Obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield e prestiti senior a confronto

Strategie Global Floating Rate High Yield

Ottobre 2024

Una panoramica sulle obbligazioni a tasso variabile globali di categoria high yield e sui prestiti a leva

Le obbligazioni a tasso variabile (FRN) globali di categoria high yield condividono numerose caratteristiche con i prestiti senior, ma vi sono anche alcune importanti differenze di cui gli investitori potrebbero non essere a conoscenza.

Le obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield nel mercato più ampio

Le obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield costituiscono un sottoinsieme del più ampio mercato globale high yield e sono più diffuse in Europa che negli Stati Uniti. Nella sua forma più pura, il mercato è relativamente circoscritto, con una dimensione di circa 54 miliardi di dollari USA, rispetto al mercato globale high yield a tasso fisso, pari a circa 2.200 miliardi di dollari.

Tuttavia, sebbene il mercato delle obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield non sia ampio rispetto al suo “cugino” a tasso fisso, è piuttosto semplice creare un’obbligazione a tasso variabile (FRN) ad alto rendimento in modo sintetico. Si può giungere a questo obiettivo utilizzando combinazioni di altri strumenti e derivati, come gli interest rate swap e i credit default swap (CDS). Questi strumenti possono ampliare efficacemente l'universo investibile e persino permetterci di creare un'opportunità di investimento a tasso variabile in un emittente di obbligazioni societarie che riteniamo interessante, ma che potrebbe non aver emesso un’obbligazione a tasso variabile (FRN).

Gli strumenti che possono essere utilizzati per creare obbligazioni a tasso variabile (FRN) sintetiche ad alto rendimento sono generalmente più liquide delle obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield stesse. Il loro utilizzo all'interno del nostro portafoglio ci permette a nostro avviso di poter contribuire a fornire agli investitori l’agio e la liquidità desiderati in termini di investimento.

Grafico 1 | Caratteristiche delle obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield globali e dei prestiti senior

	Obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield globali	Prestiti senior
Caratteristiche comuni		
Cedole	Pagamenti a tasso variabile - calcolati utilizzando tassi di riferimento pubblicati	Pagamenti a tasso variabile - calcolati utilizzando tassi di riferimento pubblicati

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 èpossibile che non si riesca a recuperare l’importo iniziale investito. Quando menzionate, le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

	Obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield globali	Prestiti senior
Posizione della struttura di capitale	Titoli prevalentemente senior e garantiti da asset	Titoli tipicamente senior e garantiti da asset
Livello di rischio del credito	Non-investment grade	Non-investment grade
Differenze		
Liquidità	Liquidazione a +2 giorni (T+2)	USA: T+5-10, Euro: Liquidazione a 30 giorni (T+30 circa)
Diversificazione e struttura del mercato	TBA	TBA
Accessibilità	Disponibili per la maggior parte degli investitori	In gran parte limitati a investitori istituzionali

Caratteristiche comuni

Le obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield globali e i prestiti a leva condividono numerose caratteristiche.

Cedole a tasso variabile

Entrambe le categorie corrispondono cedole a tasso variabile, che vengono adeguate per ogni nuovo periodo di pagamento, in base al tasso di riferimento prevalente. Negli Stati Uniti, il debito a tasso variabile utilizza ora il Secured Overnight Financing Rate (SOFR), che si basa sulle effettive operazioni pronti contro termine a un giorno nel mercato dei Treasury. In Europa, gli strumenti a tasso variabile fanno tipicamente riferimento all'EURIBOR, che continua a essere utilizzato dopo un'importante riforma della sua metodologia di calcolo.

Mentre le cedole diminuiranno man mano che la Fed continua a tagliare i tassi, i rendimenti delle obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield rimangono più elevati rispetto ad altri tipi di credito a causa del loro rating medio modesto, pari a B-, lasciando spazio a riduzioni dei tassi e fornendo al contempo un interessante rendimento aggiuntivo.

La seniority e la sicurezza che ne deriva

Entrambe le asset class occupano una posizione senior nella struttura di capitale. Questa caratteristica potrebbe offrire maggiore sicurezza agli investitori in caso di default rispetto al debito junior e al segmento azionario. Storicamente, i tassi di recupero per i titoli senior in seguito a un default sono più elevati che per i titoli subordinati.

Status non-investment grade

Entrambe le tipologie di asset non appartengono alla categoria investment grade, con rating di credito, esplicito o presunto, pari o inferiore a BB+. Si può pertanto ritenere che offrano un rendimento potenziale maggiore rispetto a un equivalente investment grade (BBB- o superiore), in quanto lo spread di credito che comportano è probabilmente più elevato per riflettere il rischio aggiuntivo rappresentato.

Simili, ma diverse

A rappresentare un tratto saliente, offrendo le ragioni per le quali prediligere un mercato all'altro, sono le differenze tra i due e, in particolare, il modo in cui M&G affronta la gestione delle strategie obbligazionarie a tasso variabile (FRN) high yield globali.

Liquidità

Forse la differenza più rilevante, a nostro avviso, è che le obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield offrono in genere una maggiore liquidità rispetto ai prestiti con leva finanziaria. In condizioni di mercato normali (quelle che prevalgono nella maggior parte dei casi), le obbligazioni a tasso variabile possono essere scambiate liberamente, con un periodo di liquidazione standard di T+2.

I prestiti negli Stati Uniti sono meno liquidi e possono essere scambiati con un periodo di liquidazione più lungo, generalmente da T+5 a T+10, e potenzialmente di più. Nel mercato europeo, potrebbe essere più probabile una liquidazione a 30 giorni per i prestiti. Periodi di liquidazione così lunghi possono potenzialmente compromettere la capacità del gestore di gestire facilmente i flussi di portafoglio.

Diversificazione dell’esposizione settoriale

Il mercato dei prestiti, in cui gli Stati Uniti occupano uno spazio preponderante, tende a essere più concentrato in settori quali tecnologia, servizi e sanità. Al contrario, le obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield globali, in cui prevalgono i mutuatari europei, offrono una diversificazione con una maggiore esposizione ai servizi finanziari, alla vendita al dettaglio e ai beni strumentali.

L'indice di mercato che le nostre strategie utilizzano come benchmark, l'ICE BofA Global High Yield 3% constrained (copertura in USD), riflette questa diversificazione. Questi settori presentano profili di rischio diversi rispetto ai prestiti statunitensi, consentendo una maggiore diversificazione geografica e settoriale dei portafogli.

Oltre alle differenze nella struttura del mercato, in genere adottiamo un approccio relativamente prudente nella gestione delle strategie obbligazionarie a tasso variabile (FRN) high yield globali. L'indice di riferimento tende a contenere una concentrazione del rischio, in parte a causa della dimensione minima di emissione relativamente elevata richiesta per l'inclusione. Ciò significa che l'indice è tipicamente più contenuto del mercato più ampio e meno diversificato, e contiene alcune ponderazioni relativamente elevate di crediti con un beta più elevato, molti dei quali hanno registrato ottime performance negli ultimi anni.

L'indice omette alcuni titoli tra le emissioni mainstream che il fondo potrebbe voler detenere. Inoltre, è leggermente orientato a favore di crediti più rischiosi e con maggiore leva finanziaria. Il nostro approccio è stato quello di rimanere sottopeso in questi crediti. Questo posizionamento prudente è intenzionale e va a beneficio degli investitori, che cercano di evitare la volatilità associata a questi titoli per generare un percorso di rendimento lineare.

Accessibilità per gli investitori

Il mercato dei prestiti è stato storicamente accessibile principalmente agli investitori istituzionali, che sono maggiormente in grado di partecipare a operazioni e detenere tali attività illiquide. I requisiti di regolare liquidità giornaliera dei fondi hanno tipicamente impedito che i prodotti di prestito fossero disponibili agli investitori wholesale. Per contro, essendo un mercato più liquido, i fondi FRN high yield globali possono fornire la liquidità giornaliera richiesta, rendendo il mercato accessibile a una base di investitori più ampia.

Il declino delle tutele dei covenant protettivi per gli investitori in prestiti

In passato, i prestiti a leva erano tipicamente emessi con covenant allegati. I covenant di mantenimento impongono alle società di mantenere determinate misure di solidità finanziaria. I covenant di insorgenza possono fungere da ostacoli, con l'obiettivo di impedire al mutuatario di intraprendere un'azione specifica, come l'accensione di un nuovo o ulteriore debito, a meno che non sia presente una particolare misura di solidità finanziaria. Tali covenant sono applicati per salvaguardare la capacità di servizio del debito e proteggere i finanziatori.

Le obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield, invece, sono più tipicamente, anche se non sempre, garantite da attività di qualche tipo e non sono soggette a tali covenant. Tuttavia, nel corso del tempo, con l'aumento della domanda di prestiti da parte degli investitori dopo la crisi finanziaria globale del 2009, i mutuatari sono stati in grado di emettere debito con covenant meno numerosi e meno restrittivi. I cosiddetti prestiti cov-lite rappresentano oggi il 90% o più delle emissioni di prestiti negli Stati Uniti e in Europa, dopo essere stati quasi inesistenti nel 2010. Di conseguenza, qualsiasi vantaggio o elemento di protezione percepito grazie alla presenza di covenant è stato nettamente eroso.

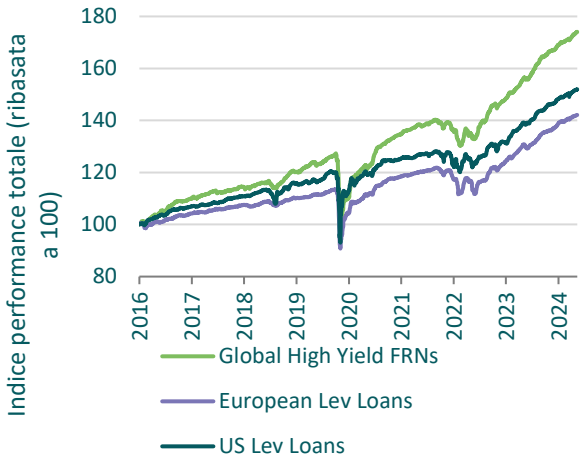
Uno sguardo alle performance di mercato nel tempo

Nel lungo periodo, le obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield hanno dato prova di rappresentare un’alternativa valida e liquida al mercato statunitense dei prestiti a leva. Un confronto delle performance a lungo termine mostra che l'indice globale delle le obbligazioni a tasso variabile (FRN) ad alto rendimento che utilizziamo nella gestione delle nostre strategie ha tracciato, e persino sovraperformato, il mercato dei prestiti a leva statunitense ed europeo nel corso del tempo, come mostrato nel Grafico 2.

Riteniamo che la maggiore liquidità delle obbligazioni a tasso variabile (FRN) high yield si sia dimostrata utile nei periodi di turbolenza del mercato.

Grafico 2 | Performance confrontate per indice di mercato

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri



Fonti: M&G, Bloomberg, S&P Global al 30 settembre 2024. Indice ICE BoA Global High Yield FRN 3% Constrained (copertura in dollari USA), Indice Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100, Indice Morningstar European Leveraged Loans

Macro Credit Fixed Income Team, M&G Investments

Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori professionali. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute. Questa attività di Promozione Finanziaria è pubblicata da M&G Luxembourg S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.