

ANALISI **FIXED INCOME**
di **Rocco Bove** ed Edoardo Noseda



OBBLIGAZIONI SUBORDINATE RITORNO ALLA NORMALITÀ E OPPORTUNITÀ DI CRESCITA

Dopo lo shock del caso Credit Suisse, il segmento degli AT1 ha mostrato resilienza e normalizzazione dei rendimenti, sostenuto da fondamentali solidi e un rinnovato interesse degli investitori. Tra maturità del mercato e cautela necessaria, le prospettive restano positive.

Il mondo delle obbligazioni finanziarie subordinate viene da un periodo di performance positive, e ha dimostrato di essere in grado di superare brillantemente il terremoto causato lo scorso anno dall'episodio che ha coinvolto Credit Suisse. Nell'ultimo anno e mezzo l'asset class ha compiuto un movimento di normalizzazione e i rendimenti sono progressivamente rientrati (grafico 1). Anzi, forse proprio da quell'episodio il settore ha tratto nuovo slancio, anche grazie alla chiarezza con cui la BCE ha riconfermato e validato il suo approccio a questo segmento di mercato dove, inevitabilmente, l'aspetto regolatorio gioca un ruolo centrale.

Le motivazioni alla base del rinnovato interesse per i bond subordinati sono legate innanzitutto ai fondamentali del settore. In primo luogo, le istituzioni finanziarie europee, su stimolo del regolatore, hanno raggiunto livelli di capitalizzazione mai toccati prima nella storia dei mercati. A questo si è aggiunta, negli ultimi due anni, una marginalità straordinariamente alta, quasi eccezionale, un aspetto più tattico che strategico, legato all'attualità, che seppur destinato a rientrare, sta contribuendo a rafforzare ulteriormente la posizione di capitale delle banche.

Un altro aspetto importante è la qualità dei bilanci: le istituzioni finanziarie europee hanno concesso meno prestiti e lo hanno fatto con maggiore prudenza. Osservando i bilanci bancari appare evidente come il sistema bancario sia ora più capitalizzato e meno esposto a rischi. Si può affermare che il settore è meno ciclico rispetto al passato, con un legame più sfumato con l'economia reale.

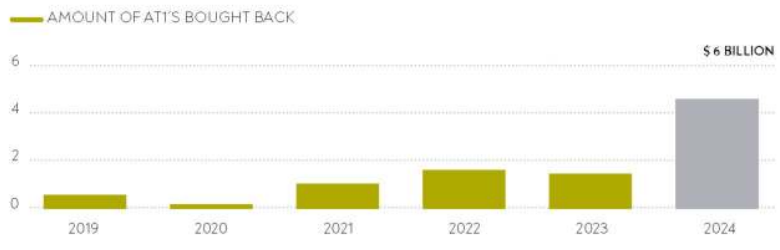
In ultimo, sembra logico ipotizzare che il trend avviato con UniCredit e Commerzbank possa proseguire, e perciò attendersi ulteriori operazioni sia nazionali sia transnazionali di consolidamento nel settore. Ci sono delle aree geografiche che offrono infatti spazio per ulteriori fusioni e acquisizioni, e la competizione si giocherà tra i grandi player europei che puntano a ottenere una scala significativa a livello ►

GRAFICO 1: I RENDIMENTI DEGLI AT1 EVIDENZIANO UNA NORMALIZZAZIONE



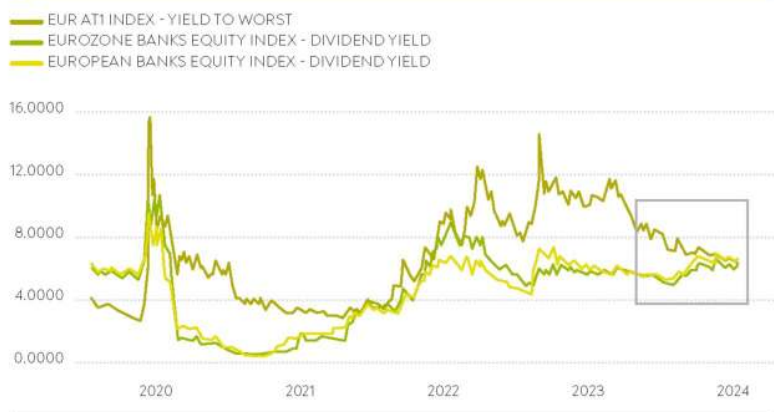
Fonte: Bloomberg.

GRAFICO 2: NEL 2024 LE BANCHE HANNO RICHIAMATO 4,5 MILIARDI DI DOLLARI DI AT1



Fonte: Bloomberg. Nota: AT1 in USD, EUR, GBP emessi da banche europee; tasso di riferimento nel giorno dell'annuncio dell'asta; sono escluse KBC e BAWAG.

GRAFICO 3: LO SPREAD TRA IL DIVIDEND YIELD E IL RENDIMENTO OFFERTO DAGLI AT1 SI È PRATICAMENTE AZZERATO



Fonte: Bloomberg.

ANALISI **FIXED INCOME**

continentale, operazioni favorite anche dalla solidità finanziaria del settore.

DINAMICA VIRTUOSA

In questo contesto va letta l'ottima performance delle obbligazioni finanziarie subordinate, probabilmente il singolo comparto col migliore andamento dell'intero mondo obbligazionario europeo. Dopo il caso Credit Suisse, di fatto, tutti gli emittenti hanno esercitato la call option, sebbene non sia obbligatoria, nei tempi attesi. Contestualmente, le banche hanno emesso nuove obbligazioni, trovando un'ottima accoglienza sul mercato primario. Nel corso del 2024 gli istituti bancari hanno infatti richiamato oltre 4,5 miliardi di dollari di obbligazioni AT1 in circolazione (oltre il doppio rispetto al biennio precedente), con offerte di acquisto spesso annunciate anche con un anno di anticipo rispetto alla data di call prevista (grafico 2).

Tutto questo ha innescato un circolo virtuoso, in cui le vecchie emissioni sono state richiamate (o riacquistate sul mercato), per poi rimettere nuova carta, contribuendo a proteggere e a rafforzare sia i livelli di capitalizzazione delle banche sia la fiducia degli investitori nel segmento.

Questa dinamica virtuosa ha dato una spinta fondamentale e tecnica a un mercato già interessante di per sé. Sebbene i rendimenti offerti dal comparto si siano parzialmente ridotti per via delle dinamiche appena descritte, in parallelo al generale calo dei rendimenti sull'obbligazionario dopo i picchi toccati dai tassi globali lo scorso anno, restano ancora molto generosi, sia in termini assoluti sia a confronto con il resto del mondo obbligazionario.

Parliamo infatti di rendimenti calcolati sulla prima call che, a seconda dell'emittente, della geografia e delle caratteristiche specifiche delle varie emissioni, variano mediamente tra il 5 e il 7,5 per cento. Più in dettaglio, se la sovraperformance del segmento AT1 ha comportato una compressione dell'extra rendimento offerto rispetto al comparto Tier2, che si trova un gradino più in alto nella scala gerarchica del capitale bancario, il percorso di normalizzazione del segmento ha anche via via ridotto lo spread tra il rendimento offerto e il dividend yield delle banche europee (grafico 3), rendendo il ricorso a tale strumento, per queste ultime, ancora più interessante.

CAUTELE

Dal punto di vista tecnico, negli ultimi anni il mercato delle obbligazioni subordinate ha raggiunto una certa maturità, grazie a una crescita in termini di dimensioni e di liquidità e alla varietà di player che vi operano. L'ampliamento del numero di emittenti, che ora include non solo i grandi campioni nazionali ma anche banche di seconda fascia o regionali, ha dato maggiore profondità e spessore a questo mercato, rendendolo sempre più attraente per i portafogli obbligazionari. Tuttavia, è fondamentale affrontare questi strumenti con cautela e diversificazione, poiché sono prodotti tecnicamente complessi. È necessario affiancare all'analisi dei fondamentali dell'emittente anche un'analisi delle specificità tecniche di ciascun titolo. Per questo motivo, il modo migliore per approcciarli in maniera efficace ed efficiente è attraverso un prodotto di risparmio gestito ben diversificato. ■



L'OPINIONE
DI



FLAVIO CARPENZANO
Investment director reddito fisso,
Capital Group

**FIXED INCOME
CONGIUNZIONI
ASTRALI FAVOREVOLI**

Nell'ultimo anno circa "le obbligazioni sono tornate" è stato un ritornello ricorrente per i mercati finanziari. La combinazione di elevati rendimenti iniziali e contesto macroeconomico favorevole significa che le congiunzioni astrali potrebbero finalmente essere dalla parte dei mercati obbligazionari. Il proseguimento del trend disinflazionistico negli USA dovrebbe **consentire alla Fed di ridurre i tassi di 50-75 pb quest'anno** e di operare un taglio ancora maggiore nel 2025. I mercati obbligazionari e le asset class quali le obbligazioni corporate globali dovrebbero beneficiare di un incremento dei prezzi grazie alla loro duration. Riteniamo che potrebbe essere giunto il momento di **utilizzare la liquidità e di investire nell'obbligazionario, incrementando gradualmente la duration** per poter potenzialmente beneficiare del previsto incremento dei prezzi derivante dai rendimenti più bassi. In questa fase iniziale del ciclo di allentamento, investire nelle obbligazioni e in particolare in quelle corporate di qualità elevata consente di assicurarsi il rendimento e di beneficiare del potenziale effetto positivo della duration. Riteniamo che un **approccio multisettoriale, flessibile e diversificato rispetto al credito** sia opportuno. Consente infatti di muoversi agilmente tra i diversi segmenti al fine di trovare valore al mutare delle condizioni di mercato.

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato