

RITORNO DEL MERCATO PRIMARIO DEI SUBORDINATI DOPO LE ELEZIONI AMERICANE E I RISULTATI DEL Q3

Si è appena concluso un ottimo trimestre dal punto di vista dei fondamentali delle Banche e Assicurazioni con una crescita organica del settore in termini di utili di circa l'11% QoQ e con una relativa crescita delle Sales di circa il 4%.

In termini patrimoniali si è raggiunto il più alto livello di CET1 dalla Vigilanza Unica Europea con un *ratio* che ha superato il 16%, NPL all'1.7% e *Solvency Ratio* attorno ai 190%.

La situazione è dunque solida su tutti e 3 i fronti (Redditività, Patrimonializzazione e Asset Quality) e anche gli istituti che avevano mostrato alcuni segni di debolezza soprattutto nella prima parte dell'anno (banche Nordiche, regionali tedesche), mostrano alcuni segni di ripresa grazie alla ripartenza del mercato Real Estate, in termini di volumi, in particolare nel settore commerciale.

Inoltre, in questo trimestre, è ufficialmente ripartita la stagione dell'M&A e, come era lecito ipotizzare, gli "attori principali" sono le banche periferiche (Italia e Spagna). In aggiunta a ciò, si intravede la possibilità di un deal "crossborder" che ha alimentato ulteriormente la posizione di forza delle banche del Sud Europa.

Il mercato dei subordinati in questo contesto sta vivendo un anno di grande positività sia per quanto concerne le performance (il mercato dei Coco è il primo YTD) sia per quanto riguarda i volumi di emissioni.

Allo stato attuale il volume di emissioni su base annuale risulta essere il massimo di sempre con oltre 17 bln in più rispetto al 2023, con un mese ancora per aumentare tale ammontare.

Tier	2019	2020	2021	2022	2023	2024 YTD
Senior Pref/OpCo	89	77	92	108	163	110
Senior Bail-In	95	134	142	184	172	150
Tier 2	23	34	38	38	33	47
AT1	29	30	26	19	28	45

Fonte: Bloomberg, Valori

Anche i Tier2 hanno avuto un anno record con, in particolare, la componente in Euro della Periferia e gli assicurativi francesi.

A ciò bisogna poi aggiungere le oltre 20 emissioni di Hybrids per un totale di circa 15 bln che porta ad oltre un trilione di Euro la somma del mercato dei Subordinati, pari a circa il doppio del mercato High Yield.

La nostra tesi è che tale differenza continuerà ad aumentare nel senso che tali strumenti avranno sempre più importanza nella struttura di *funding* di banche, assicurazioni e

corporate poichè serviranno per ottimizzare la struttura del debito e per raccogliere *tangible equity*.

Più nello specifico del periodo recente, dopo le elezioni americane, che avevano visto uno stop del mercato primario, si sono susseguite 10 emissioni tra Coco, Tier2 e Hybrids.

ISIN	titolo	Ammount	Rank	Issue Spread to Mid-Swaps	Current Spread to Mid-Swap
XS2939329996	ISPIM 4.271% €Nov'31- 1250		Tier 2	195	189
PTBCPKOM0004	BCPPL 8.125% €Jan'21 400		AT1	578	412
US83368TBY38	SOCGEN 7.132% \$Jan 1148		Tier 2	295	331
IT0005622409	BPEIM 6.5% €Mar'30P 500		AT1	435	404
DE000CZ45Y55	CMZB 4.125% €Nov'31 500		Tier 2	195	188
DE000A383S52	DB 7.375% €Oct'31P 1500		AT1	511	485
USF8500RAE20	SOCGEN 8.125% \$Nov 948		AT1	379	426
US639057AT53	NWG 7.3% \$Nov'34P 711		AT1	294	348
FR001400U3Q9	ROQFRE 5.494 PERP C 500		Hybr	337	329
XS2785548053	RBIIV 7 ¾ PERP Corp 650		AT1	544	535

Fonte: Bloomberg, Valori

La domanda è stata veramente elevata e in alcuni casi (DBk) ha raggiunto anche 8/9x l'offerta. Anche Raiffeisen è riuscita ad emettere segno di una rinnovata fiducia verso questo istituto e verso tale tipologia di strumenti.

A livelli valutativi il mercato dei subordinati si trova per quanto riguarda lo spread tra il 30esimo e il 50esimo percentile secondo il nostro modello che pondera più scadenze, mentre a livello di rendimento tra il 50esimo e il 60esimo. La svolta delle banche centrali dovrebbe favorire, anche nel 2025, tale mercato in quanto la componente più *Junior*, cioè i Coco, RT1 e gli Hybrids presentano un ottimo rapporto *risk/reward* unita all'elevata qualità del credito. Risulterà fondamentale accompagnare ad una *view bottom up* e di *bond picking* anche una *top down* in quanto prevediamo una discreta dispersione di performance a seconda del comparto, del paese, e dalla duration scelta.

Le nostre preferenze ricadono per quanto riguarda la carta Euro su AT1 della periferia con duration tra 3 e 4 anni; sulla carta USD invece le preferenze riguardano soprattutto la ricerca di *convexity*, quindi duration 5-7 anni emessi da banche dell'Europa centrale e UK. Sui Tier2 si privilegiano gli assicurativi long duration e i titoli della periferia mentre su Hybrids si mantiene un approccio costruttivo per i titoli con spread superiore a 150 rispetto al proprio senior aventi rating crossover (BBB-/BB+).

DISCLAIMER

Le presenti informazioni sono state elaborate da Valori Asset Management SA (Svizzera), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA.

Questo materiale viene fornito da Valori Asset Management SA (Svizzera) esclusivamente a scopo informativo, è destinato esclusivamente al vostro uso e non costituisce un'offerta o un impegno, una sollecitazione di un'offerta o di un impegno, né un consiglio o una raccomandazione a effettuare o concludere alcuna transazione (alle condizioni indicative indicate o in altro modo).

Questo materiale è stato elaborato da Valori Asset Management SA (Svizzera) sulla base di ipotesi e parametri determinati in buona fede. Le ipotesi e i parametri utilizzati non sono gli unici che potrebbero essere utilizzati e pertanto non si garantisce l'accuratezza, la completezza o la ragionevolezza di tali quotazioni, divulgazioni o analisi. Una serie di ulteriori ipotesi o parametri, o altri fattori di mercato e altre considerazioni, potrebbero portare a differenti analisi o valutazioni in buona fede delle transazioni sopra descritte. I risultati passati non devono essere considerati come un'indicazione o una garanzia dei risultati futuri e non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito ai risultati futuri. Le opinioni e le stime possono essere modificate senza preavviso. Le informazioni sopra riportate sono state ottenute o basate su fonti ritenute affidabili da Valori Asset Management SA (Svizzera), ma Valori Asset Management SA (Svizzera) non ne dichiara né garantisce l'accuratezza o la completezza. Questo materiale non ha la pretesa di contenere tutte le informazioni che un soggetto interessato potrebbe desiderare. In ogni caso, le parti interessate dovrebbero condurre le proprie indagini e analisi delle transazioni descritte in questo materiale e dei dati in esso contenuti.

Valori Asset Management SA (Svizzera) può, di volta in volta, partecipare o investire in altre operazioni di finanziamento con gli emittenti dei titoli citati nel presente documento, prestare servizi per tali emittenti o sollecitarne l'attività, e/o avere una posizione o effettuare operazioni sui titoli o sui loro derivati.