

CREDIT OUTLOOK 2017

POLITICA E BANCHE CENTRALI SOTTO OSSERVAZIONE

Febbraio 2017








Previsioni

I titoli obbligazionari corporate americani risultano essere sicuramente i favoriti sul mercato nonostante le decisioni politiche del neo-eletto presidente Trump potrebbero portare a cambiamenti di scenario.

In Europa l'interesse resterà focalizzato sui titoli ad alto rendimento almeno per la prima metà di questo anno, vista la decisione della BCE di proseguire con il suo piano di acquisti.

Sui mercati emergenti questo sarà un anno molto particolare e difficile, sia per la politica estera aggressiva del presidente Trump sia per la necessità dei Paesi di ribilanciare le proprie economie spesso basate sull'esportazione di petrolio

| Giudizio | Investment Grade | High Yield |
|-------------------|---|---|
| Europa |  |  |
| USA |  |  |
| Mercati Emergenti |  | |

Overview

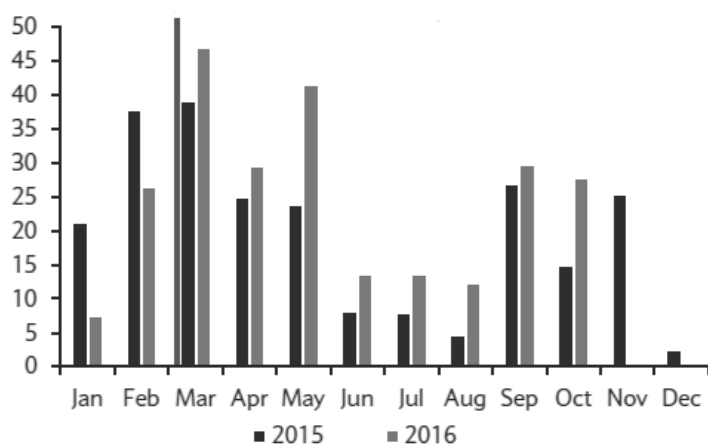
Il 2016 ha portato una buona quantità di sorprese rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato al suo avvio.

Alcune di queste importanti ed inaspettate - leggasi Brexit ed elezione di Trump, non sono ancora state completamente prezzate poiché sulle loro effettive conseguenze permangono molti dubbi.

Il 2017 sarà invece l'anno del tapering negli USA, dei rischi politici in Europa - con elezioni francesi e tedesche - e nella seconda metà dell'anno potrebbero esserci sorprese anche a livello di tassi se l'economia europea iniziasse a crescere con più forza.

Il 2016 ha portato ad un deterioramento dei fondamentali creditizi di molte società dovuto non solo ai minori ricavi determinati da un'economia che, almeno per quanto riguarda l'Europa, non sta ancora ripartendo, ma anche ai numerosi fallimenti o forti indebitamenti causati dal crollo nelle quotazioni delle materie prime che ha portato molte società operative in questo settore, soprattutto statunitensi, ad indebitarsi maggiormente per supplire alla riduzione dei cashflow operativi.

Anche per questo motivo un'analisi che risulta sicuramente importante effettuare a livello di singolo emittente è se durante questi anni di tassi molto bassi la società ha sfruttato le condizioni del mercato per indebitarsi eccessivamente. L'ammontare di debito creato potrebbe infatti portare a problematiche di sostenibilità nel momento in cui i tassi tornino a salire. A livello globale l'analisi dei titoli sul mercato porta però a minimizzare questo rischio poiché non si è assistito ad un forte aumento dello stock complessivo di debito.



Fonte: Bloomberg

Il mercato statunitense

I **titoli obbligazionari corporate americani** sono sicuramente i favoriti sul mercato vista l'attuale crescita economica del Paese anche se, come detto, le decisioni politiche del neo eletto presidente Trump potrebbero influenzarne notevolmente le performance - sia positivamente che negativamente - portando inoltre volatilità.

L'agenda politica del Presidente é fortemente focalizzata sull'economia del Paese e proprio per questo sono già stati effettuati numerosi incontri con le principali categorie di industriali. Trump vuole ridisegnare la politica economica americana dell'ultimo secolo a partire dal suo pilastro principale: il liberalismo economico.

Nonostante molte delle sue decisioni avranno maggiori effetti sul mercato azionario, molto spesso ogni emittente avrà una sua storia dipendente dai suoi piani di investimento nel Paese, dalla sua aliquota di partenza, costringendo gli investitori a dover studiare e prevedere molte più variabili.

Nel 2017 ci si aspetta che la marginalità operativa delle società quotate (che si attesta attualmente al 10%) non varierà rispetto al 2016 ma ci sarà un miglioramento di indicatori quali l'EPS dovuto a interventi di mercato quali piani di riacquisto di azioni ed attività di M&A che potrebbe essere incentivata con una maggiore deregolamentazione in diversi settori economici.

Un aumento dei consumi unito alla crescita del PIL del Paese ed una maggiore inflazione potrebbero favorire soprattutto gli emittenti maggiormente in difficoltà che vedrebbero diminuire il proprio debito in termini reali e che con maggiori ricavi-minori tasse potrebbero migliorare la loro situazione finanziaria. La maggiore inflazione potrebbe invece penalizzare le emission a maggiore scadenza tipicamente emesse da società meno rischiose.

US High Yield Bonds - Yield to Worst



Fonte: Bloomberg

Un possibile svantaggio nei confronti dei titoli *corporate* potrebbe essere causato dalla risalita dei rendimenti dei Treasuries, iniziata negli ultimi mesi del 2016 come si può notare dal loro rendimento decennale rappresentato nel grafico qui di seguito.



Fonte: Bloomberg

Tale risalita causata sia dalle politiche fiscali del Presidente Trump che dal progressivo tapering della FED, potrebbe portare ad uno spostamento delle scelte di *asset allocation* verso i titoli governativi ed una conseguente correzione sul segmento *corporate*.

Inoltre la risalita dei tassi di riferimento porterà una correzione su tutti i titoli a tasso fisso che dovranno prezzare una curva di riferimento differente causando un abbassamento delle quotazioni.

Il mercato europeo

A **livello europeo** sono all'orizzonte importanti decisioni politiche in diversi Paesi quali Gran Bretagna, Francia e Germania. Da molte di esse dipenderà il futuro di un'Europa unita e la possibilità di avere un ruolo importante nell'economia mondiale.

Gli esiti risultano ancora molto incerti e con l'avvicinarsi di questi eventi potremo osservare forte volatilità sui mercati.

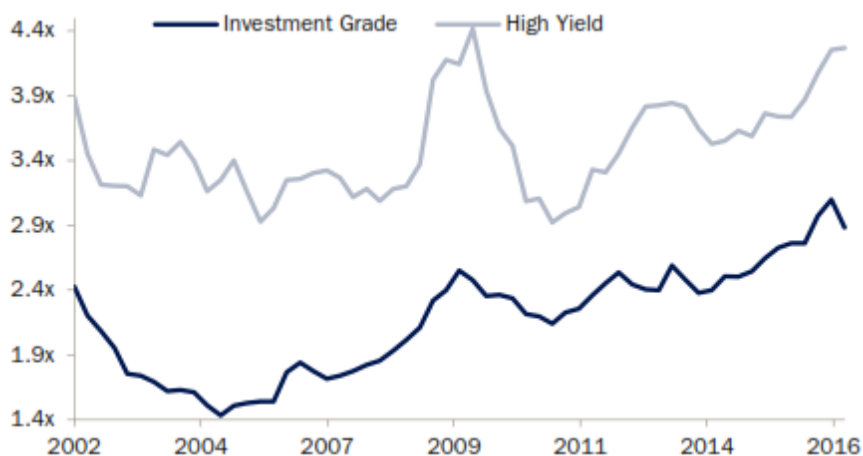
Nel frattempo gli acquisti di titoli obbligazionari *investment grade* da parte della BCE hanno portato gli investitori a modificare le proprie *asset allocation* spostandosi verso titoli ad alto rendimento, provocandone al contempo un forte abbassamento dei rendimenti. Come si può notare dal grafico sottostante dall'annuncio dei due programmi di acquisti su titoli *investment grade* il loro rendimento è fortemente diminuito (sono esclusi dall'analisi i titoli del settore finanziario poiché esclusi anche dai programmi di acquisto della BCE).



Fonte: Bloomberg

Nel 2017 l'interesse degli investitori sul reddito fisso europeo resterà concentrato su questa categoria, in virtù della decisione della BCE di proseguire con il QE, e risulterà pertanto di fondamentale importanza valutare attentamente i fondamentali creditizi dell'emittente per poter selezionare i titoli con il miglior rapporto rischio-rendimento.

Come si può notare dal grafico seguente anche in Europa le società hanno fortemente aumentato il loro indebitamento cercando di sfruttare i bassi tassi di mercato.



Leva finanziaria società europee - Fonte: Bloomberg

Nonostante non ci si aspetti un forte aumento degli stessi a breve, sarà importante valutare se il nuovo debito creato sia stato utilizzato dagli emittenti per investimenti che ne permettano la sostenibilità nel tempo, in modo tale da evitare rischi di insolvenza nei prossimi anni.

L'Euro debole potrà aiutare le esportazioni di molte società europee, ma sarà importante tenere sotto controllo il tasso Euro-Dollaro che, se dovesse bucare la parità, potrebbe portare ad una forte inflazione ed alla conseguente richiesta da parte della Germania di rialzare i tassi di riferimento.

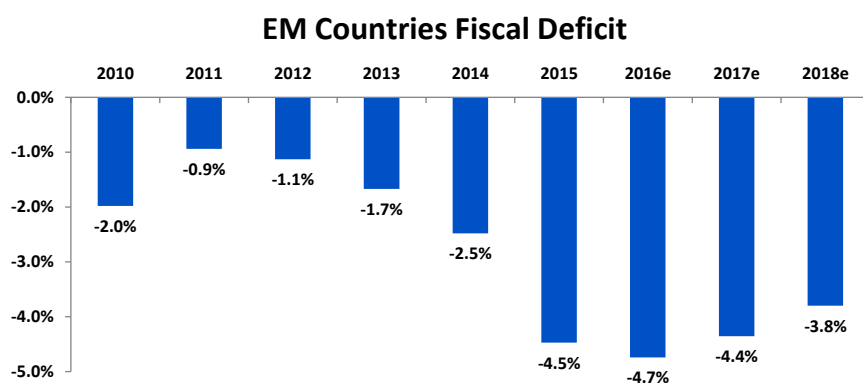
Risulta invece ancora prematuro spostarsi verso titoli con maggiore *duration* come i cosiddetti *perpetual*. Negli ultimi anni infatti il mercato del credito ha avuto una forte correlazione con quello dei titoli governativi - la cui curva risulta attualmente piatta - ed i titoli *corporate* offrono solamente un minimo aumento di rendimento rispetto a tale curva a maggiori scadenze.

I mercati emergenti

Per quanto riguarda gli **Emerging Markets** invece andranno analizzati principalmente rischi valutari macroeconomici.

Fin dalla sua elezione Trump ha già penalizzato alcuni Paesi dell'America Latina quali il Messico, e potrebbe procedere contribuendo a un deterioramento dell'economia del Paese e dei fondamentali creditizi delle proprie società.

Inoltre tutti i Paesi fortemente dipendenti dall'esportazione di petrolio hanno visto diminuire sostanzialmente le proprie entrate, dovendosi finanziare sul mercato con titoli di debito per lo più espressi in dollari americani. Questa esigenza di finanziamento non li ha esposti solamente ad un costo di finanziamento del proprio budget, ma anche ad un forte rischio valutario. Le prospettive sui titoli di questi Paesi risulteranno pertanto legate alla capacità dei propri Governi di ristrutturarne l'economia rendendola meno dipendente dal settore petrolifero (si veda ad esempio il progetto Saudi Vision 2030).



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016

Risulta inoltre importante ricordare che i titoli obbligazionari dei mercati emergenti hanno avuto forti acquisti durante il 2016 da parte degli investitori a caccia di rendimento; potrebbero quindi subire l'effetto negativo di un deflusso di investimenti a beneficio di titoli quali quelli americani nel caso in cui i tassi sui Treasuries continuassero ad aumentare, trainando i titoli corporate.

Tra i Paesi che potrebbero beneficiare dell'agenda politica estera americana risultano però Turchia e Russia che hanno avuto un 2016 negativo a causa di diverse vicende politiche, ma che meritano un'accurata analisi per investitori interessati a questa asset class.