

## La solida opportunità del debito subordinato non ha deluso le aspettative

Martedì, 11/21/2017

La crisi finanziaria ha prodotto un profondo impatto sulle banche...



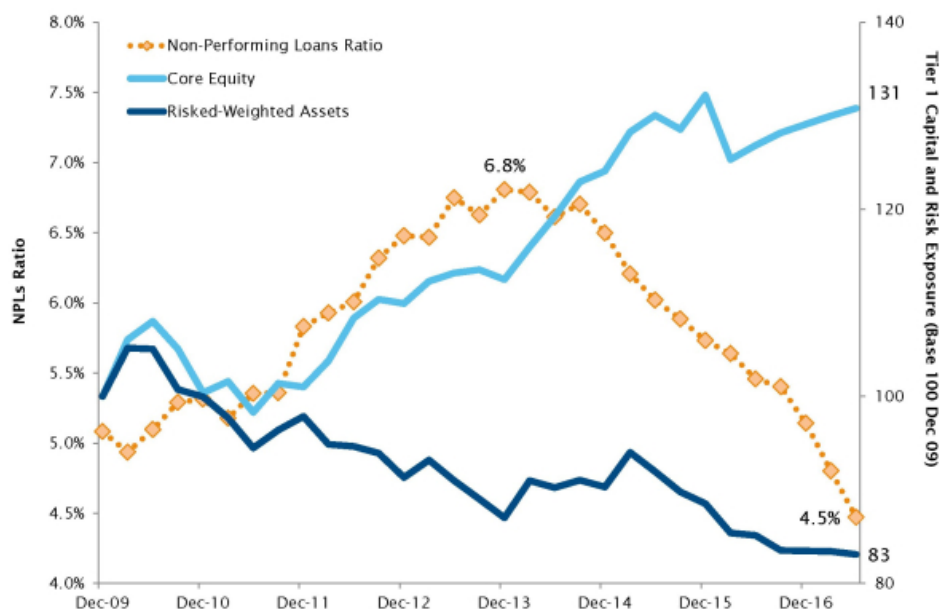
# 100,000,000

- La crisi finanziaria del 2008-2009 ha rivoluzionato lo scenario per gli investitori nel reddito fisso, creando nuove opportunità a beneficio soprattutto degli specialisti del credito
- Il suo impatto reale non si è manifestato immediatamente, diventando invece sempre più visibile nel corso dei mesi e addirittura degli anni, dopo che i mercati azionari avevano iniziato a recuperare le loro perdite elevatissime
- Nell'agosto 2016 SYZ Asset Management ha deciso di lanciare un fondo dedicato alle obbligazioni subordinate europee, che ha appena raggiunto un livello di raccolta di EUR 100 milioni
- I nostri specialisti di obbligazioni corporate della sede di Milano, che gestiscono attivi di questo universo dal 2003, hanno identificato nel debito subordinato un'opportunità unica, alimentata dalla crisi finanziaria e dal suo impatto collaterale sulle norme e sulle scelte finanziarie
- Ad oggi la strategia ha realizzato ottimi risultati e l'area conserva interessanti prospettive di crescita

### Un'opportunità strutturale all'indomani della crisi finanziaria

La crisi finanziaria ha prodotto un profondo impatto sulle banche. Ingenti perdite provocate da un forte incremento dei crediti in sofferenza (cfr. grafico 1 qui sotto) hanno spinto le banche a ritirarsi da molte delle attività tradizionali, fra cui la concessione di prestiti a tutti gli emittenti privi di un profilo di massima qualità. Al contempo, sollecitate da norme più stringenti, le istituzioni finanziarie hanno avviato una ristrutturazione dei bilanci attraverso un rafforzamento sia della struttura patrimoniale sia della qualità degli attivi. Infine, l'uscita delle banche dal mercato non ha placato il fabbisogno finanziario delle società non finanziarie, lasciando libero uno spazio che è stato occupato da altri attori, come gli investitori istituzionali in cerca di interessanti opportunità di rendimento.

L'impatto dei crediti in sofferenza sui bilanci delle banche ha costretto a drastiche modifiche nella gestione delle pratiche aziendali (di finanziamento) e interventi normativi per salvare le banche dal collasso



Fonte

Bloomberg, SYZ Asset Management. Dati al: sabato 30 settembre 2017

Tutti questi fattori hanno inciso profondamente sul mercato delle obbligazioni subordinate, che dal 2008 ha registrato una notevole evoluzione in termini di dimensioni, liquidità, caratteristiche obbligazionarie e quadro normativo. La maggior parte degli investitori ha partecipato al tema della ricapitalizzazione bancaria attraverso il segmento azionario, che ha evidenziato un notevole balzo negli ultimi anni. Quasi tutti i parametri indicano che i prezzi delle azioni bancarie sono pari o addirittura superiori alle valutazioni di equilibrio. Non è tuttavia il caso del debito subordinato, una nuova sottoclasse di attivi relativamente poco conosciuta e inaccessibile agli investitori. Questo universo continua pertanto a offrire opportunità molto interessanti, oltre a essere oggi una sottoclasse di attivi in fase di espansione, con emissioni in corso da parte di società sia finanziarie che non finanziarie.



L'investimento negli attivi finanziari europei attraverso obbligazioni subordinate si è dimostrato più sicuro, ma anche più remunerativo, rispetto al tentativo di anticipare la ripresa delle azioni



Fonte

Bloomberg, SYZ Asset Management. Dati al: mercoledì 25 ottobre 2017

Stampato da <https://www.syzgroup.com/en/insights/strong-opportunity-subordinated-debt-has-lived-expectations>

Domenica 22 Febbraio 2026 - 09:41

## Cosa abbiamo visto nel mercato delle obbligazioni subordinate nel 2017

Quasi tutto ciò che il team aveva previsto si è realizzato nel primo anno di vita della nostra strategia indipendente sul debito subordinato. Il repricing del debito subordinato e di conseguenza la sua performance positiva sono riconducibili al vigore e al miglioramento dei fattori macroeconomici e fondamentali. La maggiore propensione al rischio, oltre che la crescita della consapevolezza e dell'interesse degli investitori verso la sottoclasse di attivi, ha sostenuto l'offerta. Mentre il deficit di conoscenza si è effettivamente ridotto, grazie alla fiducia degli investitori oltre che alla semplice necessità di trovare rendimenti più interessanti in parti "più rischiose" della struttura del capitale, le asimmetrie informative principali sono ancora presenti, e hanno consentito agli investitori attivi ed esperti di realizzare rendimenti importanti.

Da una prospettiva top-down, l'Europa ha beneficiato di un ciclo economico positivo e in accelerazione con un'inflazione ancora debole. A sostenere questo trend è intervenuta una politica monetaria rimasta estremamente accomodante, grazie all'approccio delle autorità monetarie rimaste in attesa di rilevare pressioni più stabili e costanti sui prezzi al consumo. Questo scenario di crescita, moderato ma positivo, si è riflesso anche nei fondamentali del credito, i cui margini degli emittenti sono saliti in modo generalizzato e la cui leva è scesa dalla seconda metà del 2016.

Sul versante del rischio politico, i risultati elettorali nei Paesi Bassi, in Francia, nel Regno Unito e in Germania hanno arginato l'avanzata dei movimenti populistici e anti-europei. Di conseguenza, il rischio politico si è attenuato (fino agli avvenimenti catalani per promuovere l'indipendenza), di pari passo con i relativi premi di rischio. Un abbattimento di questi fattori di rischio macro ha contribuito ad accrescere la fiducia verso gli attivi più rischiosi, fra i quali le obbligazioni subordinate.

## In prospettiva il debito subordinato rimane un'opportunità convincente, interessante e in crescita

Il mercato del debito subordinato, pur non essendo una novità assoluta, si sta ancora sviluppando in Europa e quindi non è ancora efficiente: uno scenario ideale per un investitore attivo e specializzato. In particolare, tutta una serie di interessanti caratteristiche di questo mercato all'epoca del lancio del nostro fondo sono ancora presenti.

### 1. Mercato dalle dimensioni in crescita con una buona liquidità

Nel corso degli ultimi anni il mercato subordinato ha registrato una crescita considerevole; le emissioni obbligazionarie delle società europee hanno raggiunto il ragguardevole valore nominale di EUR 660 miliardi. Questo dato è raffrontabile con quello delle obbligazioni high yield, il cui controvalore è pari a EUR 320 miliardi escludendo le obbligazioni subordinate. È inoltre aumentata la liquidità grazie alla capitalizzazione elevata degli emittenti e all'importo medio circolante, pari a circa EUR 850 milioni.

### 2. Rendimenti e valutazioni interessanti

Le obbligazioni subordinate hanno offerto un carry molto interessante, con un rendimento medio di oltre il 4% e uno spread di circa 350 pb, rispetto al rendimento dell'1% e ai 100 pb offerti dalle società investment grade europee e rispetto al rendimento del 4,5% e allo spread di 400 pb degli strumenti high yield. Tali spread sono associati a un grado maggiore di dispersione rispetto al debito senior, lasciando allo specialista del credito un margine più ampio per individuare valutazioni non corrette e generare performance. Un anno più tardi gli spread continuano a mostrare numeri interessanti, considerato che i premi si mantengono intorno a 250 pb, mentre il valore relativo si attesta a livelli ancora migliori avendo appena iniziato a ridurre il divario rispetto agli investimenti high yield.

### 3. Solido rating creditizio (rispetto all'universo high yield)

A differenza degli investimenti high yield, gli emittenti di obbligazioni subordinate beneficiano di un rating investment grade: sebbene le obbligazioni si dividano tra investment grade (66%) e high yield (34%), i loro emittenti sono normalmente importanti istituzioni finanziarie e società ad alta capitalizzazione appartenenti nel 95% dei casi all'universo investment grade.

### 4. SYZ dispone di specialisti del credito capaci di riconoscere solide proposte di valore

Il team di gestione conosce a fondo il mercato del credito europeo ed è particolarmente abile nel sottosegmento di nicchia del credito subordinato. Il team ha avviato gli investimenti nelle obbligazioni subordinate nel 2009, attraverso il portafoglio totale europeo di titoli corporate (1). Ha sviluppato diversi modelli di valutazione che consentono di sfruttare le inefficienze di prezzo nei diversi sottosegmenti dell'universo del debito subordinato.

## I fondamentali hanno continuato a supportare rendimenti robusti

Da un punto di vista bottom-up, i fondamentali bancari hanno confermato il trend positivo. In particolare, è migliorata la capitalizzazione mentre si è attenuato il rischio di insolvenza. Durante l'anno molti istituti europei hanno lanciato aumenti di capitale che i mercati azionari hanno assorbito con rapidità. Questa raccolta di nuove risorse ha favorito i titoli subordinati degli emittenti poiché le banche sono riuscite a rafforzare le loro posizioni patrimoniali, mettendo a tacere i dubbi sulla loro capacità di onorare gli impegni finanziari, fra i quali i rimborsi del debito, ma anche di gestire potenziali perdite future nel settore degli NPL a seguito sia di insolvenze sia di svalutazioni e perdite.

Nell'insieme, anche l'incidenza delle attività ponderate per il rischio e dei crediti deteriorati è fortemente diminuita, con un abbattimento di questi ultimi superiore al 30% in tre anni. Pertanto, a livello sistemico, la rischiosità incorporata ai titoli subordinati è diminuita. Inoltre, questo tema convince poiché la ricapitalizzazione strutturale del sistema finanziario europeo è ancora in corso, con diversi istituti chiamati e in molti casi obbligati dalle autorità di vigilanza a soddisfare ulteriori requisiti di capitale. L'opportunità offerta dal debito subordinato è tutt'altro che esaurita e, visti i requisiti normativi sui prestiti, appare destinata a un futuro da protagonista nei mercati del reddito fisso.

Da una prospettiva top-down, i dati sulla crescita continuano a migliorare nell'U.E. Gli ultimi dati sui tassi di crescita annui mostrano un'espansione superiore al 2%, con prospettive future stabili. Anche l'inflazione core segna una graduale risalita e sostiene il percorso di lento recupero evidenziato dall'U.E. a partire dal 2014(2). Un miglioramento del quadro macroeconomico offrirà un'ulteriore spinta positiva alle società finanziarie, incidendo favorevolmente sulle relative azioni e obbligazioni.

## Un primo anno di performance robuste per il Fondo OYSTER European Subordinated Bonds

Il fondo ha conseguito un risultato del 10,4% (classe di azioni R EUR) dal lancio di fine agosto 2016 al 31 ottobre 2017. Oltre all'interessante rendimento assoluto, su base relativa il fondo segna un vantaggio del 2,4% rispetto al BofA Merrill Lynch Euro Subordinated Financial Index(3) e si posiziona nell' 9° percentile del gruppo Lipper di riferimento (Lipper Bond Europe High Yield) dal lancio.

La performance del fondo è ascrivibile principalmente a 3 fattori chiave:

1. Il team di gestione ha sfruttato lo scenario creditizio favorevole per sovraperponderare il segmento più dinamico e redditizio del mercato subordinato: le obbligazioni contingentemente convertibili (CoCo) e ibride. Sono gli strumenti che hanno ottenuto i risultati migliori nel periodo, pur essendo anche i più volatili.
2. Per attenuare il rischio del tasso d'interesse e ammorbidire la volatilità complessiva del fondo, è stata mantenuta una duration media del portafoglio inferiore di 1 anno rispetto a quella dell'indice. Questo approccio tattico non era finalizzato ad aggiungere al rischio di credito un ulteriore disturbo sul tasso d'interesse.
3. La selezione titoli è stata importante. Essendo le obbligazioni subordinate una parte nuova e relativamente sconosciuta della struttura del capitale a reddito fisso per molti investitori, le inefficienze di prezzo potrebbero consentire al team di gestione di acquistare obbligazioni interessanti a prezzi scontati.

## Previsioni per il 2018 e oltre

In questo momento dell'esercizio finanziario, le obbligazioni subordinate europee si stanno dimostrando fra i migliori titoli a reddito fisso del 2017. A nostro parere, lo slancio positivo registrato finora è tutt'altro che esaurito e si profilano nuovi e interessanti guadagni per 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 dall'inizio del 2017 anche in futuro. Ciò detto, l'agilità, il dinamismo e l'esperienza nel credito saranno cruciali per la sovraperformance e la gestione del rischio. Gli investitori nel reddito fisso si trovano oggi ad affrontare delle sfide e il paradigma è certamente mutato rispetto agli anni scorsi. Alle giuste condizioni è tuttavia possibile cogliere rendimenti interessanti e, a nostro avviso, il debito subordinato è un settore dalle concrete opportunità.

(1) OYSTER European Corporate Bonds

(2) Fonte: Trading Economics. Dati al 25 ottobre 2017

(3) Indice di riferimento del fondo dal lancio

---

## 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.