



RENDIMENTI INTERESSANTI IN UN CONTESTO A BASSO REDDITO

HIGHLIGHTS

- Il mercato delle obbligazioni subordinate ha registrato una significativa evoluzione dal 2008 in termini di dimensione, liquidità, caratteristiche delle obbligazioni e contesto normativo ed economico.
- In un contesto caratterizzato da bassi rendimenti, le obbligazioni subordinate offrono agli investitori una redditività interessante, vicina al 4%, comparabile alle obbligazioni ad alto rendimento, a fronte di spread di credito relativamente più attraenti, rispetto alle medie storiche, e di un migliore profilo di credito degli emittenti.
- Le prospettive per il segmento sono positive nel medio periodo in termini sia di profilo di rischio, in quanto sostenute dalla ricapitalizzazione in corso del settore finanziario, sia di crescita del mercato, visti i vantaggi economici offerti dalle obbligazioni subordinate in ottica di efficientamento della struttura di capitale.



ANTONIO RUGGERI, CFA
European Credit Expert

“*Le obbligazioni subordinate non sono nuove agli investitori nel reddito fisso, ma ora esse offrono dimensione, diversificazione e liquidità tali da poter essere considerate una classe di attivi in cui investire interamente, dove sono diversi i fattori che contribuiscono a renderle un'interessante opportunità d'investimento.*”

La crisi finanziaria 2008-2009 può essere considerata un punto di svolta per gli investitori nel reddito fisso, poiché ha innescato cambiamenti profondi e strutturali non solo nel livello generale dei tassi d'interesse e nelle politiche monetarie, ma principalmente nella dimensione e nella composizione dei mercati e nella natura e nella complessità degli strumenti obbligazionari.

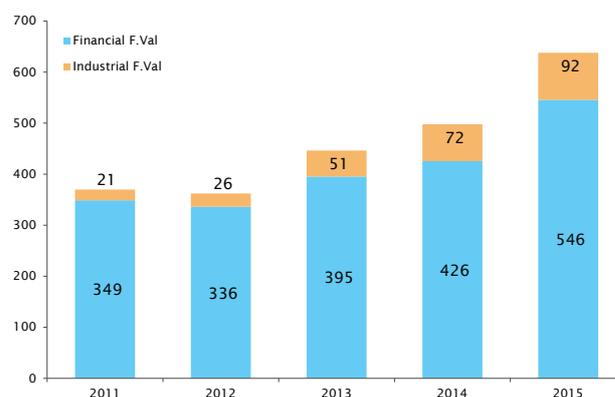
Tali cambiamenti hanno creato nuove opportunità di investimento, in particolare per gli specialisti del credito, avvantaggiati dall'aumento della dimensione del mercato e dalla diversificazione degli strumenti. In un tale contesto, le obbligazioni subordinate possono essere considerate una delle nicchie più interessanti ereditate dalla crisi finanziaria.

Sebbene non nuove tra gli strumenti a reddito fisso, le caratteristiche, la dimensione del mercato, la qualità del credito degli emittenti, il quadro giuridico e il profilo di rischio/rendimento delle obbligazioni subordinate sono enormemente cambiati nell'era post-crisi, sulla scia dell'inasprimento della regolamentazione e dell'opportunità per gli emittenti di migliorare la propria struttura di capitale.

CRESCITA DELLA DIMENSIONE DEL MERCATO E MIGLIORAMENTO DELLA LIQUIDITÀ

Il primo cambiamento evidente riguarda la dimensione del mercato e la liquidità dei titoli. Nel corso degli ultimi 5 anni il mercato subordinato ha registrato una crescita considerevole, raggiungendo per le sole società europee la dimensione ragguardevole di 600 miliardi di valore

Emissione netta in Europa in mld. di EUR

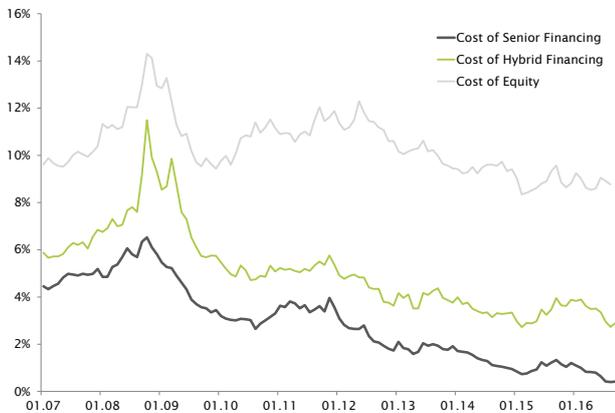


Fonte: Bloomberg, BofA ML. Dati al 31.12.2015.

nominale. Questo dato è ben superiore alle obbligazioni ad alto rendimento (High Yield), che rappresentano EUR 330 miliardi una volta escluse le obbligazioni subordinate. Inoltre, anche la liquidità è migliorata data la significativa dimensione degli emittenti e il taglio medio delle emissioni in circolazione, pari a circa EUR 850 milioni contro i 400 dei titoli HY.

La crescita del mercato è stata sostenuta anche dall'aumento delle emissioni non finanziarie, che ora rappresentano quasi cento miliardi o il 15% della quota di mercato, poiché le società hanno tratto vantaggio dal contesto di bassi rendimenti attraverso l'emissione delle cosiddette obbligazioni ibride per ottimizzare le loro strutture del capitale. Questi strumenti, infatti, incorporando caratteristiche dei titoli di capitale, beneficiano di trattamenti diversi ai fini di rating, contabili e fiscali: differibilità delle cedole e possibilità di assorbire perdite, in particolare, li rendono idonei come capitale proprio per quanto riguarda la contabilità (100%) o il rating (50%), pur essendo considerati al 100% come debito a fini fiscali, beneficiando pertanto della deduzione degli interessi. Data la maggiore convenienza di tali strumenti rispetto alle azioni, la giusta combinazione di debito senior, obbligazioni ibride e azioni riduce il costo del capitale e migliora il profilo di credito delle società, senza diluizione degli azionisti.

Costi per le diverse fonti di finanziamento



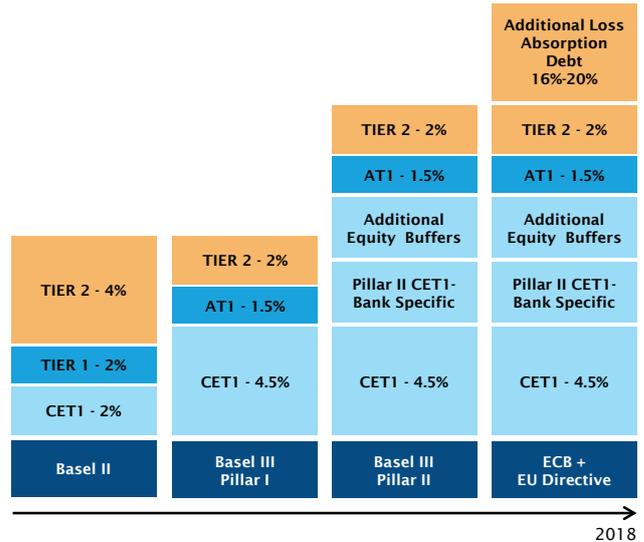
Fonte: Bloomberg, dati al 31.08.2016.

LA REGOLAMENTAZIONE HA INNESCATO RICAPITALIZZAZIONE E RIDUZIONE DELL'INDEBITAMENTO NEL SETTORE FINANZIARIO

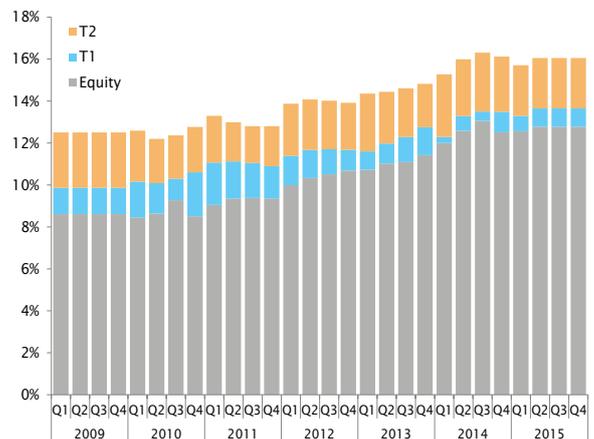
Sebbene le obbligazioni di imprese non finanziarie abbiano recentemente registrato una crescita considerevole, l'asset class rimane dominata dagli emittenti finanziari e la regolamentazione svolge indubbiamente un ruolo cruciale, non solo in termini di crescita di mercato ma, soprattutto, nella definizione delle caratteristiche e del profilo di rischio di tali strumenti.

Entrambe le normative Basilea III (Banche) e Solvency II (Assicurazioni) non solo richiedono più strumenti subordinati e ibridi per diversificare la struttura del capitale degli istituti, ma soprattutto impongono una ricapitalizzazione dell'intero sistema finanziario, in base al principio secondo cui la stabilità proviene anzitutto dal capitale proprio prima che da qualsiasi altro strumento. Ciò emerge con chiarezza osservando la transizione dai requisiti di Basilea II a quelli di Basilea III per le banche: mentre il requisito minimo per il capitale totale (capitale ordinario più strumenti subordinati idonei) è rimasto dell'8%, la percentuale minima del capitale proprio ordinario è più che raddoppiata dal 2 al 4,5%. Oltre a questo, la regolamentazione impone ulteriori riserve di capitale e i requisiti del 2° pilastro (specifici per ciascuna banca e correlati al relativo profilo di rischio), portando il capitale proprio minimo effettivo a una media di circa il 10% per le banche europee.

Regolamentazione per il settore bancario: Basilea III



Coefficienti Core Equity Tier 1 superiori al 12%. Capitale proprio dal 66% al 75% del capitale totale



Fonte: EBA Risk Dashboard, dati al 31.12.2015.

All'interno di questo nuovo quadro, la risposta naturale delle banche è stata una combinazione di aumenti di capitale e riduzione del rischio (la riduzione delle attività ponderate per il rischio migliora i coefficienti di solidità di capitale), con un netto miglioramento della loro capitalizzazione e del loro profilo di credito, garantendo a sua volta alle obbligazioni subordinate una protezione considerevolmente maggiore se confrontato con i valori pre-crisi.

Dall'altro lato, Basilea III non solo impone livelli minimi per il debito subordinato Tier 1 e Tier 2 (1,5 e 2%), ma richiede ulteriori strumenti di assorbimento delle perdite (tra il 16 e il 20%), offrendo un potente supporto alla crescita delle obbligazioni subordinate, più efficienti rispetto al capitale azionario come strumento di assorbimento delle perdite. Inoltre, i nuovi standard di idoneità per gli strumenti Tier 1 hanno innescato la creazione di una nuova classe di attivi, le obbligazioni Additional Tier 1 (note comunemente come CoCo): questi strumenti, che incorporano meccanismi automatici di assorbimento delle perdite, sostituiranno il precedente debito Tier 1 e dovranno rappresentare almeno l'1,5% del capitale complessivo entro la fine del periodo di transizione, raddoppiando di fatto la loro dimensione di mercato.

Non da ultimo, la nuova regolamentazione nell'Unione europea è stata accompagnata da un nuovo quadro giuridico per affrontare le crisi bancarie, caratterizzato da una maggiore trasparenza nell'attività di supervisione e da un insieme condiviso di regole: tutte queste misure dovrebbero ridurre, sebbene non eliminare, alcune delle incertezze che circondano il settore bancario e favorire una contrazione degli spread nel medio termine.

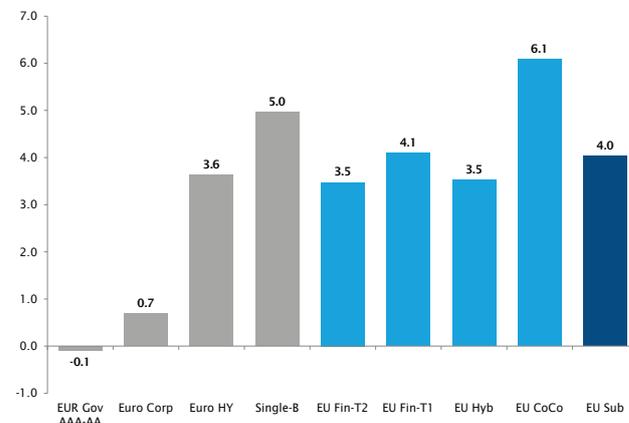
Per concludere, se da un lato la combinazione dei nuovi requisiti porterà ad una crescita ulteriore per le obbligazioni subordinate, dall'altro contribuirà a migliorare il loro profilo di credito, poiché beneficeranno di un maggior livello di capitale proprio ordinario all'interno di un quadro di regole condivise e più trasparenti.

INTERESSANTE PROFILO DI RISCHIO/ RENDIMENTO IN UN CONTESTO DI BASSI RENDIMENTI

Come già detto, le obbligazioni subordinate non sono nuove agli investitori obbligazionari, ma oggi offrono dimensione, diversificazione e liquidità tali da poter essere considerate un'asset class pienamente investibile, con diversi fattori a renderla un'interessante opportunità d'investimento.

In primo luogo, offrono un carry molto attraente, con un rendimento medio di oltre il 4% uno spread di circa 350 punti base (pb) e cedole intorno al 5%, rispetto all'1% e ai 100 pb offerti dalle obbligazioni investment grade europee e al 4% e 400 pb degli strumenti ad alto rendimento.

Rendimento assoluto interessante, in un intervallo tra il 3,5% (Tier 2) e il 6,1% (CoCo)



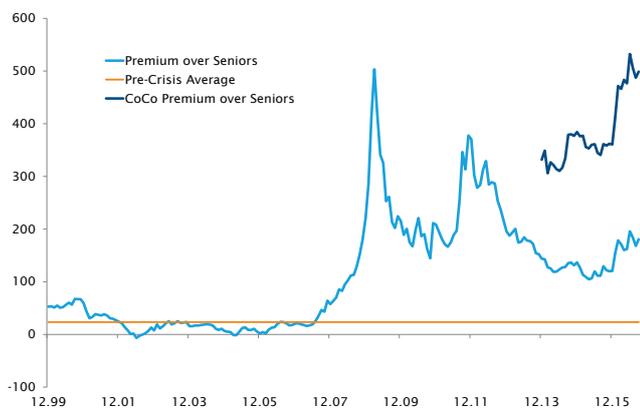
Fonte: Bloomberg, BofA ML, dati al 30.09.2016.

In secondo luogo, gli spread mostrano un maggior grado di dispersione rispetto al debito senior, lasciando un margine più ampio agli specialisti del credito per individuare valutazioni non corrette e generare performance.

Inoltre, rispetto ai titoli High Yield, i rating degli emittenti sono significativamente migliori: sebbene, infatti, a livello di emissioni le obbligazioni subordinate si dividano tra investment grade (66%) e high yield (34%), il 95% degli emittenti, essendo normalmente istituti finanziari e società a grande capitalizzazione, ha un rating compreso tra la tripla B e la singola A.

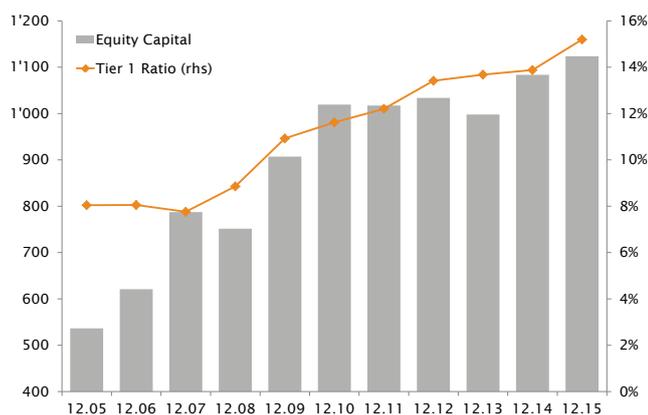
Infine, anche le valutazioni rimangono molto interessanti in prospettiva storica, nonostante la significativa compressione degli spread registrata dopo i picchi delle crisi del 2009 e 2011. Se si guarda ai titoli finanziari investment grade, ad esempio, il premio supplementare pagato dalle obbligazioni subordinate rispetto al debito senior si attestava in media sotto i 50 pb prima del 2008: il rischio di default era considerato essenzialmente pari a zero, nonostante le riserve di capitale proprio più esigue. All'apice della crisi nel marzo 2009, il premio ha raggiunto il massimo di 600 pb, innescando i cambiamenti normativi e la massiccia ricapitalizzazione del sistema finanziario (tuttora in corso). Oggi le stesse obbligazioni offrono ancora premi rispetto al debito senior compresi tra 100 e 150 pb a fronte di un rischio inferiore rispetto al passato, se si osservano i coefficienti di capitalizzazione e indebitamento.

**Spread subordinati IG rispetto ai senior
3v. media pre-crisi (150 risp. 50)**



Fonte: BofA ML Indices, dati al 30.09.2016.

**2015 raddoppiamento capitale proprio dal 2005
Aumento coefficiente Tier 1 dall'8% al 15%**



Fonte: Bloomberg, dati al 31.12.2015.

**LA VOLATILITÀ DI MERCATO PREVALE SUI
RISCHI FONDAMENTALI NEL BREVE PERIODO**

Pur ritenendo che gli attuali spread sopravvalutino i rischi fondamentali specifici di questa classe di attivi, la volatilità di mercato legata a un potenziale scenario di avversione al rischio può giustificare nel breve termine i maggiori premi offerti. I rischi principali per l'asset class, infatti, rimangono legati più a una potenziale e generale correzione degli asset rischiosi, date le deboli prospettive per l'economia globale, più che al deterioramento dei fondamentali degli emittenti, in particolare nel settore finanziario, in cui riteniamo che i timori in merito al bail-in e alla cancellazione delle cedole (per gli strumenti AT1) siano esagerati.

In primo luogo, il bail-in verrà attivato soltanto una volta che tutti gli altri strumenti (aumenti di capitale, nuovi piani di business, liquidazione delle attività) saranno stati esperiti, dal momento che il ripristino della normale attività deve sempre essere tentato prima di attivare una qualsiasi risoluzione. In secondo luogo, le riserve di capitale proprio accumulate rendono gli istituti finanziari più preparati a fronteggiare le turbolenze. E, infine, la definizione di norme chiare, sebbene ancora incompleta, per affrontare una crisi dovrebbe da ultimo ridurre i premi al rischio richiesti in virtù di una maggior trasparenza e omogeneità delle regole di ingaggio. Analogamente, i timori in merito alla cancellazione delle cedole per i CoCo sembrano aver impattato eccessivamente i prezzi di tali titoli. Nonostante non siano ancora stati del tutto chiariti dal regolatore le soglie che possano determinare un tale evento, la maggior parte degli emittenti di AT1 presenta un capitale proprio ben al di sopra di tutti i requisiti ufficiali ed riserve distribuibili ampiamente maggiori rispetto ai valori delle cedole da pagare.

**PROSPETTIVE DI PERFORMANCE POSITIVE
NEL MEDIO PERIODO**

A nostro parere le prospettive per i subordinati rimangono positive, dal momento che le forze principali alla base di questo mercato, come la regolamentazione e l'efficienza economica degli strumenti, rimarranno un fattore di sostegno nel medio termine, sia per la crescita sia per la liquidità. Grazie alle pressioni delle autorità di supervisione, il processo di ricapitalizzazione proseguirà, al pari della riduzione del rischio nei bilanci, fattori entrambi che contribuiscono a un miglioramento costante del profilo di rischio di credito implicito.

Per contro, i timori del mercato legati alle incertezze sull'applicazione della nuova regolamentazione, con particolare riferimento a bail-in e cedole dei CoCo, limiteranno nel breve periodo una significativa diminuzione della volatilità, mantenendo gli spread a livelli interessanti.