

Una guida ai titoli high yield a tasso variabile (FRN HY)

Obiettivo: protezione da tassi di interesse e inflazione in rialzo

Team Public Fixed Income di M&G

Marzo 2022

- I **titoli a tasso variabile** di categoria **high yield** (FRN HY), noti anche come **obbligazioni a tasso variabile**, costituiscono un crescente sottogruppo dell'universo obbligazionario high yield (HY) globale. Il loro principale **vantaggio potenziale** rispetto alle obbligazioni HY convenzionali è dato dai loro **pagamenti in contanti a tasso variabile** (cedole) che **generano** un **reddito** che si muove in linea con i tassi di interesse, **riducendo** potenzialmente il **rischio di perdite di capitale** in contesti di aumento dei tassi per via della loro sensibilità quasi nulla alle variazioni dei tassi di interesse stessi.
- I **titoli FRN HY** potrebbero inoltre a nostro avviso offrire maggiori **caratteristiche difensive** rispetto alle obbligazioni HY tradizionali, con una **volatilità di mercato inferiore** e una proporzione più elevata di obbligazioni collocate in cima alla struttura di capitale. Nella gestione della nostra strategia FRN HY, puntiamo a **ridurre** ulteriormente i **rischi potenziali** e ad **aumentare la diversificazione** rispetto all'indice di riferimento.
- Come con le obbligazioni HY tradizionali, i **titoli FRN HY** generano anche un **reddito potenziale più elevato** rispetto alle loro controparti investment grade, elemento che può rappresentare una **protezione dall'inflazione**, a sua volta responsabile di erodere il valore dei flussi di cassa futuri. Tuttavia, essendo il debito high yield più rischioso del debito provvisto di una migliore affidabilità creditizia, è necessario un **approccio selettivo all'investimento** per mitigare i rischi aggiuntivi.
- Nonostante le dimensioni ridotte rispetto al mercato obbligazionario globale HY, i **titoli FRN HY** sono **titoli liquidi** le cui **operazioni giornaliere possono proseguire anche durante i periodi di forti tensioni di mercato**.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbero 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.

Un reddito che si muove in linea con i tassi di interesse

I **titoli HY a tasso variabile** sono **obbligazioni** che compongono un sottogruppo selezionato, ma crescente dell'universo obbligazionario HY globale, con una **capitalizzazione totale di mercato** stimata a **circa 60 mld di dollari** statunitensi a inizio 2022¹.

La loro caratteristica più rilevante, che li distingue dalle obbligazioni HY tradizionali, risiede nella loro **capacità di offrire cedole a tasso variabile che si muovono in linea con i tassi di interesse**. In caso di **rialzo dei tassi di interesse**, un investitore in titoli FRN HY riceverà un **reddito conseguentemente più elevato**, laddove un investitore in obbligazioni HY tradizionali riceverebbe la stessa cedola fissa fino alla scadenza di quel bond. L'attrattiva relativa delle cedole di un'obbligazione HY a tasso fisso esistente si ridurrà quindi all'aumentare dei tassi di interesse di mercato, in quanto livelli di reddito più elevato potranno essere individuati altrove.

Le **cedole FRN HY** sono legate ai **tassi di riferimento standard**, o "**tassi cash**", che sono tipicamente EURIBOR a tre mesi, SONIA (Sterling Overnight Index Average) o SOFR (Secured Overnight Financing Rate), per il debito emesso rispettivamente in euro, sterlina britannica e dollari statunitensi. Questi **tassi di interesse** rappresentano generalmente i tassi ai quali le **banche si prestano denaro reciprocamente**. Le **obbligazioni high yield a tasso variabile** presentano tipicamente anche "**floor di tasso di interesse**", il che significa che al **tasso di riferimento** viene attribuito un **valore minimo dello 0% nel calcolo del reddito**, anche se il **tasso di interesse di mercato è inferiore allo zero**. Questo può fornire una **protezione del reddito** quando i **tassi di interesse sono negativi**.

L'importo corrisposto agli investitori attraverso le **cedole FRN HY** viene in genere adeguato con **cadenza trimestrale**, pertanto la **duration** di questi bond dovrebbe essere **prossima a 0,00-0,025 anni**. Una misura del grado di sensibilità dei prezzi obbligazionari alle variazioni dei tassi di interesse, la **duration** è **espressa in anni** e **calcolata** come un rapporto tra il **prezzo di un'obbligazione**, la sua **cedola** e il **tasso di interesse sul mercato**. Pertanto,

¹ Al 1 gennaio 2022. Fonte: Bloomberg, analisi M&G.

all'**aumentare dei tassi di interesse**, restando immutati tutti gli altri fattori, i **titoli FRN HY** dovrebbero subire **perdite di capitale minime**. Per contro, il prezzo di un'obbligazione con cedole a tasso fisso dovrebbe perdere terreno all'aumentare dei tassi di interesse. I prezzi obbligazionari si muovono in direzione opposta ai tassi di interesse.

A **inizio 2022**, la duration dell'universo obbligazionario globale HY, rappresentato dall'indice CE BofA Global High Yield, era prossima ai 4,0 anni. Al contempo, le obbligazioni societarie investment grade, misurate dall'Indice Bloomberg Global Investment Grade Corporate Bond, presentavano una duration di quasi 7 anni. Un rialzo dei tassi di interesse di 1,0 punti percentuali determinerebbe pertanto perdite di capitale di circa 4% e 7% rispettivamente.²

Rendimenti potenziali più elevati contro l'inflazione

Tipicamente, sia i **titoli FRN HY** che le **obbligazioni HY tradizionali** dovrebbero corrispondere **cedole più elevate** rispetto alle obbligazioni investment grade societarie o governative, il che significa che hanno una **maggiore probabilità di generare un reddito in grado di tenere il tasso con l'inflazione**. Questo perché il **debito high yield** viene emesso da **imprese valutate** come **non-investment grade** (inferiori a BBB-) dalle agenzie di valutazione del credito. Di conseguenza, gli investitori richiedono una **remunerazione più elevata per la gestione dei rischi aggiuntivi derivanti dall'investimento in tali società**.

Le cedole più elevate offerte dai titoli FRN HY stanno anche a indicare che buona parte dei **rendimenti** totali previsti da queste obbligazioni nel medio-lungo termine siano **determinati dal reddito**, piuttosto che dagli incrementi di capitale, per via degli effetti dell'interesse composto a questi tassi più elevati.

Caratteristiche difensive

I **titoli FRN HY** offrono numerose **caratteristiche protettive** che puntano a **mitigare i rischi per gli investitori**. Per cominciare, circa l'**80% del mercato FRN HY** è classificato come **senior garantito nelle strutture di capitale delle società emittenti**, rispetto a circa il 20% dell'universo obbligazionario HY più ampio³.

Il **debito senior** è **posizionato** al di **sopra** del **debito subordinato** e delle **azioni societarie**, il che significa che i detentori di questi titoli sono i primi a recuperare parte o tutto il loro capitale nell'eventualità di un potenziale default. Lo status di **senior-garantiti** fornisce ulteriori **protezioni**, ponendo un vincolo a specifici e predeterminati

asset aziendali in caso di inadempienza. Ciò aumenta ulteriormente le possibilità di recupero per gli obbligazionisti, dato che il debito senior garantito ha storicamente offerto tassi di recupero più elevati rispetto a quello non garantito. Per tale ragione, quando analizziamo alcuni titoli per una potenziale inclusione nei portafogli FRN HY, preferiamo tipicamente compagnie con asset fisici che possono essere garantiti.

I **titoli FRN HY** presentano in genere una **volatilità inferiore** rispetto alle obbligazioni HY tradizionali. La duration dello spread misura la sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni degli spread di credito (che misurano la differenza tra i rendimenti delle obbligazioni governative e delle obbligazioni societarie, e quindi si ampliano quando gli investitori ritengono che il rischio di detenere obbligazioni corporate stia aumentando e si contraggono quando credono che tale rischio diminuisca). La **duration di spread del mercato FRN HY è di circa 2,0 anni rispetto a circa 4,0 anni per il mercato obbligazionario HY globale**⁴. Un aumento di un 1,0 punti percentuali degli spread di credito determinerebbe quindi perdite di capitale di circa il 2% per le FRN HY, e del 4% per le obbligazioni HY a tasso fisso.

Di conseguenza, i **titoli FRN HY** seguiranno normalmente la stessa traiettoria generale del mercato HY a tasso fisso quando gli investitori percepiscono un aumento dei rischi di credito, ma con **minori fluttuazioni di prezzo**. Ciò è avvenuto durante vari episodi di incertezza nell'ultimo decennio, come nel caso dell'atteso tapering statunitense nel 2015, dei timori di inflazione globale nel 2018 e durante la recente crisi da COVID-19.

Un gestore di portafoglio FRN HY deve valutare le caratteristiche difensive di qualsiasi obbligazione nel contesto delle prospettive fondamentali sia per l'economia che della singola società. Siamo convinti che la **gestione attiva** offra il potenziale di **ridurre ulteriormente i rischi di investimento** evitando quelle obbligazioni che presentano rischi eccessivi e cogliendo le **opportunità** più allettanti.

Liquidità

Le **obbligazioni FRN HY sono titoli liquidi**, con regolamenti finali che avvengono in due giorni (T+2) in normali condizioni di mercato. La **nostra strategia FRN HY** offre **negoziazioni giornaliere**, possibili anche in condizioni di forte tensione, come durante l'inizio della pandemia del COVID-19 nel marzo 2020.

Questo è uno dei principali potenziali **vantaggi** dei **titoli FRN HY** rispetto ad altre categorie di debito ad alto rendimento a tasso variabile, in particolare i prestiti a leva,

² Al 1 gennaio 2022. Fonte: Bloomberg

³ Fonte: M&G, Moody's Research; ICE BofA Global Floating Rate High Yield 3% Constrained Index, ICE BofA Global High Yield Index; 31 dicembre 2020.

⁴ Fonte: Bloomberg, 1 novembre 2021.

che condividono alcune caratteristiche con gli FRN HY ma possono essere di difficile accesso per gli investitori non istituzionali, dati i loro tempi di regolamento più lunghi e la difficoltà di acquisto e vendita in mercati volatili.

Il nostro approccio ai titoli FRN HY

M&G gestisce strategie FRN HY dal 2014. I nostri analisti sono in grado di coprire il 97% del mercato globale grazie alle ampie risorse e capacità del nostro team di ricerca del credito interno, uno dei più vasti tra i gestori patrimoniali europei.

Nella gestione di tali strategie, puntiamo a **cogliere le opportunità** potenziali offerte dall'asset class, **riducendo** al contempo i **rischi di credito relativi all'indice di mercato** più ampio.

Di norma, presentiamo un'**esposizione minore a settori ciclici** quali **energia** e **retail**, che sono strettamente connessi all'economia e possono pertanto presentare **maggiore volatilità** di altri settori, rispetto all'indice. Nell'ambiente attuale, abbiamo cercato una **maggiore esposizione** alle **imprese del settore finanziario**, che normalmente registrano un andamento migliore in caso di rialzo dei tassi di interesse, per via dei maggiori margini di profitto che sono in grado di ottenere nel prestare denaro.

Puntiamo anche a una **maggiore diversificazione** investendo in **opportunità potenziali** non colte dall'indice. Per esempio, se le dimensioni dell'emissione obbligazionaria non dovessero soddisfare l'importo minimo richiesto per l'inclusione. A nostro avviso, le dimensioni minime per l'inclusione espongono maggiormente l'indice a rischi da debitori individuali più

grandi e non permettono di cogliere l'intero ventaglio di opportunità disponibile nell'asset class.

Siamo convinti che i **titoli FRN HY** presentino le **giuste caratteristiche per l'attuale contesto di investimento**, grazie alla loro potenziale capacità di **proteggere** gli **investitori** da possibili **rialzi dei tassi di interesse** e dall'**inflazione**. Al contempo, riteniamo che le prospettive di default restino stabili: molte compagnie stanno infatti dichiarando utili più elevati e pertanto anche una migliore capacità di rimborsare i propri debiti, apportando protezione dai potenziali rischi di ribasso per gli emittenti di obbligazioni high yield. Come sempre, cercheremo di gestire questi rischi utilizzando le nostre ampie risorse e capacità, puntando contemporaneamente a offrire rendimenti stabili e a lungo termine ai nostri investitori.

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.

Public Fixed Income team di M&G

Marzo 2022

