

## Le obbligazioni subordinate si confermano un caso di investimento convincente

Venerdì, 07/14/2017

Le obbligazioni subordinate europee sono state tra i migliori titoli a reddito fisso del 2017. A nostro parere, la dinamica positiva registrata finora è tutt'altro che esaurita e ulteriori guadagni attendono gli investitori. Non solo gli spread relativi, i trend di performance e le valutazioni indicano tutti un miglioramento dei rendimenti relativi in futuro, ma la nostra visione positiva per la sottoclasse di attivi è rafforzata anche da tre fattori di sostegno chiave: momentum economico positivo, diminuzione del rischio politico e migliori fondamentali degli emittenti. Infine, la dispersione tra obbligazioni ed emittenti resta considerevole, offrendo ai gestori attivi opportunità di approccio flessibile e selettivo per sfruttare valutazioni errate e generare alfa per gli investitori.



**Antonio Ruggeri**  
European Credit Expert

*“La dispersione tra la qualità degli emittenti offre ai gestori attivi e disciplinati sul piano dei fondamentali molte opportunità per individuare strumenti con valutazioni errate e costruire un portafoglio di posizioni che massimizzi i rendimenti e ottimizzi il rischio implicito effettivo, non percepito o legato alla quotazione del mercato.”*

Le obbligazioni subordinate sono risultate tra i migliori titoli a reddito fisso del 2017. A nostro parere, il trend positivo registrato finora, sostenuto da dati solidi, è tutt'altro che esaurito e ulteriori guadagni attendono gli investitori. Sulla base sia di una valutazione assoluta che relativa rispetto ad altri titoli a reddito fisso, vi sono buone ragioni per prevedere che il debito subordinato proseguirà la sua performance interessante del primo semestre 2017 in futuro.

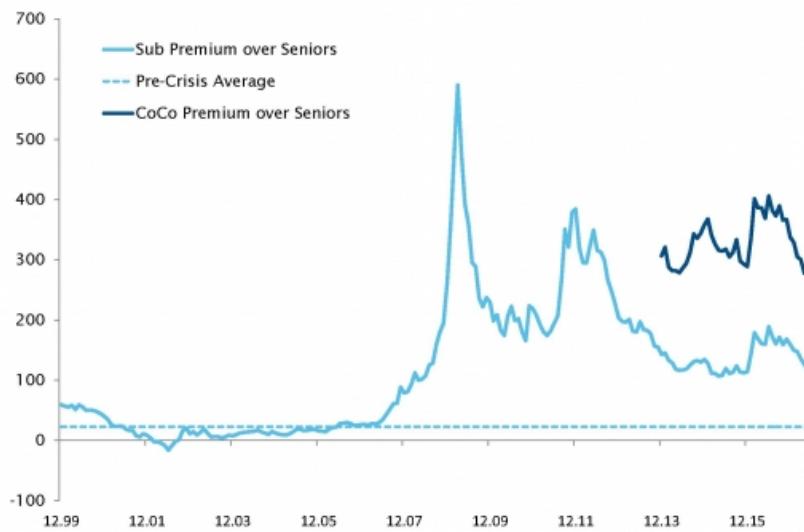
Consideriamo innanzitutto l'aspetto della performance relativa. Analizzando i rendimenti totali per una serie di indici a reddito fisso e i relativi movimenti da dicembre 2015 (quindi tenendo conto dei ribassi del mercato di gennaio-febbraio 2016), possiamo osservare che, nonostante la recente sovraperformance, gli indici delle obbligazioni subordinate hanno raggiunto a fatica quelli delle obbligazioni high yield europee ma accumulano ritardo rispetto al segmento high yield statunitense.

### Valutazioni favorevoli offrono un vantaggio relativo

Allo stesso modo le valutazioni rimangono favorevoli, anche considerando che esse sono più contratte rispetto a 12 mesi fa, poiché i premi storici e gli spread relativi si mantengono al di sopra delle medie a lungo termine. Le obbligazioni subordinate investment grade (esclusi i CoCo bond) offrono ancora 120 pb in più rispetto ai finanziari investment grade senior, ossia spread più che doppi rispetto alle obbligazioni senior (230 rispetto a 110 pb) superiori di 1,5 volte ai livelli pre-crisi (Grafico 1). Inoltre, esse pagano tanto quanto i titoli high yield, ma presentano profili e rating di credito degli emittenti di gran lunga migliori. È qui che risiede l'opportunità principale: le obbligazioni subordinate sono percepite come più rischiose di quanto siano realmente, e gli investitori che le comprendono possono essere premiati in modo considerevole.

Non solo gli spread, la performance relativa e le valutazioni indicano migliori rendimenti relativi in prospettiva, ma, aspetto importante, la nostra posizione positiva sulla sottoclasse di attivi è rafforzata da tre fattori di sostegno chiave: momentum economico positivo, diminuzione del rischio politico e migliori fondamentali degli emittenti.

Rendimento dei finanziari subordinati ben superiore rispetto ai livelli precedenti al 2008



Fonte

SYZ Asset Management, BofA Merrill Lynch, Bloomberg. Dati al 31.05.2017.

### La ripresa economica europea orienta il sentimento

Da una prospettiva top-down, l'Europa sta beneficiando di un ciclo economico positivo e in accelerazione con le spinte inflazionistiche che rimangono deboli. Tale trend è sostenuto da una politica monetaria che probabilmente rimarrà estremamente accomodante finché pressioni più stabili e coerenti non faranno salire i prezzi al consumo. Questo moderato, ma positivo, scenario di crescita si riflette anche nei fondamentali del credito, in cui i margini degli emittenti aumentano a un livello commerciale e l'indebitamento è in diminuzione dal secondo semestre dell'anno precedente.

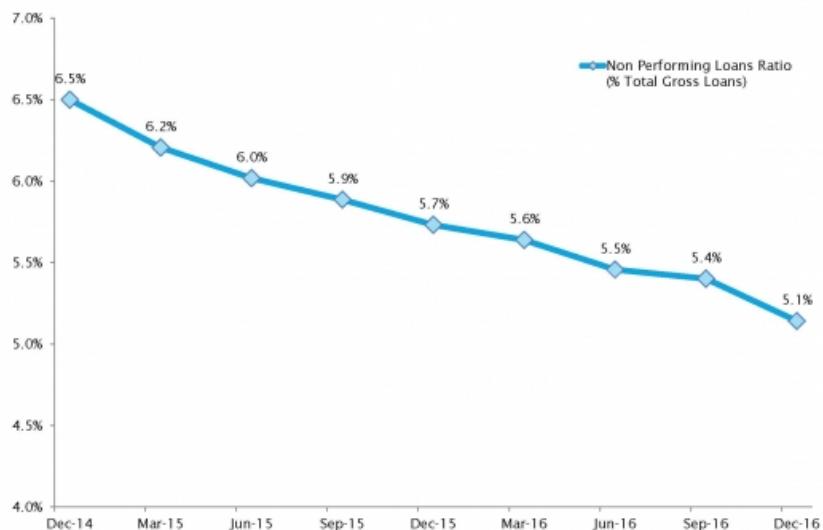
Infine, ma non meno importante, con le elezioni olandesi, francesi e recentemente nel Regno Unito andate controcorrente rispetto ai movimenti populisti e anti-europeisti, anche il rischio politico è in via di attenuazione, come pure i relativi premi al rischio associati. Tutti questi fattori macro contribuiscono a un miglioramento del sentimento a favore degli attivi più rischiosi: a nostro parere, le obbligazioni subordinate non fanno eccezione.

### Gran parte del capitale delle banche aumenta positivamente

Da un punto di vista bottom-up, i fondamentali bancari confermano i trend positivi: la capitalizzazione aumenta mentre il rischio di insolvenza diminuisce. Dall'inizio dell'anno, tre principali operatori europei hanno avviato aumenti di capitale: Unicredit ha raccolto EUR 13 miliardi, seguita da Deutsche Bank e Credit Suisse con offerte rispettivamente di otto e quattro miliardi; più recentemente, anche Santander ha fatto il suo ingresso in campo con un'offerta di EUR 7 miliardi finalizzata a gestire l'ultima acquisizione di Banco Popular. Un totale di EUR 32 miliardi è stato facilmente assorbito dai mercati azionari e ha influenzato positivamente gli strumenti subordinati degli emittenti, con le banche che hanno rafforzato le posizioni patrimoniali.

Sul fronte del rischio, i rapporti delle RWA complessive (attività ponderate per il rischio) e degli NPL (crediti deteriorati) diminuiscono a un ritmo costante, con gli ultimi scesi di oltre il 20% in due anni. Possiamo pertanto affermare che, a un livello sistematico, la rischiosità incorporata negli strumenti subordinati sia in calo. Inoltre, questo tema ha tutte le carte in regola per avanzare, poiché la ricapitalizzazione strutturale del sistema finanziario europeo è ancora in corso, con diversi istituti che hanno la necessità e che in molti casi sono obbligati dalle autorità di vigilanza a soddisfare ulteriormente requisiti di capitale.

Le percentuali di crediti deteriorati sono in costante diminuzione



Fonte

SYZ Asset Management, Autorità bancaria europea. Dati al 31.12.2016

### Opportunità selettive in un contesto di qualità degli attivi disomogenea

Sebbene l'andamento al rialzo delle previsioni economiche e i miglioramenti negli stati patrimoniali degli emittenti sovrani e corporate abbiano alimentato gli aumenti dei prezzi degli attivi, si conferma la sostanziale dispersione di qualità tra gli emittenti.

Al livello degli emittenti sovrani, paesi come Italia e Portogallo restano sotto pressione a causa di problemi pregressi collegati al debito deteriorato o semplicemente all'ingente indebitamento, mentre Spagna e Irlanda si sono impegnate duramente per ridurre i rapporti debito/PIL e stimolare la crescita interna per migliorare le problematiche legate alle partite correnti.

Al livello degli emittenti societari, esiste anche una dicotomia della loro qualità. In Europa, le iniziative volte a migliorare la trasparenza e a mantenere i risultati degli stress test pubblicati hanno aiutato gli investitori a distinguere più accuratamente tra emittenti e strumenti. La sfida oggi non è necessariamente accedere ai dati, ma utilizzarli e comprendere i rischi che gli investitori si assumono in cambio dei rendimenti disponibili.

In entrambi i casi, questa dispersione tra la qualità degli emittenti offre ai gestori attivi e disciplinati sul piano dei fondamentali molte opportunità per individuare strumenti con valutazioni errate e costruire un portafoglio di posizioni che massimizzi i rendimenti e ottimizzi il rischio implicito effettivo, non percepito o legato alla quotazione del mercato.

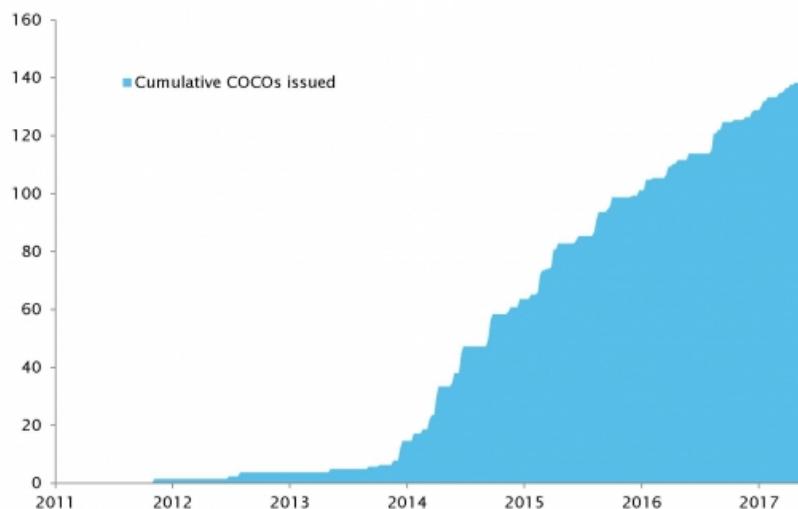
## CoCo bond: ambiente favorevole per accelerare le emissioni

Ciò è vero per i CoCo bond, che hanno offerto i migliori contributi quest'anno, i quali dopo l'"inizio" entusiastico nel 2013-2014 hanno risentito di una scarsa trasparenza, in particolare in relazione all'atteggiamento delle autorità di vigilanza rispetto ai pagamenti di cedole per le banche a capitalizzazione inferiore. Infine, dopo la scorsa estate, la BCE e altre banche centrali hanno cambiato il modo di definire il fabbisogno di capitale, distinguendo tra requisiti e linee guida, diminuendo i primi che erano prescrittivo per il livello di non-fattibilità delle emissioni bancarie al di sotto del quale può essere imposta la cancellazione di una cedola.

Grazie alla combinazione tra modifiche normative e la propensione al rischio i CoCo bond hanno iniziato il 2017 con slancio, ulteriormente favoriti dagli esiti politici pro-UE. Ciò, a sua volta, rivitalizzerà probabilmente anche il mercato primario. Di fatto, a dicembre 2016, solo il 18% delle banche aveva già raggiunto il minimo dell'1,5% del capitale AT1 richiesto, mentre il 75% di esse era ancora al di sotto dell'1%.

Il mercato totale dei CoCo bond emessi dalle banche dell'Europa occidentale ha raggiunto circa EUR 140 miliardi, ma il requisito dell'1,5%, almeno per i principali istituti, lascia spazio per altri EUR 30 miliardi di nuove emissioni. Prevediamo che l'attuale contesto favorevole accelererà le emissioni entro fine anno, offrendo altre opportunità interessanti per i nuovi arrivati all'interno della classe di attivi.

Il mercato primario dei CoCo bond continua a crescere



Fonte

SYZ Asset Management, Bloomberg. Dati al 31.03.2017

## Conclusioni "previsti altri guadagni..."

Nonostante la recente solida performance, l'universo delle obbligazioni subordinate europee si conferma un caso di investimento convincente, sostenuto da un miglioramento dei fondamentali e dal rafforzamento del sostegno dei dati macro. Tuttavia, per sfruttare appieno il potenziale di questa complessa classe di attivi, gli investitori devono adottare un approccio flessibile e selettivo.

---

## Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informativa e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.