

A



Giuseppe Sersale e Anne-Sophie Chouillou*
✉ @AnthiliaSGR

BOND, ECCO DOVE TROVARE VALORE

Il quadro macroeconomico globale continua a risentire dei postumi della pandemia. L'impatto è stato arginato ricorrendo a un robusto aumento della spesa pubblica nelle principali aree del globo. Questa abbondanza di stimolo fiscale offre ancora un buon supporto alle economie e in particolare a quella statunitense. Di contro, ha generato un'inflazione resiliente, che finora le politiche monetarie restrittive delle banche centrali non sono riuscite a far rientrare completamente. L'economia dell'Eurozona negli ultimi sei trimestri si è mostrata meno brillante di quella globale, con un tasso di crescita ai limiti della stagnazione. Tra i motivi di questa sottoperformance, i numerosi eventi esterni (guerra in Ucraina, crisi in Medio Oriente, postumi dello shock energetico, e difficoltà del manifatturiero globale). La BCE, consapevole delle fragilità strutturali dell'economia e preoccupata che una politica monetaria troppo restrittiva porti a una contrazione ciclica, ha deciso di segnalare un primo taglio dei tassi in occasione del meeting di giugno. Questo, insieme a una ripresa del comparto manifatturiero globale, di cui già si intravedono i primi segnali, dovrebbe supportare l'economia europea per i trimestri a venire. Il quadro inflattivo risentirà inevitabilmente della resilienza del ciclo e dell'abbondante spesa fiscale, rendendo ulteriori tagli dei tassi incerti sia nel timing sia nell'entità. In questo contesto di tassi che permangono su livelli più elevati e per un periodo esteso, le obbligazioni societarie finanziarie costituiscono una buona opportunità. L'introduzione di "Basilea 3", ha obbligato le banche europee a rafforzare struttura di capitale e bilancio, portandoli su livelli di solidità senza precedenti: il Cet1 (Common Equity Tier 1) medio, che prima del 2008 si attestava al 6%, è stato portato sopra il 15%.

Inoltre, il nuovo quadro di regolamentazione e vigilanza impone agli istituti di credito rigidi controlli periodici. Grazie a questi interventi, le obbligazioni bancarie sono assai meno rischiose che in passato, anche a confronto di quelle dagli emittenti non finanziari, che risultano più vulnerabili al rischio di un rallentamento economico.

Addentrando nella struttura di capitale, il livello di subordinazione che offre i rendimenti più attraenti è quello degli Additional Tier 1, quella porzione di strumenti di natura ibrida che prevede la possibilità di conversione in equity (o azzeramento), nel caso l'emittente attraversi una crisi e necessiti di una ricapitalizzazione. Fondamentali per l'accesso a questa categoria di obbligazioni sono un'adeguata diversificazione e un accurato processo di selezione degli emittenti. In tema di aree geografiche, il mercato italiano è quello che ora offre le migliori opportunità in termini di rischio/rendimento. Come mostrano le ultime trimestrali, le banche italiane hanno beneficiato, più delle altre, del rialzo dei tassi, mantenendo una buona qualità degli asset. Vediamo valore anche in emissioni di istituti regionali spagnoli e banche greche: i livelli di capitalizzazione del settore, nei due Paesi, sono stati gradualmente portati agli standard europei. Le agenzie di rating stanno adeguando i propri giudizi, con il risultato che il ritorno a investment grade di molti emittenti li rende adatti ai portafogli di una gamma più vasta di investitori, andando a incrementare la domanda.

**partner e presidente comitato investimenti
Anthilia Capital Partners SGR,
partner Anthilia Capital Partners SGR
e gestore del fondo Anthilia Yellow*