

I COCO AT1 SONO ANCORA INTERESSANTI

Materiale di marketing per investitori accreditati/istituzionali/professionali

Le obbligazioni convertibili contingentemente (CoCo) AT1 hanno fatto notizia nel corso del primo trimestre a seguito dell'acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS. Secondo Romain Miginiac, Direttore Ricerca di Atlanti, il mercato AT1 resta comunque interessante nell'ambito del debito subordinato delle società finanziarie europee.

La svalutazione dei titoli CoCo AT1 di Credit Suisse, imposta dall'autorità di vigilanza svizzera FINMA, ha gettato un'ombra sul futuro di questa classe di investimento. Il possibile calo della domanda di AT1, i premi per il rischio molto più alti per gli investitori e l'incapacità delle banche di accedere al mercato sono alcuni degli argomenti saliti alla ribalta dopo l'evento più significativo che ha coinvolto il mercato degli AT1 ad oggi. Quando si calmeranno le acque, nel medio/lungo termine, la volatilità potrebbe restare elevata, ma è improbabile che ci saranno danni permanenti. A nostro giudizio, nulla è veramente cambiato per i detentori di CoCo AT1 delle banche europee e britanniche.

La vicenda di Credit Suisse non rivoluzionerà il mercato degli AT1

A parte il caso Credit Suisse, la fine del mercato AT1 era già stata decretata altre volte in passato, per esempio a seguito del salvataggio finanziario di Banco Popular nel 2017 o del mancato rimborso di un AT1 da parte di Banco Santander nel 2019. Oggi questi episodi sono ricordati come poco rilevanti, e l'asset class ha continuato a esistere. La svalutazione dei CoCo AT1 di Credit Suisse è indubbiamente l'evento più significativo che ha colpito il mercato. Non crediamo però che avrà effetti rivoluzionari.

A inizio 2023, Credit Suisse rappresentava circa l'8% del mercato dei CoCo AT1 delle banche europee, con obbligazioni in circolazione per 17 miliardi di dollari (valore nominale¹). Sebbene si sia trattato di un brutto colpo per il mercato, le perdite a più lungo termine dei CoCo AT1 restano contenute. Credit Suisse e Banco Popular sono stati gli unici due eventi di perdita in dieci anni dalla nascita del mercato degli AT1, e la perdita annualizzata in 10 anni per gli AT1 è stata dell'1% circa all'anno, a confronto con il 2,5% circa del segmento high yield² globale. A nostro giudizio, gli investitori sono disposti a investire nell'high yield con un rendimento più basso dei CoCo AT1, e perdite più alte, per cui non ci sembra che quest'asset class abbia perso la capacità di attirare interesse.

Nonostante la sua risonanza, riteniamo che la vicenda Credit Suisse non abbia avuto ripercussioni sul resto degli AT1. La crisi di fiducia che ha inevitabilmente portato all'acquisizione dell'istituto da parte di UBS è stata provocata da problemi preesistenti. Nel 2022 la banca era in perdita (perdite nette per 7 miliardi di franchi svizzeri) e le perdite previste per il 2023 erano di 2 milioni di franchi. Credit Suisse aveva pertanto avviato un piano di ristrutturazione pluriennale. Nessuna altra banca europea si trova in una situazione analoga, infatti il settore dovrebbe registrare utili robusti nel 2023. Se consideriamo le stime di consensus per gli utili 2023³, Credit Suisse era l'unica grande banca ad aver previsto una perdita nell'anno, rispetto a un ROE medio previsto del 10% per il resto del settore.



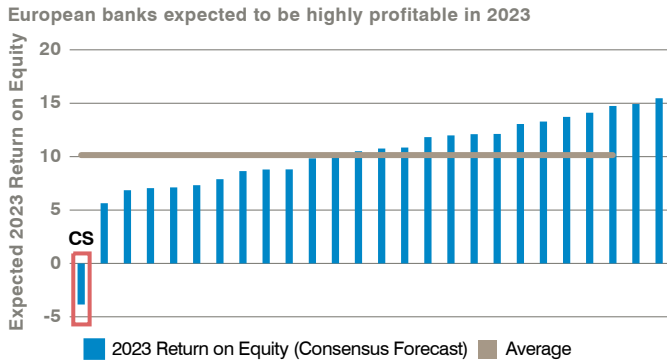
Romain Miginiac
Fund Manager &
Head of Research,
Atlanticomnium

¹ As of Jan 2023, Fonte: Atlanti, Bloomberg.

² Fonte: Moody's, al 31 dicembre 2022.

³ Dati al 21/04/2023, le stime del ROE 2023 si basano sul consensus Bloomberg per le banche europee quotate con un patrimonio per almeno 250 miliardi di dollari. Fonte: Bloomberg, Atlanti.

Figura 1: Credit Suisse rappresenta un'eccezione nel settore bancario dove si prospetta invece una redditività elevata



Fonte: Bloomberg, Atlanti, al 20.04.2023.

Oltre alla peculiarità del caso Credit Suisse, la possibilità di svalutare gli AT1 prima di intervenire sulle azioni ordinarie dipende dal quadro giuridico specifico della Svizzera. Le autorità di vigilanza dell'Unione Europea e del Regno Unito hanno reagito rapidamente all'evento confermando che la gerarchia dei creditori sarà rispettata, aspetto che nell'UE è regolamentato per legge.

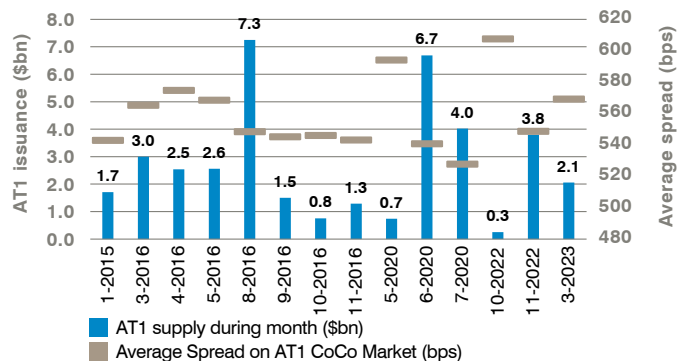
Qual è il futuro del mercato degli AT1? Colpito ma non affondato

L'elemento forse più importante della dichiarazione congiunta del Comitato di risoluzione unico, dell'Autorità bancaria europea e della BCE (gli organismi di vigilanza e normativi UE) del 20 marzo è l'ultima frase: "Gli Additional Tier 1 sono e resteranno una componente importante della struttura del capitale delle banche europee"⁴. La conferma che gli AT1 sono una parte essenziale del quadro normativo in Europa è un segnale forte che indica che il mercato non morirà. La profonda dislocazione sui mercati potrebbe portare a costi di emissione proibitivi nel medio termine, tuttavia è improbabile che metta a repentaglio la possibilità di sopravvivenza di quest'asset class.

Facendo un passo indietro, è importante sottolineare che, sebbene gli AT1 possano sembrare una forma di debito costosa, in realtà sono una forma di capitale conveniente per le banche. Le emissioni dipendono decisamente dalla regolamentazione, infatti le banche possono soddisfare in parte i requisiti di capitale attraverso gli AT1, anziché le azioni ordinarie. Pertanto, gli AT1 sono economicamente interessanti se il loro costo è inferiore al costo del capitale azionario delle banche, tenendo conto che le cedole sono in buona parte deducibili fiscalmente. In passato abbiamo assistito a emissioni con cedole a doppia cifra e spread assai più ampi rispetto ai livelli attuali. Per fare un esempio, nel 2016 BBVA ha emesso CoCo AT1 denominati in euro con uno spread superiore ai 900 p.b., ben oltre i livelli possibili oggi.

Sebbene le condizioni di mercato al momento siano meno favorevoli per gli emittenti, non ci troviamo in totale assenza di norme. Dal 2014 sono stati emessi CoCo AT1 per oltre 30 miliardi di dollari in momenti in cui gli spread erano intorno o superiori agli spread attuali di circa 550 p.b.

Figura 2: Il mercato AT1 è stato aperto in condizioni di mercato analoghe



Fonte: Bloomberg, Atlanti, dati al 21.04.2023.

Nel complesso, non c'è ragione di credere che gli AT1 scompaiano come asset class, il mercato ha attraversato in precedenza cicli di ampliamento degli spread in cui gli emittenti erano comunque disposti a entrare nel mercato, nonostante gli spread relativamente alti.

Le valutazioni sono interessanti per gli AT1, con futuri catalizzatori

Le valutazioni dei CoCo AT1 delle banche europee presentano una totale dislocazione in questo momento, con rendimenti a doppia cifra e spread vicino al 90° percentile. Con un rendimento medio del 10,7% e uno spread di circa 550 p.b., l'asset class sembra estremamente interessante. Storicamente, quando gli spread sono stati così ampi, il rendimento complessivo nei 12 mesi seguenti è stato robusto, spesso a doppia cifra (v. Tabella 1). È difficile fare previsioni sui rendimenti futuri. Comunque, il rendimento medio del 10,7% per quest'asset class rappresenta un buon cuscinetto in termini di reddito. Oltre alla possibilità di ottenere un reddito elevato, intravediamo due importanti catalizzatori all'orizzonte, favorevoli a quest'asset class.

⁴ Fonte: ABE, 20 Marzo 2023 [Dichiarazione dell'SRB, dell'ABE e della vigilanza bancaria della BCE in merito all'annuncio del 19 marzo 2023 da parte delle autorità svizzere, Autorità bancaria europea \(europa.eu\)](#)

Tabella 1: Gli spread ampi sugli AT1 hanno consentito in genere un buon rendimento complessivo

Data	Spread (p.b.)	Rendimento complessivo - 1 anno
11.03.2020	509	14.3%
03.01.2019	519	21.8%
03.02.2016	559	14.4%
15.10.2014	558	8.0%

Fonte: Atlanticomnium, Bloomberg, spread e rendimento complessivo sulla base dell'indice Bloomberg European Banks CoCo Tier 1 con copertura in USD. Al 21.04.2023. Il rendimento passato non è garanzia dei risultati futuri.

Catalizzatore n. 1 – Gli utili del 1° trimestre confermano i fondamentali bancari

Il primo e più immediato catalizzatore è l'imminente pubblicazione degli utili bancari per il 1° trimestre 2023. È interessante che lo scenario migliore e più probabile per gli obbligazionisti sarebbe lo status quo: (1) le banche continuano a beneficiare dei tassi più alti attraverso gli utili, (2) la capitalizzazione e la qualità degli attivi sono buone, (3) i timori sulla liquidità e i flussi dei depositi sono infondati per le grandi banche europee. Come abbiamo già scritto, nulla è cambiato per chi investe in CoCo AT1 di banche europee. Gli utili molto positivi del 1° trimestre evidenzieranno la dislocazione tra valutazioni e fondamentali.

Le banche europee sono entrate in questa fase di incertezza con una situazione patrimoniale molto solida. Nel 1° trimestre i coefficienti del capitale dovrebbero restare assai robusti. Gli indici di capitalizzazione delle banche europee sono intorno ai massimi storici, con un CET1 medio secondo la Banca Centrale Europea del 15,3% a fine 2022, rispetto a un requisito minimo del 10% circa. Ciò equivale a un capitale in eccesso di circa 450 miliardi di euro per le banche UE a protezione degli obbligazionisti.

Non fa male ricordare che le banche traggono enorme vantaggio dai rialzi dei tassi, come si vedrà anche dagli utili del 1° trimestre. HSBC, per esempio, dovrebbe generare un ROE del 13% nel 2023, rispetto a una media del 6% circa negli ultimi tre anni (2020-2022). Ciò equivale a un aumento degli utili prima degli accantonamenti di 15 miliardi di dollari all'anno a circa 37 miliardi di dollari all'anno. La differenza di 15 miliardi di dollari è un cuscinetto in grado di assorbire il potenziale aumento delle sofferenze in caso di recessione. Le cedole degli AT1 di HSBC verrebbero annullate automaticamente nel caso in cui la banca violasse i requisiti in termini del capitale obbligatorio, ma con circa 37 miliardi di dollari di utili prima degli accantonamenti e 28 miliardi di dollari di capitale in eccesso, affinché le cedole fossero a rischio la banca dovrebbe registrare più di 60 miliardi di fondi per perdite su crediti e altre perdite. Gli utili positivi incrementano la protezione degli obbligazionisti, oltre al capitale in eccesso già elevato.

La liquidità a disposizione delle banche e la raccolta verranno monitorate attentamente dopo la recente crisi del sistema bancario statunitense. Ma il fallimento di SVB e i problemi correlati alle perdite non realizzate sui portafogli titoli delle banche negli Stati Uniti non contagheranno le banche europee. In Europa, le disponibilità liquide delle banche sono in genere la liquidità depositata presso la banca centrale (overnight) e le obbligazioni a più lunga scadenza vengono in genere coperte attraverso gli swap. Inoltre, i depositi delle banche europee sono tipicamente molto granulari e vischiosi, e in buona parte si tratta di depositi garantiti delle famiglie. I problemi negli Stati Uniti dipendono principalmente dalla mancanza di una regolamentazione rigida per le banche di importanza non sistemica, infatti SVB non era sottoposta a stress test, requisiti di liquidità o a un capitale minimo obbligatorio. L'intero settore bancario in Europa è soggetto a norme molto rigide, e questo vale sia per le banche locali più piccole che per le grandi banche sistemiche.

Infine, mentre la qualità degli attivi delle banche in genere è buona, con sofferenze ai minimi record, i risultati del 1° trimestre dovrebbero evidenziare l'esposizione concentrata in specifici settori come il mercato immobiliare commerciale. Le banche europee nel complesso hanno un'esposizione limitata nel settore, inferiore al 10% dei prestiti complessivi. In linea con il processo di riduzione del rischio strutturale nel settore dopo la crisi finanziaria globale e la crisi nell'Eurozona, le banche europee hanno inasprito molto i criteri di sottoscrizione nel settore immobiliare commerciale. Le esposizioni in genere sono ben diversificate, con un rischio di concentrazione limitato, un rapporto prestito/valore basso e si concentrano in genere sugli emittenti di più alta qualità. Anche se ciò può determinare una certa volatilità dei fondi per perdite su crediti, è improbabile che sia rilevante nell'ordine generale delle cose.

Catalizzatore n. 2 - La maggior parte degli AT1 sarà verosimilmente rimborsata alla prima data di rimborso.

Come abbiamo scritto, le banche europee hanno emesso CoCo AT1 in condizioni di mercato analoghe dall'apertura di questo mercato. Mentre in generale le banche hanno emesso una quantità di AT1 sufficiente secondo le norme, la stragrande maggioranza dei nuovi AT1 sarà emessa per rifinanziare gli strumenti rimborsati. Quando la fiducia scarseggia, il rischio di estensione (ovvero il rischio che le obbligazioni non vengano rimborsate e vengano lasciate in circolazione per sempre) si ripresenta nel timore che gli AT1 non vengano rimborsati, dato che sarebbe più costoso emettere nuovi strumenti che mantenere le obbligazioni esistenti in circolazione.

In una realtà in cui le banche europee hanno preso in considerazione i costi di rifinanziamento di uno strumento specifico solamente quando hanno dovuto decidere in merito al rimborso, il repricing al valore perpetuo potrebbe essere giustificato. Fortunatamente per la maggior parte dei CoCo AT1 il rifinanziamento sarebbe più costoso rispetto al rimborso alla prima data di rimborso. L'esperienza ci insegna che i mancati rimborsi, finora, sono stati un'eccezione, mentre oltre il 90% dei CoCo AT1 è stato rimborsato alla prima data di rimborso dall'apertura del mercato. Sebbene il rimborso di un CoCo AT1 e il suo rifinanziamento a un costo più alto possa sembrare controintuitivo, nelle decisioni di rimborso le banche europee in genere adottano un approccio a lungo termine.

Le emissioni delle grandi banche europee sul mercato obbligazionario sono frequenti, per esempio HSBC dovrebbe emettere tra 15 e 20 miliardi di dollari di obbligazioni privilegiate e subordinate nel medio termine. Mentre risparmiare anche 100 p.b. su 1 miliardo di dollari di AT1 sarebbe come un errore di arrotondamento per il conto economico della banca, un repricing più ampio del debito complessivo della banca per 150 miliardi di dollari sarebbe più significativo. Dato che chi investe in AT1 potrebbe anche investire in altre obbligazioni privilegiate o subordinate, occorre considerare che, nel lungo periodo, un comportamento favorevole agli obbligazionisti può condurre a costi di finanziamento più bassi. Mentre gli emittenti difficilmente sono disposti a rifinanziare a un costo incrementale, ci sono emittenti disposti a pagare di più per rimborso e rifinanziamento.

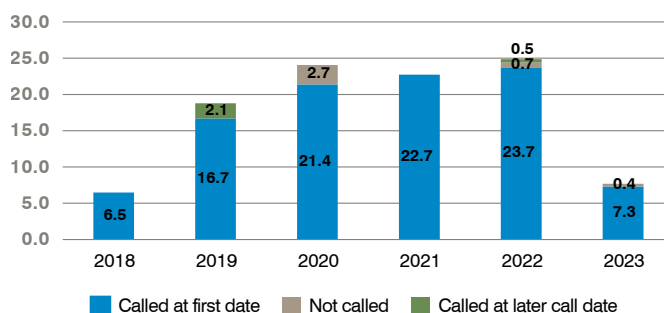
Il mercato AT1 in genere sovrastima il rischio di estensione quando gli spread si ampliano molto. In questo momento, circa il 90% dei CoCo AT1 ha un prezzo in linea con la previsione che non vengano rimborsati⁵. In passato, in certi periodi (2016, 2018, 2020 e 2022), il rischio di estensione è salito parecchio, eppure la maggior parte degli AT1 è stata rimborsata. Anche se il mercato sconta uno scenario in cui la maggior parte degli AT1 non viene rimborsata, gli unici AT1 che corrono veramente il rischio di rimborso sono quelli rimborsabili nel giro di pochi mesi. È tipicamente una piccola frazione del mercato, per esempio ci sono circa 11 miliardi di dollari di CoCo AT1 da rimborsare nel corso del 2023 rispetto ai 200 miliardi di dollari di AT1 in circolazione. I direttori finanziari e tesoriери in genere cercheranno di rifinanziarli fino a 12 mesi prima della data di rimborso, pertanto gli spread oggi non sono rilevanti per un AT1 con una data di rimborso nel 2026. Infine, le grandi banche hanno molta flessibilità in merito alle decisioni di rimborso perché possono rifinanziare le obbligazioni con ampio anticipo, oppure usare il capitale in eccesso per coprire il rimborso di un CoCo AT1. Abbiamo visto che UBS ha adottato tale approccio quando ha rimborsato un AT1 a gennaio 2023 senza sostituirlo. Negli ultimi 12 mesi gli spread sono scesi molto, offrendo alle banche l'opportunità di rifinanziare i rimborsi a condizioni di mercato migliori.

Le conseguenze del mancato rimborso vengono spesso sovrastimate, come abbiamo visto con i CoCo AT1 che sono stati poi rimborsati in un secondo momento. Banco Santander ha rimborsato i CoCo AT1 a distanza di un anno soltanto dopo la prima data di rimborso, mentre Banco Sabadell di recente ha rimborsato i titoli dopo un'estensione di un trimestre soltanto. Gli AT1 sono rimborsabili frequentemente dopo la prima data di rimborso (in genere su base trimestrale, annuale o ogni cinque anni), per cui il periodo di rendita è spesso molto breve.

Nel complesso, le banche europee dovrebbero continuare a rimborsare gli AT1 alla prima data di rimborso, e i mancati rimborsi dovrebbero continuare a essere un'eccezione. La recente turbolenza se non altro ha dimostrato che è meglio rimborsare gli AT1, poiché è la migliore decisione che le banche possono prendere per tornare presto alla normalità. Un mercato degli AT1 efficiente è nel migliore interesse degli emittenti, degli investitori e delle autorità di vigilanza e riduce i timori degli investitori nei confronti di quest'asset class. Nel 2023 solo un CoCo AT1 non è stato rimborsato, mentre il resto è stato rimborsato alla prima data di rimborso. Circa due terzi degli AT1 rimanenti e rimborsabili quest'anno probabilmente saranno rimborsati in quanto sono già prefinanziati o emessi da grandi emittenti che dispongono di abbondante capitale in eccesso.

Figura 3: Storicamente, oltre il 90% dei CoCo AT1 è stato rimborsato alla prima data di rimborso

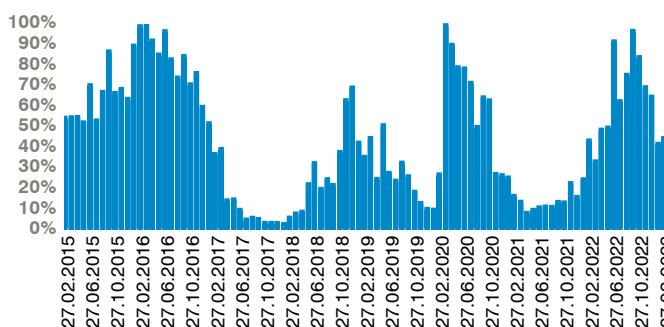
Out of \$105bn of AT1s up for call, only \$3.8bn are still outstanding



Fonte: Bloomberg, Atlanti, al 21.04.2023.

Figura 4: Sulla base dei mercati, oltre il 90% dei CoCo AT1 non sarà rimborsato alla prima data di rimborso

Percentage of AT1 CoCos priced to perpetuity



Fonte: Bloomberg, Atlanti, al 21.04.2023.

⁵ Fonte: Atlanti, Bloomberg, al 21 aprile 2023

Almeno il 75% degli AT1 dovrebbe essere rimborsato nel 2023 rispetto al 90% degli AT1 per cui si prevede un rischio di estensione. Un altro fattore di dislocazione. Dato che la maggioranza degli AT1 continua a essere rimborsata alla prima data di rimborso, ciò dovrebbe essere un forte catalizzatore di repricing per quest'asset class, con un significativo potenziale di rialzo.

Gli AT1 sono vivi e vegeti, come il resto del debito subordinato

Grazie ai rendimenti a doppia cifra e alle perdite contenute rispetto ai dati storici, sostenuti dai fondamentali robusti delle banche europee e da un rischio di estensione limitato, a nostro giudizio, gli AT1 continuano a offrire grande valore. Sebbene la volatilità persista, gli utili e i rimborsi imminenti degli AT1 sono dei catalizzatori importanti di repricing dell'asset class nel breve termine. Oltre agli AT1, crediamo che i mercati del debito subordinato in genere offrano grande valore, sia nell'ambito dei Tier 2 bancari, del debito subordinato assicurativo o delle obbligazioni societarie ibride.

Nell'ambito del debito subordinato, gli AT1 sono i titoli meno privilegiati nella struttura del capitale, in base alle norme, e offrono cedole non cumulative e interamente discrezionali, con espliciti fattori di svalutazione. E questo rispetto, per esempio, ai Tier 2 bancari dove le cedole sono obbligatorie e non ci sono fattori meccanici di svalutazione, per cui sono strumenti più favorevoli agli obbligazionisti. Naturalmente ci sono parti più privilegiate della struttura del capitale che hanno manifestato meno volatilità rispetto ai CoCo AT1.

A nostro giudizio, un portafoglio di obbligazioni subordinate diversificato aiuta sia per la gestione del rischio, che per cogliere le migliori opportunità sul mercato. Per esempio, i Tier 2 denominati in euro di banche e compagnie di assicurazione sono scesi al massimo del 2% a marzo 2023, rispetto ai CoCo AT1 denominati in euro che hanno perso il 14% circa nel momento peggiore (da inizio anno al 20 marzo 2023). Mentre i CoCo AT1 in genere offrono i rendimenti più alti, altre obbligazioni subordinate offrono un rendimento adeguato al rischio molto interessante.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com

Avvertenze e informazioni importanti:

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a titolo puramente informativo e non costituiscono una consulenza di investimento. Le opinioni e le valutazioni contenute nel presente documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale contesto economico. Non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le performance passate non sono un indicatore delle tendenze attuali o future. Gli strumenti finanziari citati sono forniti a scopo puramente illustrativo e non devono essere considerati un'offerta diretta, una raccomandazione di investimento o una consulenza di investimento o un invito a investire in qualsiasi prodotto o strategia di GAM. Il riferimento a un titolo non costituisce una raccomandazione ad acquistare o vendere quel titolo. I titoli elencati sono stati selezionati dall'universo dei titoli coperti dai gestori di portafoglio per aiutare il lettore a comprendere meglio i temi presentati. I titoli inclusi non sono necessariamente detenuti da alcun portafoglio né rappresentano alcuna raccomandazione da parte dei gestori di portafoglio.

Non si garantisce né si dichiara che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti. Il valore degli investimenti può diminuire o aumentare. I risultati passati non sono necessariamente indicativi di quelli futuri. Gli investitori potrebbero perdere una parte o la totalità dei loro investimenti.

I riferimenti a indici e benchmark sono illustrazioni ipotetiche di rendimenti aggregati e non riflettono la performance di alcun investimento reale. Gli investitori non possono investire in indici che non riflettono la deduzione delle commissioni del gestore degli investimenti o di altre spese di negoziazione. Tali indici sono forniti solo a scopo illustrativo. Gli indici non sono gestiti e non prevedono commissioni di gestione, costi di transazione o altre spese associate a una strategia di investimento. Pertanto, i confronti con gli indici hanno dei limiti. Non è possibile garantire che un portafoglio corrisponda o superi un particolare indice o benchmark.

La presente presentazione contiene dichiarazioni previsionali relative agli obiettivi, alle opportunità e alla performance futura del mercato statunitense in generale. Le dichiarazioni previsionali possono essere identificate dall'uso di parole come "credere", "aspettarsi", "anticipare", "dovrebbe", "pianificato", "stimato", "potenziale" e altri termini simili. Esempi di dichiarazioni previsionali sono, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le stime relative alle condizioni finanziarie, ai risultati delle operazioni e al successo o meno di una particolare strategia di investimento. Tutte sono soggette a vari fattori, tra cui, a titolo esemplificativo, le condizioni economiche generali e locali, l'evoluzione dei livelli di concorrenza all'interno di determinati settori e mercati, le variazioni dei tassi d'interesse, le modifiche legislative o regolamentari e altri fattori economici, competitivi, governativi, normativi e tecnologici che influenzano le operazioni di un portafoglio e che potrebbero far sì che i risultati effettivi differiscano materialmente dai risultati previsti. Tali dichiarazioni sono di natura previsionale e comportano una serie di rischi noti e ignoti, incertezze e altri fattori e, di conseguenza, i risultati effettivi potrebbero differire materialmente da quelli riflessi o contemplati in tali dichiarazioni previsionali. Si invitano i potenziali investitori a non fare eccessivo affidamento su qualsiasi dichiarazione o esempio di previsione. Nessuno di GAM, né delle sue affiliate o dei suoi principali, né di qualsiasi altra persona fisica o giuridica si assume l'obbligo di aggiornare le dichiarazioni previsionali a seguito di nuove informazioni, eventi successivi o qualsiasi altra circostanza. Tutte le dichiarazioni contenute nel presente documento si riferiscono esclusivamente alla data in cui sono state rilasciate.