

È arrivato il momento di considerare le obbligazioni bancarie?

Opportunità di valore convincenti, fondamentali solidi

Public Fixed Income M&G

Dicembre 2022

- Nell'ambito del **reddito fisso**, quello delle **banche** attualmente è uno dei nostri **settori preferiti**, in virtù dei **fondamentali robusti**, delle **valutazioni convenienti** e dei **premi di nuova emissione appetibili**.
- Le **banche** si trovano in una **condizione** molto più **favorevole** rispetto al 2008 e dovrebbero essere **ben posizionate** per **superare un rallentamento economico**, grazie alla **solidità patrimoniale**.
- Inoltre stanno **beneficiando** dell'attuale **ambiente di tassi più alti**, che implica un **margin** di **interesse netto superiore** sui **prestiti**.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbe diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Al momento le **banche** sono una delle nostre **aree preferite** all'interno dei **mercati obbligazionari mondiali**, dato che il settore presenta a nostro avviso **fondamentali robusti** e **valutazioni attraenti**. Le **banche** sono in una **condizione** molto più **favorevole** rispetto al 2008, essendo **saldamente capitalizzate** e **ben posizionate** per tenere testa a un **ambiente recessivo**. Peraltro, in generale stanno **beneficiando** dei **tassi di interesse superiori** che consentono di **cogliere lo spread più ampio** fra i **tassi di prestito** e di **deposito** praticati. Nonostante questi **fattori positivi**, il **settore bancario** oggi quota a uno **sconto notevole** rispetto ad altri, a seguito della pesante correzione subita nel 2022. Stiamo rilevando **valore** soprattutto nel **mercato primario**, in cui vediamo **premi di nuova emissione allettanti** su molti **titoli bancari di alta qualità**.

Fondamentali robusti

Dal punto di vista dei **fondamentali**, riteniamo che le banche si trovino in una **posizione** decisamente più **solida** in confronto al 2008. Chiaramente non sono immuni a una flessione profonda dell'economia, ma il **settore** è **gestito** in modo molto più **prudente** rispetto al passato e dovrebbe essere in grado di reggere un **ambiente più recessivo**.

In netto contrasto con il 2008, oggi le **banche statunitensi** sono **altamente liquide** e anche **ben capitalizzate**. I depositi rappresentano oltre il 90% delle passività, a fronte del 75% circa del periodo pre-crisi finanziaria. Circa il 35% del patrimonio totale è costituito da asset altamente liquidi (ossia, cash, Treasury e obbligazioni di agenzie), mentre prima del 2008 la quota si fermava al 15-20% ([Grafico 1](#)).

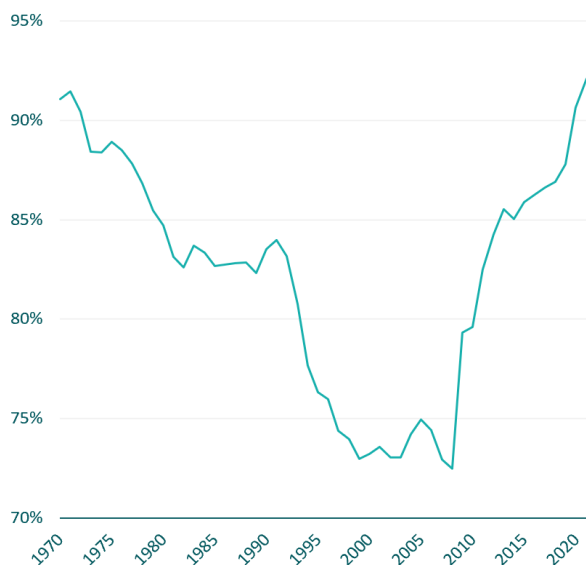
La situazione è molto simile in **Europa**, dove la **qualità degli asset** e gli **standard di sottoscrizione** sono **nettamente migliorati** nell'ultimo decennio. Secondo la Banca centrale europea, il rapporto di crediti deteriorati è sceso dall'8% del 2015 a meno del 2% attuale. I **rapporti CET1 (Common Equity Tier 1)**, che misurano il patrimonio base di una banca a fronte degli asset ponderati per il rischio totali, oggi sono nell'intervallo 12-14%, quindi ampiamente al di sopra del 7% prescritto da Basilea III, segno che le **banche europee** hanno un **cuscinetto** consistente per **affrontare lo stress finanziario** e **preservare la solvibilità**.

Peraltro le **banche** stanno **beneficiando** dell'attuale **ambiente di tassi più alti**, che implica un **margin** di **interesse netto superiore** sui prestiti; questo dovrebbe dare un forte impulso ai ricavi e contribuire a bilanciare in parte le perdite potenzialmente derivanti da un aumento delle sofferenze nel contesto economico più fiacco.

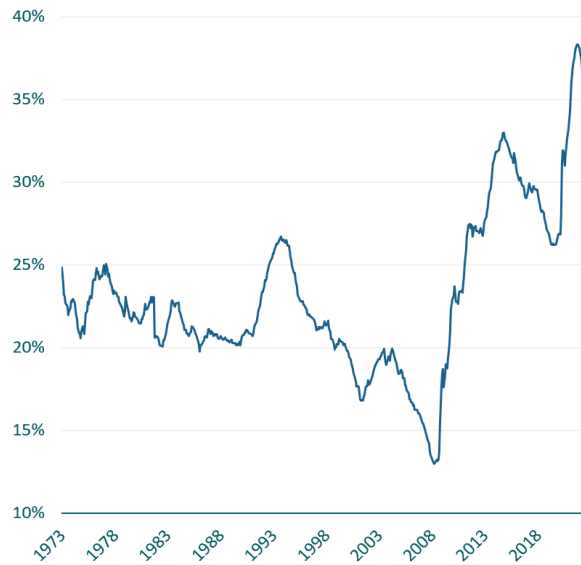
Un altro fattore che potrebbe rafforzare la redditività delle banche è lo spostamento ancora in atto verso i **servizi bancari online**: l'incremento dei clienti che migrano sui canali digitali dovrebbe consentire di ridurre il numero di filiali fisiche e quindi conseguire enormi risparmi sui costi fissi.

Grafico 1 | Le banche USA sono altamente liquide e ben capitalizzate

Depositi come % delle passività



Asset liquidi* come % del patrimonio totale



Fonte: Bloomberg, 31 ottobre 2022 (ultimi dati disponibili). *Cash+Treasury+Agenzie

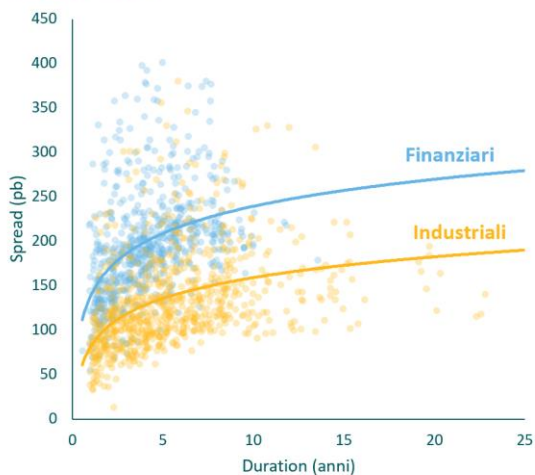
Valutazioni attraenti

Se la **probabilità** di una **recessione globale** è senza dubbio **aumentata**, la relativa gravità resta tutta da vedere. A nostro avviso, partiamo da una **posizione molto più robusta rispetto al 2008**: i conti delle famiglie e delle imprese sono in buone condizioni e l'economia nel suo complesso è molto meno indebitata. Di conseguenza, non ci aspettiamo che i **default societari salgano** ai livelli attualmente scontati dai mercati e riteniamo che gli **investitori in obbligazioni corporate** siano **ben remunerati per assumere rischio di credito**.

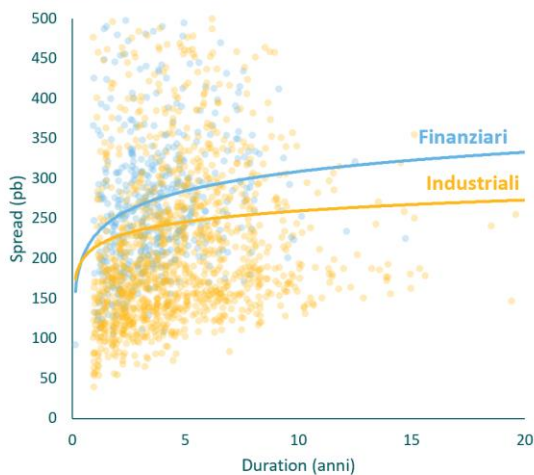
Questo è particolarmente vero per il **settore bancario**, che risulta scontato non solo in termini assoluti, ma anche in termini relativi. Per esempio, i finanziari europei offrono uno spread considerevole rispetto agli industriali in tutto il ventaglio di scadenze (Grafico 2). Il differenziale di spread è ampio anche in confronto ai livelli storici e le obbligazioni bancarie senior appaiono convenienti in confronto ai corporate a singola A in Europa, nel Regno Unito e negli Stati Uniti (Grafico 3).

Grafico 2 | I finanziari sembrano scontati rispetto ai non finanziari

Corporate A EUR



Corporate BBB EUR



Fonte: Bloomberg, 16 ottobre 2022.

Grafico 3 | Finanziari vs. non finanziari – Differenziali di spread nel tempo



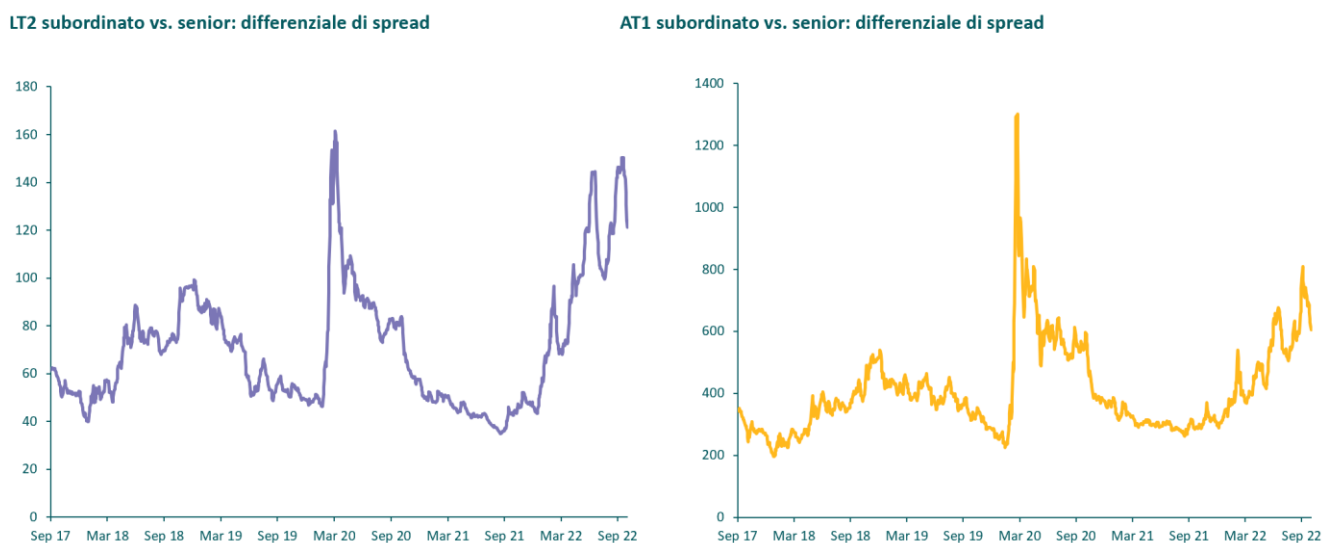
Fonte: Bloomberg, 31 ottobre 2022.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Osservando la struttura di capitale, ci sembra che il **debito bancario subordinato** in generale presenti una certa attrattiva rispetto al debito senior. Il debito subordinato si colloca a un livello inferiore della struttura in confronto a quello senior, pertanto in caso di default i detentori di titoli subordinati sarebbero rimborsati solo dopo che i creditori senior hanno recuperato in pieno il capitale investito. Ciò vuol dire che le obbligazioni subordinate sono più rischiose, anche se gli investitori di solito vengono compensati per questo rischio aggiuntivo attraverso un flusso reddituale superiore.

Tuttavia, è importante essere **selettivi** quando si investe in **obbligazioni finanziarie subordinate**. Per esempio, il differenziale di spread fra obbligazioni **Lower Tier 2 (LT2)** e titoli senior adesso è tornato ai massimi toccati durante la crisi pandemica, il che implica un valore relativo interessante associato a questi strumenti. Tuttavia, un'altra categoria di debito subordinato, costituita dai titoli **Additional Tier 1 (AT1)**, non appare particolarmente conveniente su base relativa, visto che i differenziali di spread rispetto ai titoli senior restano piuttosto lontani dai livelli raggiunti nella fase Covid.

Grafico 4 | Finanziari senior vs. subordinati – Differenziali di spread nel tempo



Fonte: M&G, Bloomberg, indice Bloomberg Euro Aggregate Banking Seniors, indice Bloomberg Banking LT2, indice Bloomberg Capital Securities, al 31 ottobre 2022.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Premi di nuova emissione attraenti

Per tutto il **2020** e il **2021**, le **società** hanno approfittato dei **tassi di interesse estremamente bassi** per **rifinanziare** una **porzione consistente** del **proprio debito** in un arco di tempo protratto. Di conseguenza, **adesso** dispongono di **ampia liquidità** e non hanno avuto bisogno di emettere grossi volumi di nuovi titoli quando i costi di prestito sono schizzati alle stelle nel 2022. Ne è conseguita una **forte contrazione** dei **volumi di emissione in quasi tutti i settori** nel corso dell'ultimo anno.

Tuttavia, le **banche** in generale fanno affidamento su un **flusso di capitali regolare**, sia per le necessità operative che per soddisfare vari requisiti di bilancio, motivo per cui hanno **continuato a emettere volumi di debito elevati nel 2022**, superando ampiamente gli altri settori in termini di emissione netta.

Il **mercato** ha dovuto quindi **assorbire** una **quantità** relativamente **alta** di **obbligazioni bancarie** e questo si è tradotto in un **premio di nuova emissione allettante** (nel senso che i nuovi titoli emessi quotano a uno spread superiore a quello delle obbligazioni già in essere scambiate sul mercato secondario). Come grandi investitori, siamo ben posizionati per partecipare a queste nuove operazioni a condizioni vantaggiose.

Dal punto di vista tecnico, vale la pena di notare che le obbligazioni bancarie non dovrebbero essere direttamente penalizzate dalla **contrazione quantitativa (QT)**, ovvero il processo con cui le banche centrali rivendono gli asset sul mercato. Le obbligazioni corporate sono state acquistate in grandi quantità nell'ambito dei programmi di **allentamento quantitativo (QE)**, soprattutto in Europa. Con l'inversione di rotta su questo fronte, questi titoli potrebbero trovarsi sotto pressione per via delle vendite effettuate dalle stesse banche centrali, ora impegnate a ridimensionare i bilanci. Tuttavia, i titoli bancari erano rimasti esclusi dai piani di QE e quindi non dovrebbero risentire direttamente del QT.

Prospettive incoraggianti per le banche

I **fondamentali robusti** e le **valutazioni interessanti** ci inducono a mantenere un certo **ottimismo** sulle **banche**. Tuttavia, è importante essere **selettivi** in quest'area e in generale **preferiamo** le **grandi banche nazionali** con **bilanci resilienti** e **posizioni di mercato dominanti**, ma apprezziamo anche altre qualità: **buffer di capitale consistenti**, **fonti diversificate di finanziamento** e la capacità dimostrata di **gestire il rischio** durante l'intero ciclo economico. Nell'ambiente inflattivo attuale, privilegiamo inoltre le **banche meno esposte ai consumatori nelle coorti di reddito inferiori**, che tendono a risentire di più dell'inflazione e dei prezzi energetici in ascesa. Dal punto di vista regionale, guardiamo con maggiore interesse alle **emissioni denominate in euro**, principalmente per motivi di valutazione.

Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati da tassi d'interesse, inflazione e rating di credito. È possibile che gli emittenti delle obbligazioni non paghino gli interessi o non rimborsino il capitale. Tutte queste eventualità possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute dal fondo. Le obbligazioni ad alto rendimento comportano solitamente un rischio maggiore che gli emittenti delle obbligazioni non siano in grado di pagare gli interessi o rimborsare il capitale.

M&G

Dicembre 2022