

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.

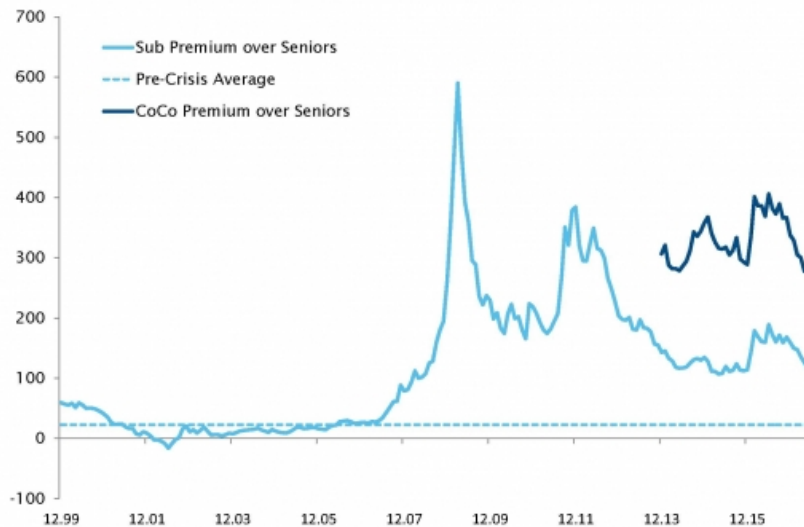
Consideriamo innanzitutto l'aspetto della performance relativa. Analizzando i rendimenti totali per una serie di indici a reddito fisso e i relativi movimenti da dicembre 2015 (quindi tenendo conto dei ribassi del mercato di gennaio-febbraio 2016), possiamo osservare che, nonostante la recente sovraperformance, 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 sentiment

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.

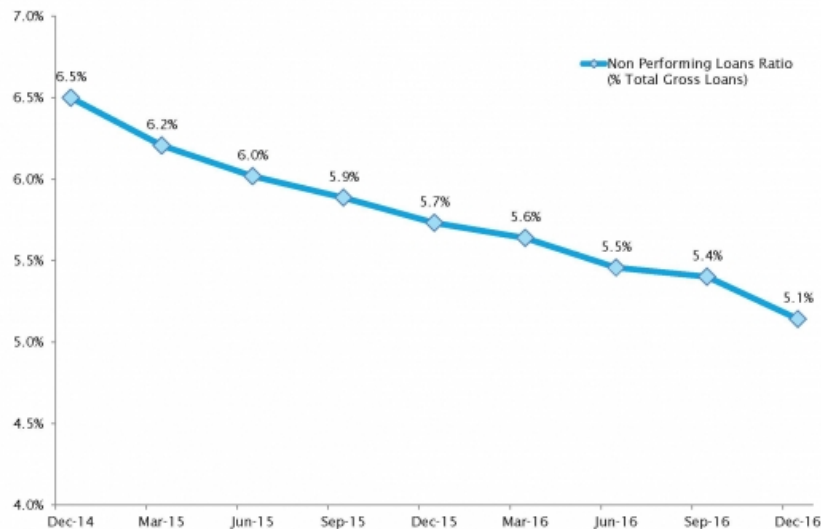
Infine, ma non meno importante, con le elezioni olandesi, francesi e recentemente nel Regno Unito andate controcorrente rispetto ai movimenti populisti e anti-europeisti, anche il rischio politico è in via di attenuazione, come pure i relativi premi al rischio associati. Tutti questi fattori macro contribuiscono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

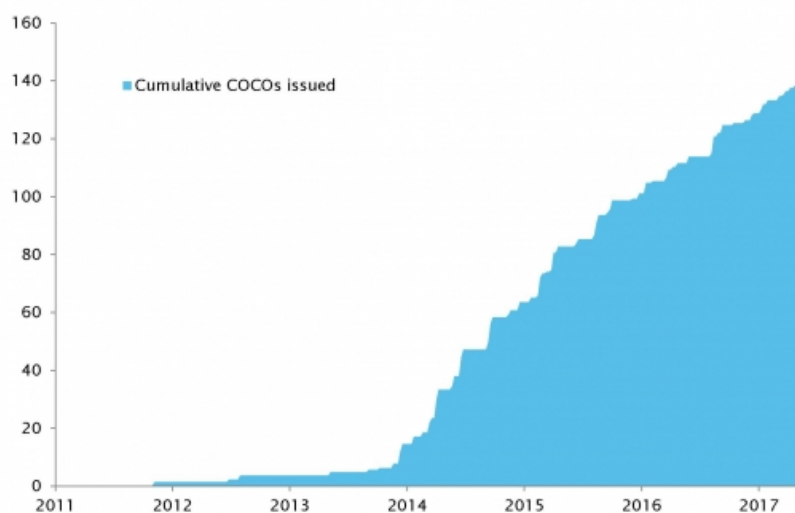
CoCo bond: ambiente favorevole per accelerare le emissioni

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 delle 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

Conclusione "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 informative 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.