono stati osservati volumi di emissione che oscillano tra 3 e 4 volte quelli nei due trimestri precedenti
- ◆ Lo strumento a cui le banche europee hanno fatto maggiormente ricorso per finanziarsi, con volumi di emissioni interessanti, è stato il titolo senior, favorito anche dalla marcata discesa degli spread di secondario
- ◆ I covered bond hanno invece mostrato una dinamica di restringimento degli spread di secondario più lenta rispetto ai senior. Tale evoluzione, accompagnata in qualche caso da una limitata disponibilità di attivi da destinare a servizio delle operazioni, ha ridotto il ricorso di questo strumento rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente

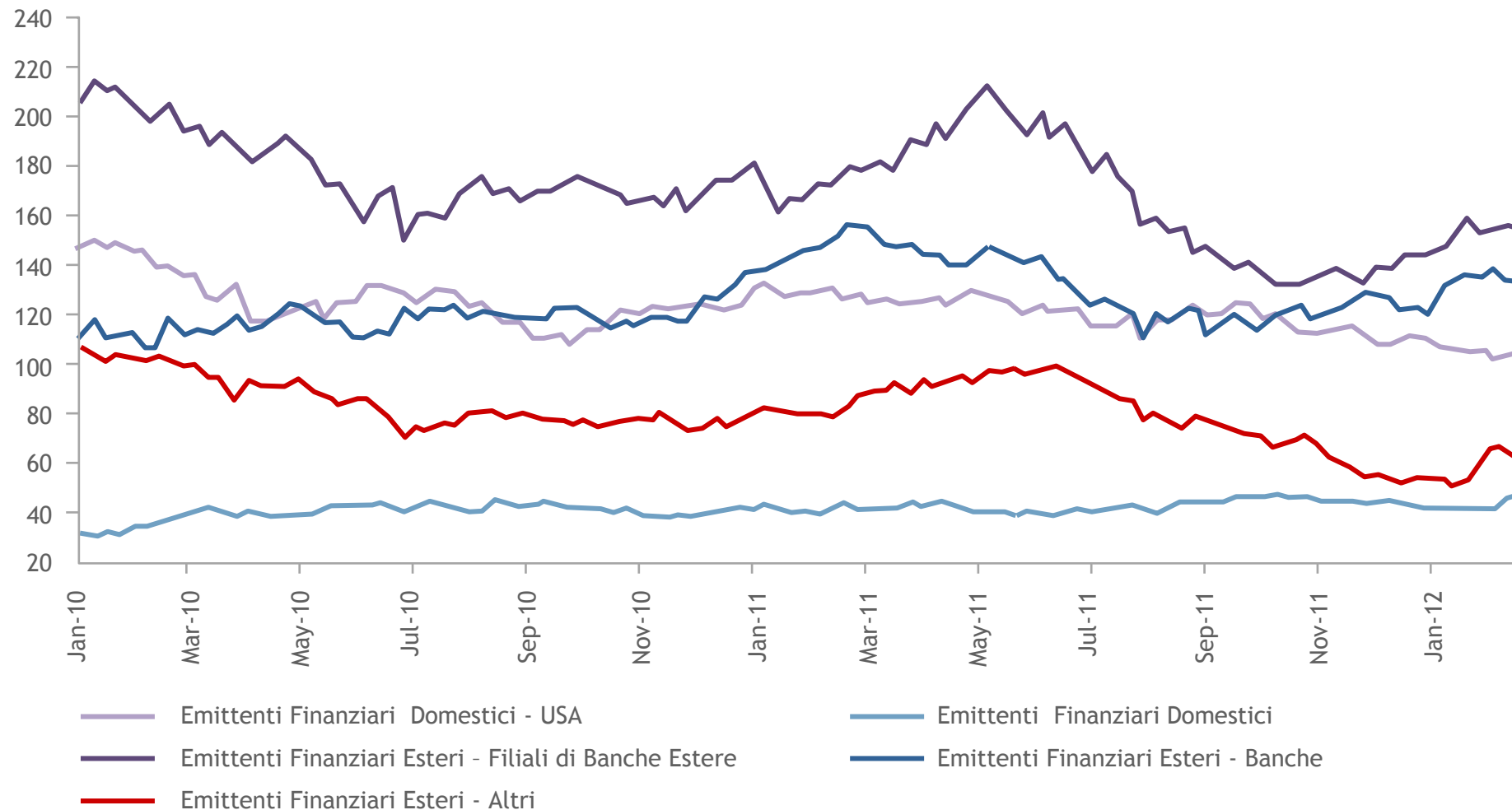


Passivo: miglioramenti nel mercato delle passività a breve termine in dollari USA

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

Carta Commerciale Finanziaria (in USD mld)



Source: Federal Reserve, Bloomberg

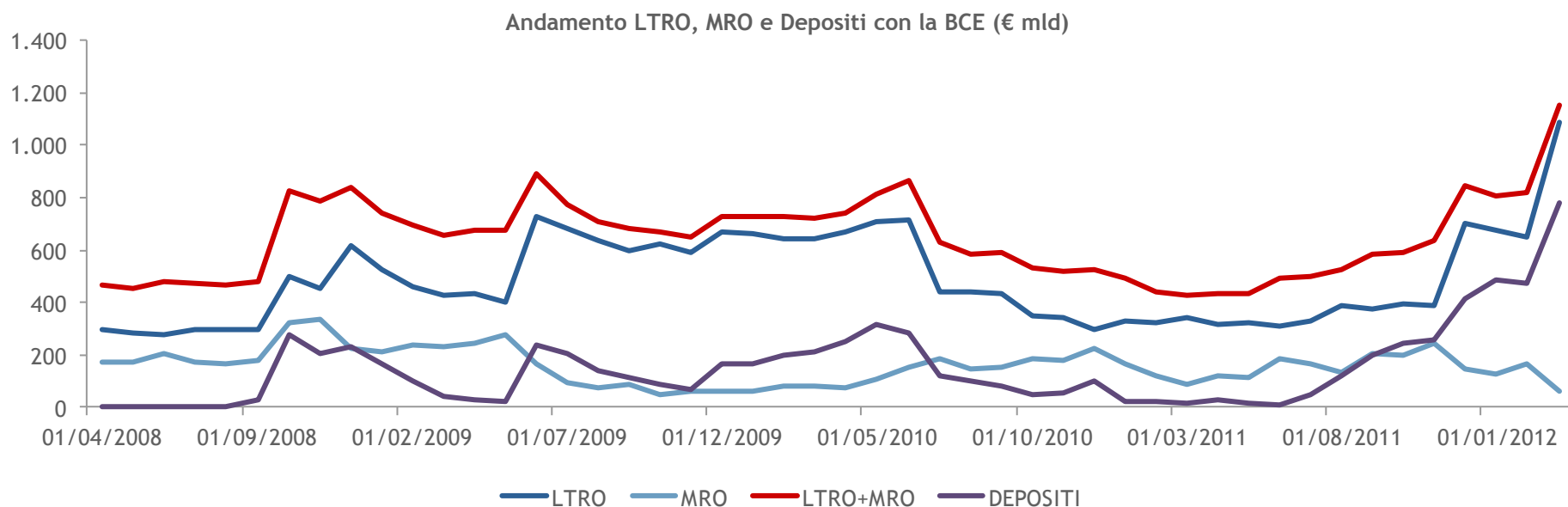


Funding delle banche

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- ◆ I finanziamenti erogati dalla BCE nella forma di MROs (Main Refinancing Operations) e LTROs sono raddoppiati fino a raggiungere l'importo di circa € 800mld nell'ottobre 2008, rimanendo su livelli elevati fino alla metà del 2010, per poi diminuire a circa € 400mld a metà del 2011
- ◆ Con l'acuirsi della crisi dei debiti sovrani i finanziamenti erogati dalla BCE sono nuovamente cresciuti fino a raggiungere l'importo di € 1.150mld alla fine di marzo 2012
- ◆ I depositi delle banche presso BCE hanno avuto un trend simile: questo riflette una distorsione del mercato interbancario, con banche restie a concedere finanziamenti ad altre banche



Funding delle banche (segue)

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- ◆ Gli importi presi a prestito dalle banche (circa € 1.000mld) rappresentano circa il 5% delle passività delle banche stesse
- ◆ L'LTRO ha ridotto il rischio di liquidità per le banche (inteso come il rischio che la banca non sia in grado di adempiere le sue obbligazioni finanziarie quando dovuto) perché la BCE si è di fatto impegnata a fornire un supporto illimitato in caso di bisogno di liquidità
- ◆ La BCE ha inoltre ampliato la gamma di attività che è disposta ad accettare come garanzia dei finanziamenti erogati alle banche: questo è stato un passaggio molto importante per ovviare alla mancanza di garanzia costituibili da parte di alcune banche. L'introduzione delle garanzie governative sul debito delle banche ha ulteriormente limitato questo rischio
- ◆ Più in particolare, per le banche italiane e spagnole

1

è aumentata la dipendenza dalla BCE per la raccolta

2

le banche più grandi hanno potuto beneficiare della temporanea riapertura del mercato all'ingrosso dei capitali (sebbene ad un costo ancora elevato) mentre per le banche medio/piccole il ruolo della BCE rimane fondamentale

3

la concorrenza (soprattutto dei titoli di Stato) ha inoltre reso più difficile e costoso il reperimento di fondi da parte delle banche sul mercato retail

LTRO e funding delle banche – perché è così importante

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- 1) L'LTRO ha ridotto lo stigma legato al ricorso al finanziamento di ultima istanza presso la BCE
- 2) Parte della liquidità dell'LTRO è stata utilizzata dalle banche per acquistare titoli bancari e governativi, riducendone gli spread
- 3) L'LTRO ha ridotto la necessità da parte delle banche di accelerare il processo di de-leverage che, senza questo supporto e con i mercati dei capitali poco ricettivi ad accogliere nuove emissioni, sarebbero state forzate a vendere parte delle attività di bilancio

Gli spread di credito delle banche si sono ridotti successivamente all'annuncio dell'LTRO e l'offerta di titoli sul mercato istituzionale da parte delle banche è tornata su livelli più simili a quelli precedenti la crisi dei debiti sovrani

LTRO e funding delle banche: non solo aspetti positivi

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- ◆ L'elevata dipendenza della BCE potrebbe comportare un problema di rifinanziamento per gli anni 2013-2015
- ◆ Circa € 5.000mld dell'attivo delle banche europee sono attualmente a servizio di emissioni covered bond o a garanzia di operazioni di finanziamento con la BCE: questo, insieme alle previsioni di bail-ins, riduce il potenziale importo a disposizione dei creditori non garantiti in caso di fallimento
- ◆ I casi di Dexia e Northern Rock dimostrano che quando una banca per la propria raccolta dipende totalmente da un soggetto pubblico la sua posizione diventa estremamente vulnerabile

Funding delle banche: non tutte le banche sono uguali

- ◆ In un contesto di difficoltà a reperire liquidità sul mercato all'ingrosso le variabili che potrebbero avere un impatto significativo sulla posizione di liquidità delle banche sono

Rapporto
finanziamenti/ depositi

- ◆ Più elevato è questo rapporto, maggiore è la dipendenza di una banca dal mercato istituzionale (cioè il mercato più elastico in termini di apertura e chiusura)

Peso del finanziamento
all'ingrosso a breve
termine sul totale del
passivo

- ◆ Maggiore è l'utilizzo di questa fonte, maggiore è il rischio che, in caso di chiusura di questo canale, una banca abbia difficoltà a rifinanziare le passività in scadenza

Cuscinetto di attività
liquidabili

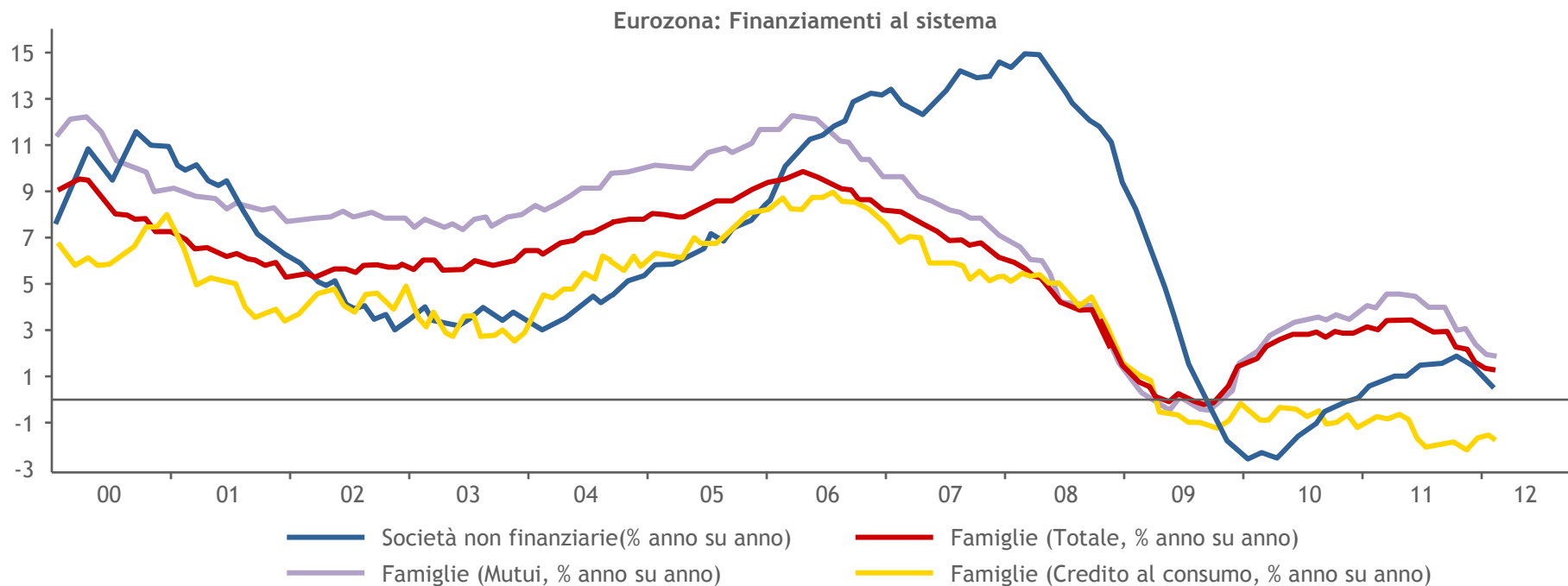
- ◆ Maggiore è il cuscinetto di attività facilmente liquidabili e minore è il rischio di liquidità

Banche e utilizzo della liquidità

Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

- 1) acquisto di titoli governativi (carry trade): all'inizio è stato privilegiato l'acquisto di titoli con scadenze almeno pari a quella dell'LTRO, successivamente gli acquisti sono stati indirizzati anche su scadenze più a medio/lungo termine
- 2) finanziamento delle passività in scadenza sul mercato all'ingrosso, almeno per l'anno 2012
- 3) sostituzione di quanto finanziato sul mercato attraverso i pronti contro termine
- 4) riacquisto delle proprie passività per conseguire plusvalenze (impatto positivo su alcuni ratio, come ad esempio il Core Tier 1)
- 5) sostegno all'economia attraverso finanziamenti ad imprese e privati (tuttavia si tratta di importi ancora limitati perché le domande da parte delle imprese e dei privati rimane debole mentre i criteri per erogare i finanziamenti da parte delle banche sono diventati più stringenti)



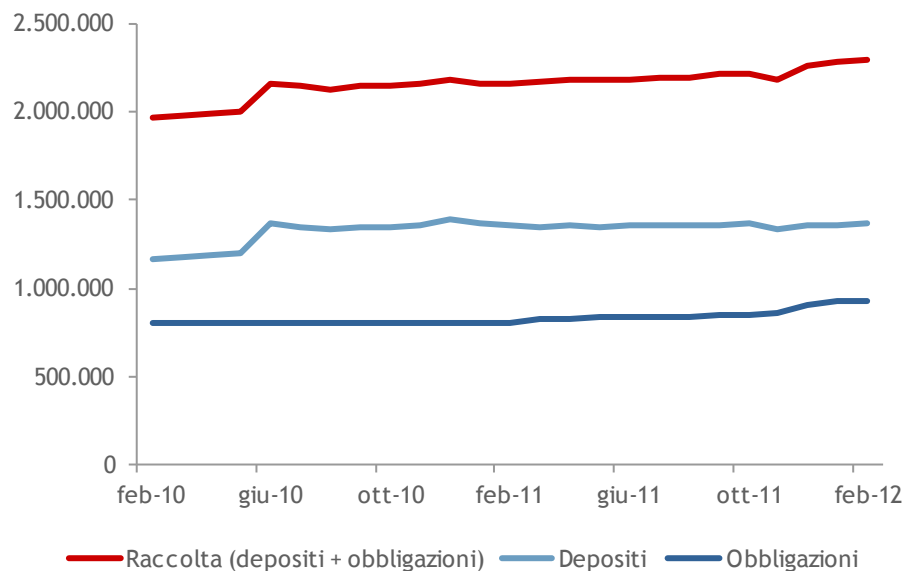
Fonte: Reuters EcoWin Pro

Raccolta bancaria in Italia

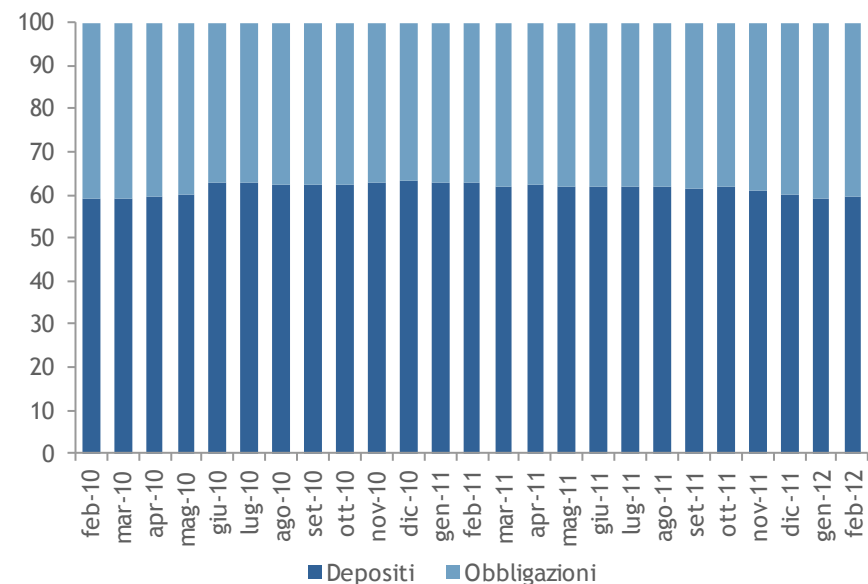
Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

Andamento della raccolta bancaria



Composizione percentuale della raccolta bancaria



Dinamica della raccolta (escluse IFM e Amministrazioni Centrali – dati relativi a febbraio 2012)

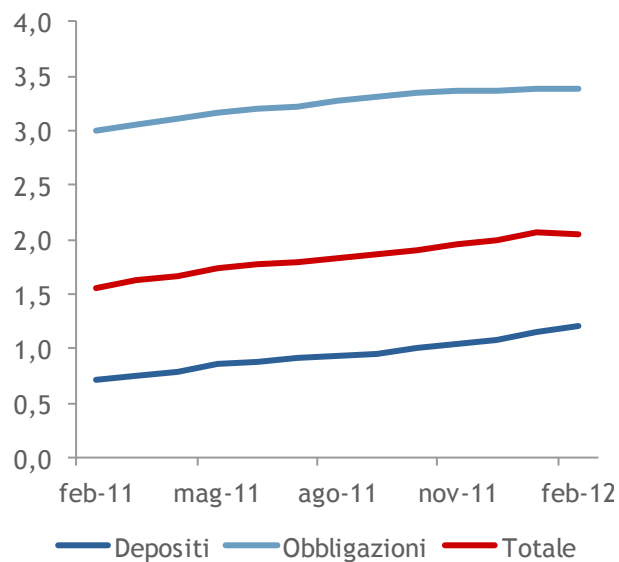
- ◆ raccolta: € 2.299mld a febbraio 2012 (+6,5% rispetto a febbraio 2011; + 0,7% rispetto a gennaio 2012)
- ◆ depositi: € 1.373mld a febbraio 2012 (+1,1% rispetto a febbraio 2011; +1,6% rispetto a gennaio 2012); 59,7% della raccolta complessiva
- ◆ obbligazioni: € 926mld a febbraio 2012 (+15,6% rispetto a febbraio 2011; +0,6% rispetto a gennaio 2012); 40,3% della raccolta complessiva

Raccolta bancaria in Italia (segue)

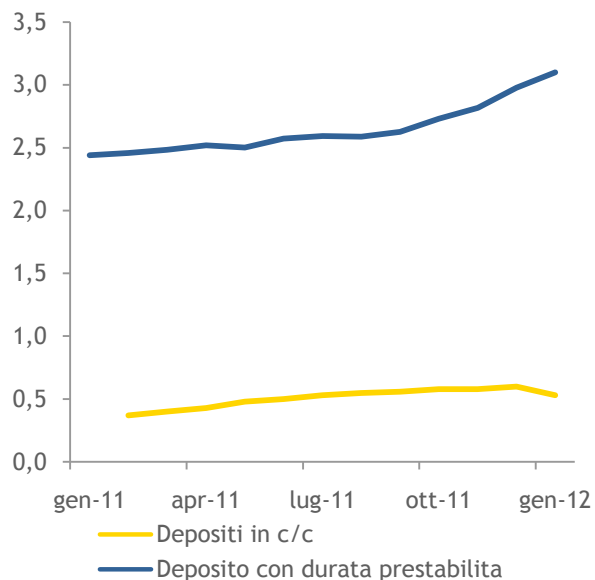
Politiche di raccolta delle banche e mercati finanziari

Sezione 3

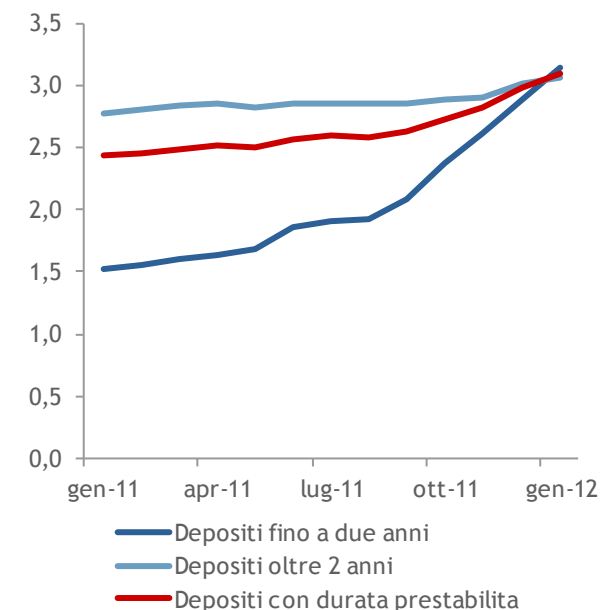
Costo della raccolta bancaria (%)



Tassi di interesse sui depositi (%)



Tassi di interesse sui depositi con durata prestabilita (%)



Tassi di interesse elaborati dall'Abi sulla base delle segnalazioni decedali SI-ABI

- ◆ Costo medio della raccolta bancaria (include depositi, obbligazioni) dalle famiglie e società non finanziarie in Italia: 2,05% a febbraio 2012 (-0,02% rispetto a gennaio 2012; +0,49% rispetto a febbraio 2011)
- ◆ tasso d'interesse sui depositi in Euro applicato alle famiglie e alle società non finanziarie in Italia: 1,20% a febbraio 2012 (+0,04% rispetto a gennaio 2012; +0,49% rispetto a febbraio 2011)
- ◆ tasso d'interesse sulle obbligazioni: 3,38% a febbraio 2012 (-0,29% rispetto a gennaio 2012; +12,7% rispetto a febbraio 2011)
- ◆ tasso d'interesse sui depositi con scadenza prestabilita in Euro applicato alle famiglie e alle società non finanziarie in Italia: 3,10% a gennaio 2012 (+0,27% rispetto a gennaio 2011)

Appendice



MEDIOBANCA

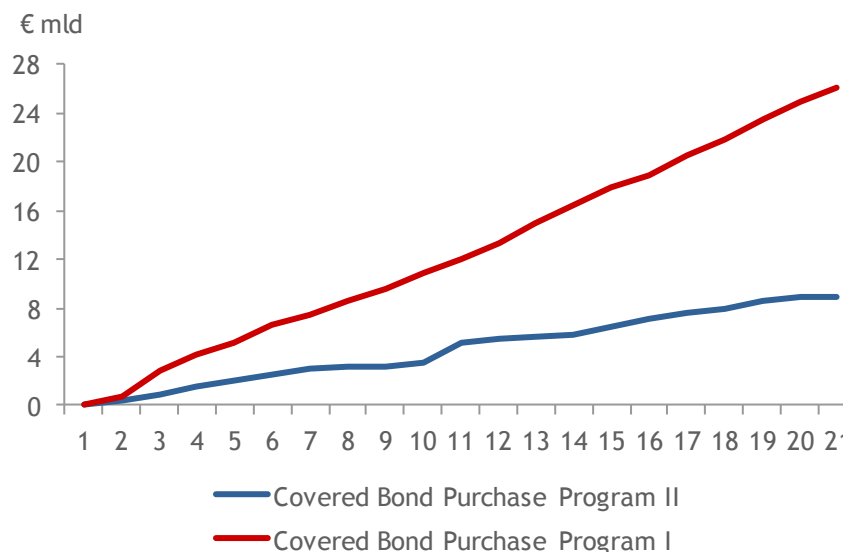
Covered Bond Purchase Programme 2 (“CBPP2”)

Appendice

- ◆ Lo scorso 3 novembre la BCE ha reso pubbliche le regole del programma di acquisto del CBPP2, già annunciato il 6 ottobre scorso
- ◆ La BCE, a partire dal mese di novembre e fino a ottobre 2012, ha iniziato ad acquistare sul primario e sul secondario, covered bond europei per un massimo di € 40mld
- ◆ I dati al 30 marzo 2012 mostrano acquisti per un totale all’incirca di €9 miliardi. Considerato il basso utilizzo, alcuni operatori hanno ipotizzato una chiusura anticipata del programma che, in caso di ritracciamento del mercato, potrebbe avere conseguenze negative
- ◆ Il programma, che replica gran parte dei requisiti richiesti dal CBPP1, portato avanti tra luglio 2009 e giugno 2010, differisce in particolare per il ridotto ammontare minimo di emissione (€ 300mld) e per il più basso livello di rating accettato (BBB-)

	CBPP1	CBPP2
Ammontare	€ 60mld	€ 40mld
Area geografica	Emissione nell’Eurozona	Emissione nell’Eurozona
Metodo d’acquisto	Diretto	Diretto
Mecato	Primario e secondario	Primario e secondario
Criteri di elegibilità	UCITS o similare	UCITS o similare
Valuta	Euro	Euro
Ammontare di emissione minimo	€ 500mld	€ 300mld
Rating minimo da almeno un’agenzia	AA	BBB-
Collaterale	Publico e/o privato	Publico e/o privato
Scadenza	3-10 anni	Massimo 10,5 anni
Arco temporale	12 mesi	12 mesi

Andamento degli acquisti sotto programma nelle prime 21 settimane



Fonte: Bloomberg, 30 marzo 2012



MEDIOBANCA

Mercato dei capitali : tendenze per il mercato primario

Appendice

Titoli Senior

- ◆ Nel primo trimestre dell'anno si è riaperto il mercato dei senior unsecured bancari grazie all'abbondante liquidità immessa nel sistema dalle operazioni di LTRO della BCE
- ◆ Oltre al persistere della separazione tra emittenti core europee ed emittenti periferici, la differenza di accesso al mercato varia anche in base alla tipologia di banca
- ◆ In particolare per l'Italia, banche quali UniCredit e Intesa hanno approcciato il mercato anche con obbligazioni con durata superiore alla scadenza dell'LTRO II, mentre per emittenti più piccoli le scadenze non hanno superato quella del funding BCE
- ◆ Nei prossimi mesi un ritracciamento dell'indice Financial Senior sotto l'ottimistica soglia dei 150bps potrebbe consentire, almeno alle banche con più alto standing creditizio, di emettere obbligazioni con scadenze fino ai 10 anni
- ◆ Anche le banche di dimensioni ridotte e orientate ad un mercato prettamente regionale potranno ritornare sul mercato realizzando però operazioni focalizzate principalmente al mercato locale
- ◆ In generale, l'offerta limitata sul comparto rispetto agli anni precedenti continua a sostenere gli spread dei bond esistenti (che infatti trattano ancora in base positiva rispetto ai relativi CDS), anche se ulteriori restringimenti degli spread di credito sul comparto dei senior sono limitati anche dall'incertezza legata al potenziale "bail-in" che continua a gravare su questa attività

Covered bond

- ◆ Anche nel comparto dei covered bond esistono significative differenze tra Paesi core e periferici. Per quanto riguarda i primi si è assistito, nel corso del primo trimestre, ad emissioni su scadenze lunghe (anche superiori a 10 anni) che hanno ottenuto un'ottima accoglienza tra gli investitori real money. Al momento, la seconda tipologia ha interessato solo la Spagna con covered bond prezzati a rendimenti ancora elevati (in area 300bps) e su scadenze massime di 5 anni
- ◆ I covered bond rappresentano un'asset class interessante come investimento e l'offerta potrebbe rimanere limitata. Gli emittenti preferiscono attendere prima di proporsi nuovamente sul mercato nella speranza di pagare spread più contenuti rispetto agli attuali giudicati ancora troppo onerosi se confrontati con quelli espressi dai senior unsecured
- ◆ La curva dei rendimenti dei governativi resterà un valido punto di riferimento per la valutazione ed il pricing dei covered bond.
- ◆ Ne deriva che per gli emittenti italiani l'utilizzo dello strumento senior unsecured è ancora più conveniente, in termini relativi, rispetto al covered bond

Mercato dei capitali: tendenze per il mercato primario (segue)

Appendice

Titoli Subordinati

- ◆ Questa tipologia di strumenti è stata oggetto di ripetute operazioni di ristrutturazione nel corso degli ultimi mesi. Sul mercato primario i LT2 definiti di nuova generazione, ovvero quelli che hanno recepito le direttive della CRD IV, hanno riscosso un buon successo
- ◆ In futuro ci sarà una diversa classificazione tra vecchi LT2 e nuovi LT2, anche se a livello di pricing si reputa che non ci saranno divergenze significative. La nuova asset class avrà caratteristiche molto più vicine a quelle di un “vecchio” LT2 rispetto a quelle di un Tier1
- ◆ Per questa tipologia di strumenti si attende la versione definitiva della nuova regolamentazione (i.e. CRD IV)

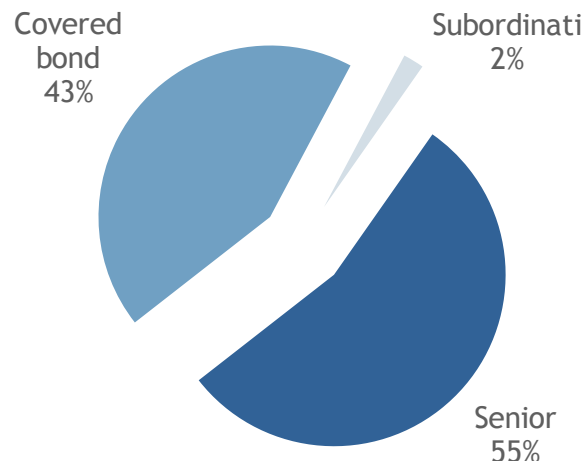
Operazioni di ristrutturazione del passivo

- ◆ Dopo un inizio di anno estremamente attivo per quanto riguarda questa tipologia di operazioni, si ritiene che la convenienza economica possa perdurare anche per il prossimo trimestre
- ◆ Il mercato bullish degli ultimi due mesi ne ha diminuito la convenienza economica, principalmente per gli emittenti, in particolare per l’asset class dei LT2, lasciando intendere che solo un generoso premio sul secondario può tradursi in un’operazione di successo

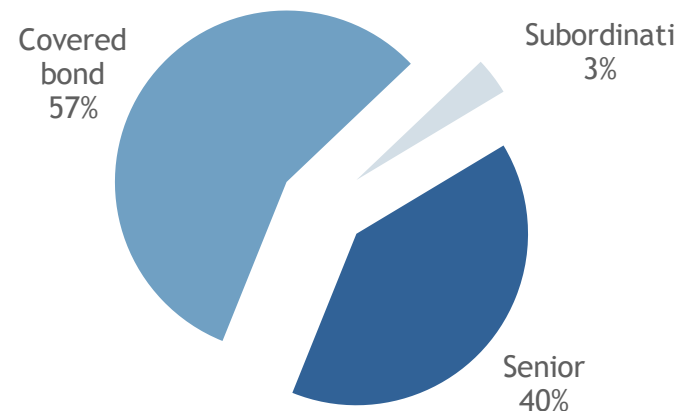
Emissioni bancarie in Europa suddivise per tipologia di strumento

Appendice

Emissioni del Q1 2012



Emissioni del Q1 2011

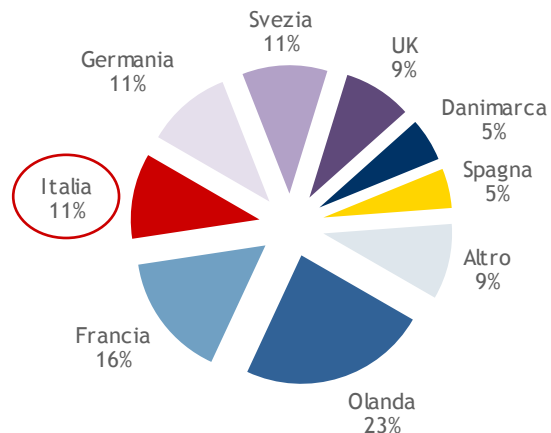


- ◆ Nel primo trimestre 2012 il restringimento degli spread ha favorito il comparto dei senior bancari che hanno raggiunto il 55% del totale emissioni rispetto al 40% dello stesso periodo dello scorso anno
- ◆ Nei primi tre mesi del 2012 le emissioni di covered bond in Euro hanno subito un calo passando da €99 mld dello stesso trimestre del 2011 ad €44 mld
- ◆ Le emissioni di covered bond in USD e GBP invece sono passate rispettivamente da USD12 mld e GBP3 mld nel primo trimestre 2011 a USD21,3 mld e GBP10,6 mld nello stesso periodo del 2012
- ◆ Questo risultato non sorprende se si considera che l'alta volatilità e l'alto rischio riscontrato nei paesi periferici europei assieme all'accesso al funding della BCE a favore delle banche europee hanno progressivamente disincentivato il ricorso al mercato dei covered bond da parte degli emittenti

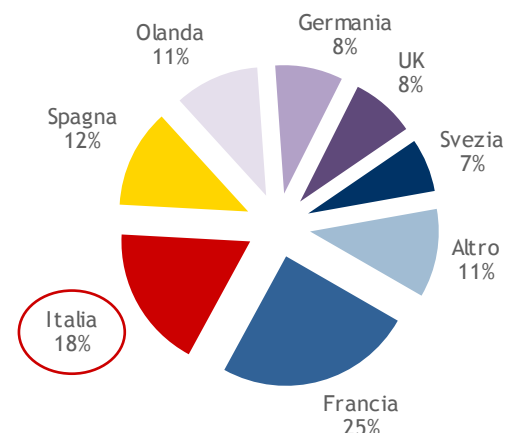
Emissioni senior e di covered bond pubbliche suddivise per Paese

Appendice

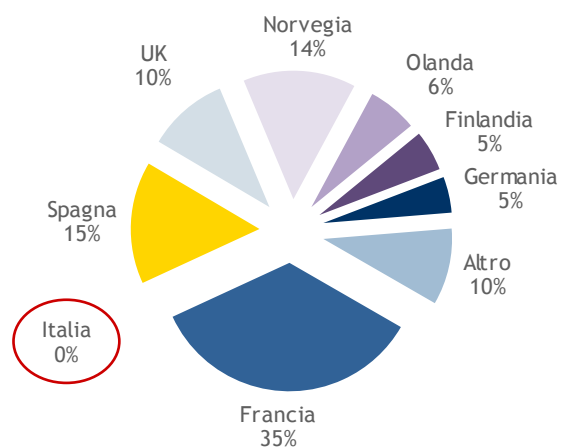
Emissioni senior del Q1 2012



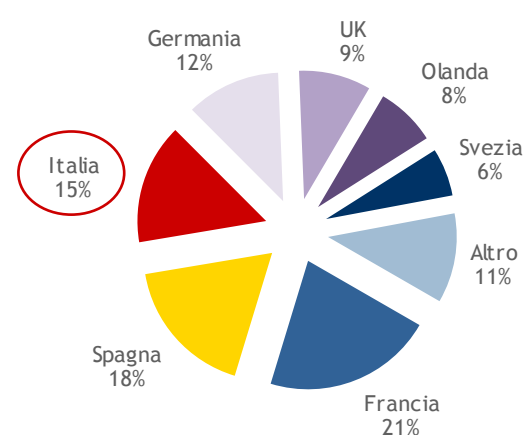
Emissioni senior del Q1 2011



Emissioni covered bond del Q1 2012



Emissioni covered bond del Q1 2011



Fonte: Bloomberg; Mediobanca