

PREVISIONI SUL CREDITO EUROPEO PER IL SECONDO SEMESTRE DEL 2018: È GIUNTO IL MOMENTO PER ACQUISTARE?

HIGHLIGHTS

- *Le valutazioni normalizzate hanno sensibilmente ridotto* il rischio di una reazione scomposta del mercato.
- I principali indicatori sostengono l'ipotesi secondo cui l'Eurozona crescerà a un ritmo superiore a quello strutturale sul lungo termine.
- Gli shock politici tendono ad attenuarsi sul medio termine, a condizione che i timori si dissolvano e gli investitori diventino maggiormente selettivi.
- Le attuali condizioni macro e microeconomiche differiscono sostanzialmente da quelle del 2010/2011 e suggeriscono un rischio di contagio molto più contenuto o assente.

Dopo una fase rialzista durata oltre un anno e mezzo, nel primo semestre del 2018 i mercati del credito in euro si sono ritrovati sotto pressione. Molteplici fattori hanno contribuito a questa inversione, dalle diverse aspettative sulla politica monetaria ai maggiori rischi politici, a cui si aggiungono valutazioni elevate e una crescita economica in rallentamento.

Riteniamo che, nella maggior parte dei casi, questi fattori siano scomparsi o abbiano perso vigore negli ultimi sei mesi; di conseguenza, è possibile tornare a guardare con interesse all'universo delle obbligazioni corporate e finanziarie denominate in euro.

Politica monetaria e valutazioni: maggiore chiarezza su ciclo dei tassi e normalizzazione

Dopo uno straordinario inizio anno, con spread a minimi da diversi anni su tutti i segmenti, i mercati del credito sono stati penalizzati da un cambio di rotta che ha interessato le aspettative sulla politica monetaria. Infatti, le solide performance economiche hanno spinto i mercati ad attendersi politiche monetarie più restrittive sia da parte della Fed che della BCE. L'innalzamento dei tassi ha inciso su tutti gli attivi rischiosi; si è però assistito a un'accelerazione delle vendite sulla classe di attivi, soprattutto nei segmenti a beta elevato come l'high yield e i titoli subordinati, alla luce delle elevate valutazioni sui mercati del credito.

Il rischio di inattesi shock dettati da approcci più aggressivi è oggi molto basso, in quanto il ciclo di innalzamento della Fed è già scontato e la BCE, sotto la guida di Mario Draghi, ha confermato la sua posizione estremamente prudente e accomodante. È possibile che i tassi privi di rischio aumentino, ma tale fenomeno dovrebbe rappresentare soltanto un'inversione della fuga verso la qualità finora in atto, con conseguenze limitate sulle valutazioni degli attivi rischiosi.



Antonio Ruggeri
Senior Portfolio Manager
Credito europeo

"Una politica monetaria più chiara e accomodante della BCE, una crescita economica stabile, solidi fondamentali e migliori valutazioni indicano tutti un secondo semestre positivo per l'universo del credito."

Infatti, sia gli spread che la volatilità sul breve termine si attestano al momento su livelli superiori alle medie triennali e, rispetto al passato, l'ampliamento osservato quest'anno è in linea con le fasi di correzione di mercato successive al 2008.

Riteniamo che le valutazioni siano senza dubbio migliorate, per quanto non ancora convenienti, e che il rischio di una reazione scomposta del mercato sia drasticamente diminuito. Di conseguenza, lo scenario di mercato per il credito europeo risulta più interessante.

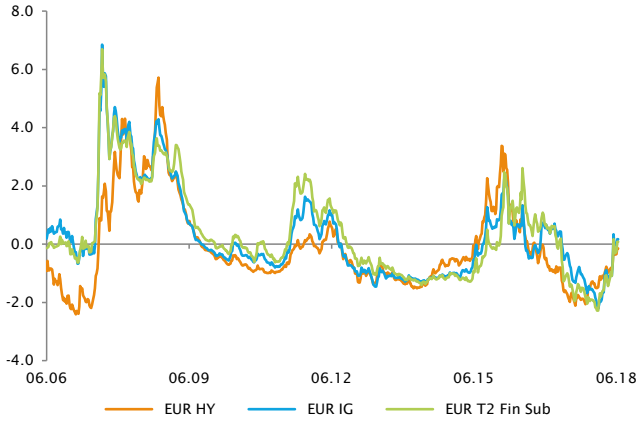
Ciclo economico e fondamentali: nessuna recessione né surriscaldamento dei fondamentali

Dopo un rimbalzo tra metà febbraio e marzo, gli spread creditizi sono tornati ad ampliarsi, trainati da dati economici inferiori alle attese: i principali indicatori dell'Eurozona risultano in rallentamento dallo scorso dicembre e gli indici delle sorprese economiche sono diventati negativi. Il trend è proseguito fino a maggio di quest'anno, causando un disaccoppiamento tra gli spread in EUR e USD, con questi ultimi che hanno registrato variazioni di poco conto.

Dati più recenti indicano che la crescita si sta stabilizzando in territorio positivo, con gli indici delle sorprese in netta ripresa. Questo corrobora la nostra ipotesi secondo cui l'Eurozona crescerà nel secondo semestre a un ritmo superiore a quello strutturale sul lungo termine.

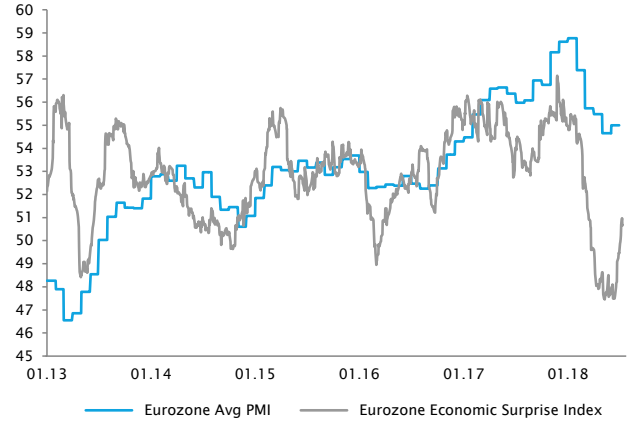
Tale scenario è inoltre confermato dai fondamentali societari; infatti, i risultati per il primo trimestre delle società europee continuano a evidenziare un miglioramento aggregato di margini, coefficienti di indebitamento e di copertura. Lo scorso anno le società hanno smesso di accumulare debiti estendendo, al contempo, le scadenze delle passività a minori tassi d'interesse.

Valutazioni del credito IG, HY e subordinato in EUR: z-score su 3 anni



Fonti : Indici ICE, SYZ Asset Management
Dati al 30 giugno 2018

PMI medio dell'Eurozona e indice Citi Economic Surprise



Fonti : Markit, Citigroup, SYZ Asset Management
Dati al 31 maggio 2018

Rischi politici: i timori associati all'Italia e alla guerra commerciale si affievoliscono ma permangono

Il colpo di grazia per i mercati del credito è giunto dal fronte politico, soprattutto nell'Eurozona, quando in Italia è trapelata una bozza del programma stilato dal nuovo governo in fase di formazione. La bozza ha fatto nuovamente temere per l'euro e sono riemersi rischi di contagio osservati l'ultima volta nel 2015, all'epoca del referendum greco. Gli spread sovrani si sono impennati in Italia, Spagna e Portogallo, influenzando principalmente sui titoli finanziari e non solo quelli dei Paesi periferici.

Tali shock tendono ad attenuarsi sul medio termine, a condizione che i timori si dissolvano e gli investitori diventino maggiormente selettivi. Ed è proprio questa la situazione attuale.

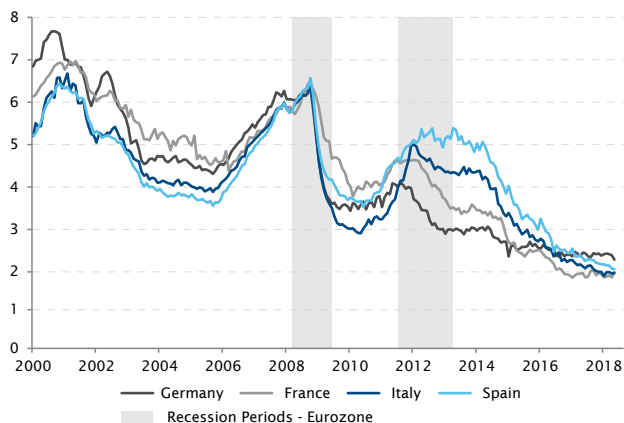
Innanzitutto, l'aumento è stato molto più contenuto rispetto a quello osservato nel 2011, quando le obbligazioni high yield e subordinate erano balzate di oltre 500 punti base a fronte

dei 150 registrati nell'anno in corso. Il mercato potrebbe avere scontato parte dei rischi, ma non una dissoluzione della moneta unica o un simile scenario. Ulteriori prove a sostegno di questa tesi giungono da Spagna e Portogallo, i cui spread sovrani sono su livelli più bassi rispetto al dicembre dello scorso anno.

Soltanto quello italiano resta più ampio, alla luce di persistenti incertezze sul fronte delle politiche fiscali. Tuttavia, i BTP sono molto lontani dai recenti picchi. A nostro parere, i titoli italiani continueranno a essere segnati dalla volatilità, che si diffonderà solo parzialmente in altri Paesi, fino a quando verrà presentato alla UE il progetto di bilancio (inizio autunno). Stando al Ministro delle Finanze, possiamo aspettarci un disavanzo appena più alto rispetto a quanto previsto lo scorso anno, ma non una manovra di spesa pubblica completamente in deficit.

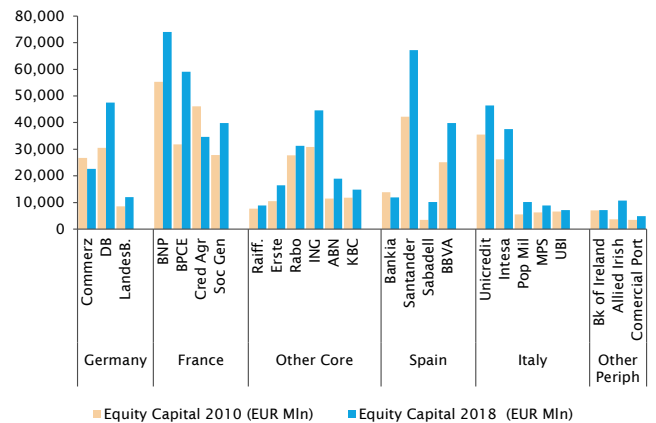
Più che dal contesto politico, che rimane fragile e imprevedibile, siamo confortati dalle attuali condizioni macro e microeconomiche, che differiscono sostanzialmente da quelle del 2010/2011 e suggeriscono un rischio di contagio molto più contenuto, se non addirittura assente.

Tasso medio nell'Eurozona per i prestiti concessi a società non finanziarie fino a EUR 1 milione



Fonti : ©FactSet Research Systems, SYZ Asset Management
Dati al 31 maggio 2018

Principali banche dell'Eurozona: capitale proprio nel 2010 rispetto al 2018



Fonti : Risk Dashboard dell'ABE e Statistiche bancarie di vigilanza della BCE, SYZ Asset Management
Dati al 31 dicembre 2017

Sul fronte macroeconomico, si registrano tassi di crescita mai visti nell'ultimo decennio, soprattutto in Spagna e Portogallo, accompagnati da condizioni per il credito corporate favorevoli come non lo erano da tempo. I tassi dei prestiti per le società non finanziarie si attestano su minimi storici, con una bassa dispersione tra i Paesi; la situazione opposta rispetto al 2010. Inoltre, l'Eurozona è attualmente dotata di strumenti, quali il meccanismo europeo di stabilità, le operazioni definitive monetarie e il programma di acquisto della BCE, che non erano disponibili 8 anni fa.

Infine, il sistema finanziario ha proseguito il rafforzamento del suo bilancio, con maggiori livelli di capitale proprio e una migliore qualità degli attivi. Dalla fine del 2010 gli istituti bancari dell'Eurozona (*si veda la nota) hanno incrementato il capitale proprio di diversi miliardi riducendo, al contempo, l'esposizione ai crediti in sofferenza, con un'incidenza di questi ultimi che è passata dai picchi del 2015 all'attuale 4,9%.

Nel complesso, riteniamo che l'Eurozona sia oggi molto meglio attrezzata per fronteggiare un potenziale, ma poco probabile, scenario segnato da un ulteriore shock finanziario.

Temi di mercato: identificare le opportunità sui mercati del credito

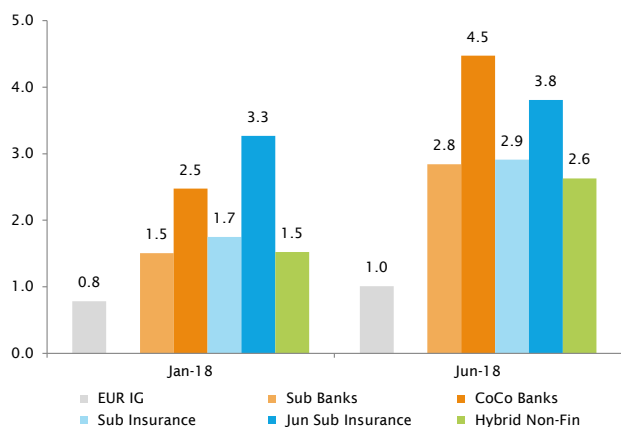
Da una prospettiva top-down, consideriamo il credito investment grade come una componente strutturale dei

portafogli obbligazionari, poiché sul medio termine questo segmento mostra una minore volatilità e migliori rendimenti rispetto alle obbligazioni sovrane. La situazione attuale, caratterizzata da un anno di tassi ridotti seguito da un anno di picchi per gli spread, suggerisce che è un buon momento per rafforzare l'esposizione.

Il segmento più intrigante è forse quello delle obbligazioni subordinate: la classe di attivi ha infatti conseguito la peggiore performance nell'universo del credito in EUR, con i titoli assicurativi dei Paesi core che sono stati sorprendentemente colpiti tanto quanto i bancari dei Paesi periferici. Dai minimi osservati a gennaio, l'indicatore più conservativo per i rendimenti (yield to worst) delle obbligazioni assicurative e contingenti convertibili (strumenti ibridi bancari) è balzato da 2,5 a rispettivamente 3,5 e 4,5%.

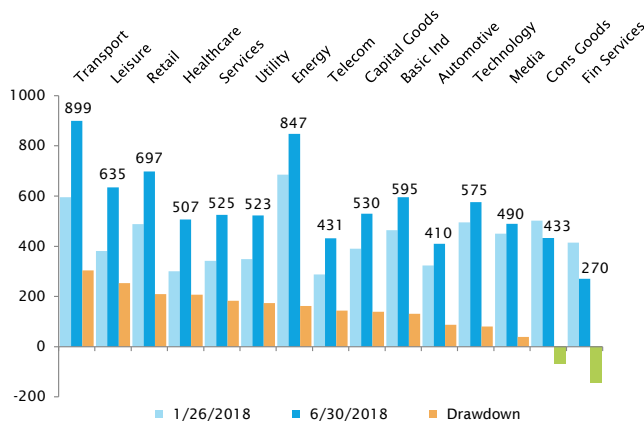
Potrebbe infine rivelarsi opportuno investire nei titoli con rating B nel mercato high yield in euro, alla luce del disaccoppiamento rispetto agli strumenti corrispondenti denominati in dollari statunitensi: infatti, lo spread medio dei titoli con rating B in euro ha superato la soglia dei 500 punti base, mentre quello in USD si attesta sotto i 400. Settori quali trasporti e retail sono stati sensibilmente penalizzati dal rallentamento della crescita economica e dai timori di una guerra commerciale e offrono, al momento, premi superiori a 800 pb. Per quanto la volatilità persista, non vi è dubbio che gli investitori siano oggi meglio remunerati per tale rischio rispetto a gennaio.

Europa: rendimenti delle obbligazioni investment grade e subordinate a confronto



Fonti : Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati al 30 giugno 2018

High yield europeo: spread dei titoli con rating B



Fonti : Bloomberg, SYZ Asset Management
Dati al 30 giugno 2018

Conclusione: è giunto il momento di (ri)acquistare

L'incertezza politica continuerà a incidere sui mercati; tuttavia, la volatilità dovrebbe restare moderata dato che i rischi di coda risultano meno probabili. Una politica monetaria più chiara e accomodante della BCE, una solida crescita economica, robusti fondamentali e migliori valutazioni indicano tutti un secondo semestre positivo per l'universo del credito.