Funds people

La teoria di Amundi sul programma di acquisto di debito corporate della BCE

26/01/2018 | Funds People |

Immagine ceduta

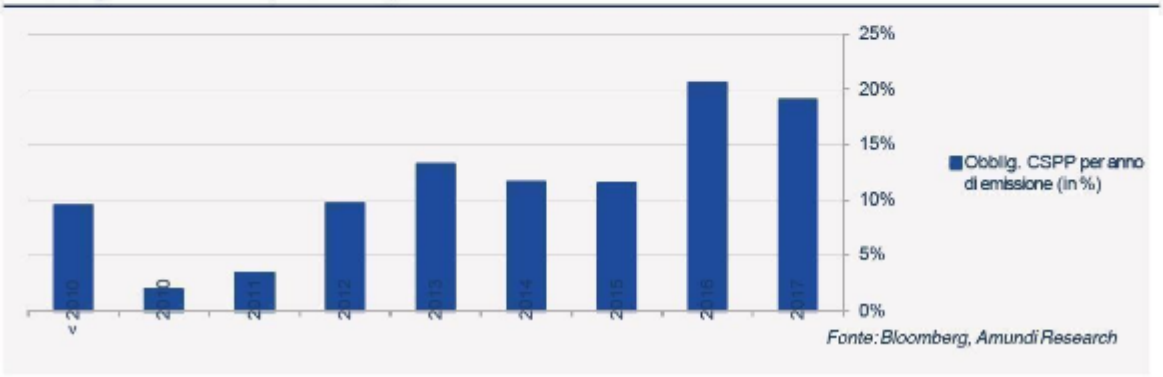
Sebbene sarà il programma di acquisto dei titoli di Stato (PSPP) della BCE a catalizzare l'attenzione degli investitori quest'anno – data l'intenzione manifestata dall'autorità monetaria di ridurre i volumi dello stesso - non bisognerebbe trascurare il suo il **programma di acquisti di obbligazioni societarie (CSPP)**. A spiegare il perché è **Sergio Bertoncini**, credit strategy di **Amundi**, secondo cui il programma in questione "**ha avuto un impatto strutturale sul mercato delle obbligazioni societarie in euro e continuerà a farlo**".

Uno degli effetti è stato **il solido supporto per le obbligazioni non finanziarie con rating BBB e BB**. Bertoncini ricorda che l'offerta di obbligazioni societarie investment grade non finanziarie "era piuttosto bassa prima dell'annuncio del CSPP, malgrado il programma di QE in corso per altre asset class". In tal senso, l'effetto positivo del programma di acquisto è stato sia di tipo quantitativo che qualitativo, "con una ripresa dei titoli dei Paesi periferici e una duration media più lunga per i nuovi titoli". Pertanto, l'esperto sottolinea che il **volume del mercato BBB è aumentato del 42% dall'annuncio del CSPP**.

Gli acquisti hanno anche avuto effetti collaterali sul mercato primario high yield in euro, la cui attività di emissione è aumentata da marzo 2016, dopo sette mesi con livelli di nuove emissioni molto bassi. Bertoncini chiarisce tuttavia, che "i volumi delle obbligazioni HY non sono cresciuti alla stessa velocità delle obbligazioni IG" e rileva che la duration media delle nuove emissioni high yield è aumentata e che la loro qualità media è migliorata. In questo modo, dall'annuncio del CSPP, **il volume del segmento con rating BB è passato dal 63% al 74% del mercato del credito speculativo in euro**. "La qualità media del credito dei mercati delle obbligazioni HY in euro è migliorata notevolmente dall'annuncio del CSPP, e quindi **l'attuale profilo di rischio delle obbligazioni di grado speculativo in euro è in media più basso di quello in USD**", afferma Bertoncini.

Lo strategist si sofferma anche sui movimenti dei flussi generati dal programma di acquisto di asset, in particolare tra gli investitori privati, dove è stata rilevata una forte domanda. "I flussi verso le obbligazioni IG sono stati robusti e stabili con poche eccezioni (ad esempio l'elezione di Trump), mentre i prodotti dedicati alle obbligazioni di grado speculativo sono state più volatili e hanno risentito ad esempio dell'impatto negativo della Brexit". L'esperto chiarisce che **all'interno del segmento investment grade i flussi si sono concentrati sugli strumenti a breve termine**, "grazie all'intensificarsi della caccia al rendimento in questo segmento".

6/ **Obbligazioni CSPP: ripartizione per anno di emissione**



Il CSPP ha avuto, di conseguenza, un impatto sulla sensibilità alla volatilità implicita dell'azionario e al rischio politico: "L'evidenza empirica degli ultimi 18 mesi sembra indicare una **minor sensibilità dell'asset class ai picchi passeggeri della volatilità implicita delle azioni**", spiega Bertoncini. "I rischi politici e geopolitici che sono comparsi successivamente tendono comunque a confermare una minore correlazione tra gli spread e l'indice V2X rispetto al periodo precedente il lancio del CSPP".

A costituire il rovescio della medaglia del CSPP sono state delle valutazioni più costose. Bertoncini sottolinea a tal proposito che "**gli spread delle obbligazioni HY in euro sono inferiori al loro valore equo**." Il divario ha raggiunto il picco di 170 pb all'inizio del 2016 e da allora, grazie soprattutto al CSPP e alla dinamica più robusta a livello macro e microeconomico, gli spread si sono mossi progressivamente verso il loro valore equo, raggiunto nel dicembre 2016.

È a partire da questa data che, come fa notare l'esperto, gli spread delle obbligazioni high yield sono rimasti sempre al di sotto del loro valore equo. "Tuttavia, il valore equo, così come gli spread di mercato, è tendenzialmente diminuito per via del miglioramento dei fondamentali, del restringimento degli spread sovrani e della volatilità molto debole", spiega.

Situazione attuale

18 mesi dopo l'introduzione del CSPP, **gli acquisti cumulativi di obbligazioni societarie da parte della BCE hanno raggiunto un valore di 130 miliardi di euro (a fine novembre)**. Secondo l'esperto di Amundi, i titoli detenuti oggi dalla Banca centrale costituiscono poco di più del 15% dei circa 840 miliardi di euro di obbligazioni ammissibili. Il contributo del mercato primario rimane limitato e nel 2017 la sua quota all'interno dell'attività operativa del CSPP è rimasta costante al 14%. "Ciò significa che **la BCE continua a svolgere un ruolo piuttosto importante a livello di mercato secondario**", aggiunge Bertoncini.

Stando ai calcoli effettuati dall'esperto, attualmente il numero numero delle obbligazioni presenti nel portafoglio CSPP è arrivato a quota 1.046. "**Solo 69 emissioni dell'universo ammissibile di obbligazioni non sono ancora incluse nel portafoglio della BCE, il che vuol dire che circa il 94% delle emissioni di obbligazioni idonee sono state 'coinvolte' dalla BCE, pari a circa il 92% delle obbligazioni ammissibili**", spiega. Questo ampliamento del portafoglio è, secondo Bertoncini, "ancora più sbalorditivo alla luce dell'accelerazione dell'attività osservata sul mercato primario dal lancio del

7/ Gli acquisti del CSPP sono già aumentati in termini relativi

Fonte: Bloomberg, Amundi Research

programma".

Secondo i dati pubblicati dalla BCE a fine di ottobre, **il portafoglio di obbligazioni è maggiormente orientato verso le obbligazioni con rating BBB (49%** dei titoli detenuti vs. il 45% dell'universo), **verso i settori del consumo e delle utility (per un totale del 54%), e verso le obbligazioni societarie dei Paesi core (54%** dei titoli detenuti sono stati emessi da imprese francesi e tedesche). Gli emittenti italiani e spagnoli costituiscono insieme l'11% dei titoli in portafoglio, con una ponderazione molto simile a quella che hanno nel benchmark.

Bertoncini evidenzia che da aprile 2017 la BCE sta riducendo gli acquisti di obbligazioni societarie in misura minore rispetto ad altri programmi: **"Secondo i dati della BCE, la riduzione da 80 a 60 miliardi di euro di acquisti mensili da aprile 2017 ha già favorito le obbligazioni societarie su base relativa, perché il peso del CSPP è aumentato all'interno degli acquisti complessivi**". Ciò significa che gli acquisti settimanali medi dei titoli di Stato sono diminuiti del 24%, ma solo del 14% nel caso delle obbligazioni private del CSPP, aumentando il peso del volume di quest'ultimo rispetto al PSPP dal 12% al 14%.

Considerati i piani della BCE di ridurre gli acquisti dei titoli di Stato a un ritmo più veloce, l'esperto ritiene che il tapering dell'autorità monetaria indichi chiaramente "un'accelerazione degli acquisti in percentuale del CSPP all'interno dei vari dispositivi della BCE e rispetto agli acquisti dei titoli di Stato". Amundi, infatti, ritiene che "ci sono molte ragioni per condurre una strategia di QE che prevede acquisti di obbligazioni societarie a un ritmo che non rallenterà molto durante il 2018".

8/ Scenario del tapering del CSPP nel 2018

Fonte: Bloomberg, Amundi Research