

## IL SEGMENTO SUB-INVESTMENT GRADE SI RIPRENDE LA SCENA

### ASPETTI SALIENTI

La Federal Reserve (Fed) statunitense ha preannunciato molteplici tagli dei tassi sul breve termine, mentre la Banca centrale europea (BCE) fa sapere che utilizzerà tutti gli strumenti a sua disposizione, compreso un nuovo programma di acquisti nel settore corporate (CSPP), per mitigare le condizioni avverse. Di conseguenza, i rendimenti investment grade saranno oggetto di una contrazione, fenomeno che spingerà gli investitori verso il mercato di qualità inferiore nel quale le obbligazioni subordinate sono, a nostro parere, il pezzo pregiato.



**Michalis Ditsas**  
Investment Specialist

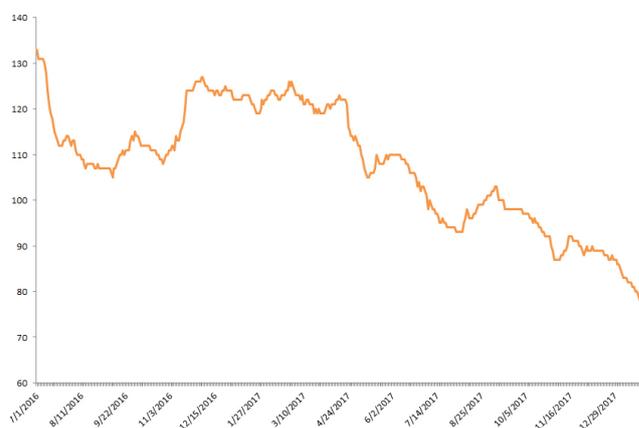
*"Sono in aumento le attese del mercato per un rilancio del programma di acquisti nel settore corporate da parte della BCE. Per quale posizionamento dovrebbero optare gli investitori nel credito? Dovrebbero tornare a privilegiare il segmento sub-investment grade."*

Negli Stati Uniti la dinamica della crescita ha perso vigore, la minaccia di tensioni commerciali continua a incombere e il declino delle stime inflazionistiche a medio termine, che si sono attestate su un minimo da tre anni, solleva inquietudini in un contesto di bassa disoccupazione. La Fed ha pertanto assunto toni molto accomodanti e manifestato un forte orientamento verso tassi più ridotti; il mercato si aspetta da due a tre tagli nei prossimi dodici mesi.

Diversamente dalla Fed, negli scorsi anni la BCE non ha potuto innalzare i tassi a breve termine, con quello di deposito che permane negativo al -0,4% (si veda [1 mese in 10 immagini per ulteriori informazioni](#)). Eppure lo scorso mese, intervenendo da Sintra, Mario Draghi ha sottolineato che una ripresa degli acquisti di attivi nell'ambito del programma CSPP e ulteriori tagli dei tassi sono opzioni praticabili, visti i rischi di ribasso che affliggono crescita e inflazione.

Il CSPP originale è stato lanciato a giugno 2016, includendo nell'universo di attivi ammissibili al programma di acquisti le obbligazioni investment grade denominate in euro emesse nell'eurozona da società non bancarie. Tale decisione mirava a intensificare l'impatto degli acquisti di attivi sull'economia reale e, in seguito alla sua attuazione, gli spread investment grade si sono contratti da 140 pb a un minimo storico di 74 pb a inizio 2018 (grafico 1).

**Grafico 1: Contrazione degli spread investment grade nel periodo di attuazione del programma CSPP**



Fonte: Bloomberg, indice ICE BofAML Euro Corporate  
Periodo di riferimento: luglio 2016 - gennaio 2018

Chi investe nei tassi sembra essere convinto che la BCE riprenderà i suoi acquisti di attivi attraverso un programma "CSPP 2"; alla luce di un'inflazione in calo e aspettative che indicano un proseguimento di tale tendenza, la BCE sarà costretta ad agire per difendere il suo operato. Una mossa in un'altra direzione non lascerebbe adito a dubbi: il Consiglio direttivo non sostiene l'approccio accomodante di Draghi.

Come dovrebbero posizionarsi gli investitori in vista di un possibile programma CSPP 2? Non ci vorrà molto prima che gli spread investment grade si contraggano in modo significativo innescando un'ulteriore ricerca di rendimento, con gli investitori che si sposteranno in massa verso il mercato di qualità inferiore.

Tuttavia, il mercato high yield europeo è già alle prese con molteplici difficoltà. Presenti da tempo negli Stati Uniti, le obbligazioni high yield con rendimento negativo si sono diffuse anche in Europa, dove attualmente circa il 2% degli strumenti appartiene a questa categoria. Se i rendimenti dovessero scendere di ulteriori 35 pb, la percentuale potrebbe raggiungere il 9%. Inoltre, si osserva un deterioramento dei fondamentali sul mercato high yield europeo, dove il tasso di insolvenza ponderato per il nozionale si attesta all'1,8%, la leva aumenta e i tassi di recupero nello scorso anno sono risultati mediamente pari al 32%, un valore inferiore alla media storica di circa il 40%.

Intravediamo del potenziale sul mercato europeo delle obbligazioni subordinate. I rendimenti da inizio anno (tabella 1) sono simili a quelli del mercato high yield europeo (rispettivamente 7,5% e 7,7%) e, nello stesso periodo, il solo mercato dei CoCo ha reso circa il 10,5%. Come illustrato in una precedente analisi (disponibile [qui](#)), il mercato subordinato presenta caratteristiche molto favorevoli, nello specifico un carry analogo a quello high yield, qualità creditizia investment grade degli emittenti, liquidità grazie a un mercato due volte più grande di quello high yield e diversificazione degli investimenti all'interno di un portafoglio a reddito fisso.

**Tabella 1: Rendimenti totali da inizio anno al 30 giugno 2019**

	HIGH YIELD STATUNITENSE	HIGH YIELD EUROPEO	FINANZIARI SUBORDINATI	COCO
<b>RENDIMENTO TOTALE</b>	10,16%	7,73%	7,46%	10,47%

Fonte: Bloomberg, ICE BofAML. High yield statunitense=Indice US High Yield Constrained, High yield europeo=Indice Euro High Yield, Finanziari subordinati=Indice Euro Subordinated Financials, CoCo=Indice Contingent Capital.  
Dati al: 30 giugno 2019