

High yield: un sostegno tra avidità e paura?

James Tomlins e Fiona Hagdrup

Febbraio 2023

Lo scorso anno è stato durissimo per i mercati obbligazionari, anche se il credito high yield a tasso variabile ha rappresentato comunque un importante punto di forza e dato prova di enorme resilienza. Se da un lato le obbligazioni high yield a tasso fisso tradizionali hanno subito brusche correzioni, i titoli HY a tasso variabile (FRN) e i prestiti europei e statunitensi hanno retto bene e sono stati in grado di generare un risultato leggermente positivo nel corso dell'anno.

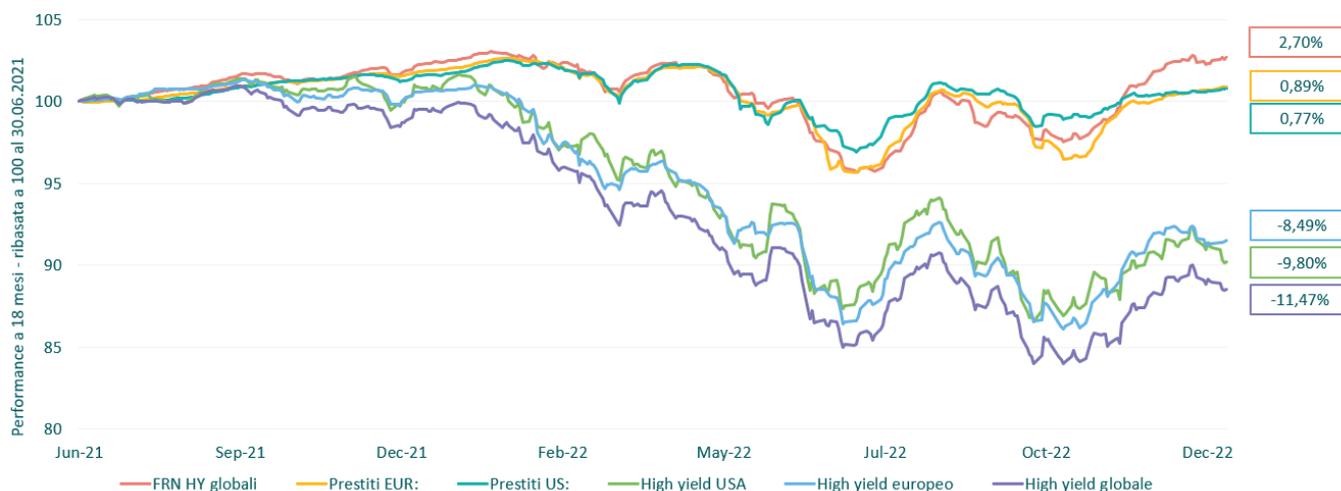
High yield a tasso variabile: una fonte di resilienza nel 2022

Un fattore chiave nel determinare la sovraperformance relativa dei titoli FRN e dei prestiti a leva rispetto alle loro controparti a tasso fisso nel 2022 (Grafico 1) è stato rappresentato dalla loro scarsa esposizione alla duration dei tassi di interesse (in quanto strumenti a tasso variabile, le loro cedole vengono automaticamente adeguate in linea con i tassi di interesse a breve termine). Questi titoli sono pertanto stati ben al riparo dalle turbolenze che hanno investito i mercati governativi mentre la Federal Reserve metteva in atto il suo piano di innalzamento dei tassi.

Grafico 1 | Analisi della performance: high yield a tasso variabile e a tasso fisso a confronto

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Gli asset a tasso variabile sono stati ben protetti dalla volatilità di tassi di interesse e spread per buona parte degli ultimi 18 mesi



Fonte: Indici ICE Bank of America, 31 dicembre 2022. Performance dell'indice mostrata con 100% di copertura in USD. HY globale: Indice ICE BoA Global High Yield. FRN HY globali: Indice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (copertura in USD). HY USA: Indice ICE BoA US High Yield. HY europeo: Indice ICE BoA European High Yield. Prestiti europei: Indice Credit Suisse Western European Leveraged Loan 3 anni DM. Prestiti statunitensi: Indice Credit Suisse Leveraged Loan 3 anni DM.

Le obbligazioni HY a tasso variabile hanno inoltre beneficiato delle loro caratteristiche di titoli senior garantiti, che offrono ottime garanzie sugli asset di una società in uno scenario di default. Di conseguenza, i tassi di recupero tendono a essere decisamente più elevati rispetto alle obbligazioni non garantite. A riflettere questo rischio di credito più contenuto, le obbligazioni senior garantite mostrano generalmente una migliore tenuta in un ambiente di default in aumento, ed è quanto è successo nel 2022.

Rendimento senza duration: un asset utile in quest'epoca

Osservando il ventaglio di asset a reddito fisso, crediamo che l'high yield a tasso variabile offra attualmente uno dei rapporti rendimento/duration più interessanti, fornendo un flusso di reddito elevato ma a livelli minimi di rischio di tasso di interesse.

L'HY a tasso variabile può quindi risultare vantaggioso per gli investitori secondo i quali il ciclo dei tassi di interesse non si è ancora concluso. Piuttosto, siamo convinti di trovarci ancora nelle fasi iniziali del ciclo di rialzo dei tassi in Europa e nel Regno Unito, dove l'inflazione resta prossima a massime di 40 anni.

Anche per coloro che prevedono una svolta anticipata della Fed, siamo del parere che questa mossa sia già stata in parte prezzata, visto il recente rally dei tassi a più lungo termine. Sebbene il passaggio a obbligazioni a più lunga duration si rivelerà probabilmente utile una volta che i tagli ai tassi saranno finalmente tornati all'ordine del giorno, è notoriamente difficile agire con perfetto tempismo. A nostro avviso gli asset a tasso variabile permettono agli investitori di non doversi soffermare sulla formulazione di varie ipotesi, consentendo loro di cogliere un interessante premio di credito senza essere esposti all'ulteriore volatilità dei tassi di interesse.

Grafico 2 | Credito a tasso variabile: rendimento senza duration

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



Fonte: M&G, Bloomberg, 31 dicembre 2022. FRN HY globali: Indice ICE BoA Global Floating Rate High Yield (3% Constrained). HY USA: Indice ICE BoA US High Yield. HY europeo: Indice ICE BoA European High Yield. Duration breve HY: Indice ICE di titoli societari e HY US a 1-3 anni. HY EM: Indice ICE BoA HY US Emerging Markets Corporate Plus. CMBS: Indice ICE BoFA US Fixed Rate CMBS. ABS UE: Indice ICE BoA Euro Asset Backed & MBS. Tesoro USA: Indice ICE BoA US Treasury. IG USA: Indice ICE BoA US Societari. Bund: Indice ICE BoA German Govt.

Saper cogliere un flusso di reddito allettante

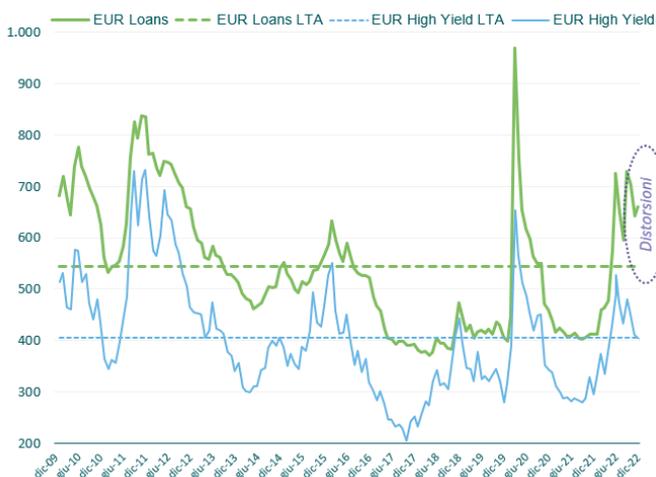
Osserviamo attualmente notevole valore nei titoli HY FRN, dove gli spread restano decisamente a livelli più ampi rispetto alle loro medie di lungo periodo. Questa situazione stride con quella dell'high yield tradizionale, dove gli spread sono rimbalzati vigorosamente negli ultimi mesi e non sono più particolarmente economici a nostro avviso. Siamo convinti che tale disparità rifletta alcune distorsioni del mercato high yield, pur individuando un buon potenziale di compressione dai livelli attuali degli spread HY FRN, man mano che i fattori fondamentali rientrano in gioco.

Riteniamo inoltre che gli investitori siano ben remunerati per l'assunzione del rischio di credito. Nonostante la probabilità di aumento di default, non crediamo questi ultimi arriveranno a toccare gli elevati livelli attualmente prezzati. Inoltre, a nostro parere, tali inadempienze dovrebbero concentrarsi in alcuni settori sui quali restiamo cauti, come i consumi ciclici e l'immobiliare. Continuiamo pertanto a puntare sui settori più difensivi dove i flussi di cassa dovrebbero mostrare migliore tenuta in caso di ribassi, quali salute, istruzione e società di telecomunicazioni. In periodi come quello attuale, adottare un approccio selettivo ed attivo senza "acquistare il mercato" riveste secondo noi un'importanza ancora maggiore.

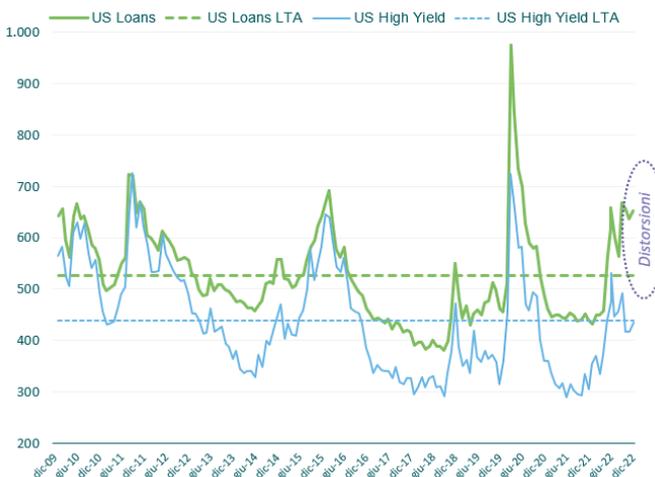
Grafico 3 | Spread HY FRN decisamente più ampi rispetto alle loro medie di lungo periodo

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Premio di spread 2010 - 2022 punti base



Premio di spread 2010 - 2022 punti base



Fonti: Prestiti europei: Indice Credit Suisse Western European Leveraged Loan 3 anni DM; European HY: indice ICE BofA European Currency Non-Financial High Yield 2% Constrained Asset, Al 31 dicembre 2022. LTA= Media sul lungo termine. Prestiti statunitensi: Indice Credit Suisse Leveraged Loan 3 anni DM; US HY: ICE BofA US High Yield Index Asset Spread, al 31 dicembre 2022.

I rendimenti elevati offrono una buona protezione dalle turbolenze di mercato

Dopo anni di tassi di interesse estremamente modesti, riteniamo che le obbligazioni HY a tasso variabile offrano una fonte di reddito allettante e una solida protezione da ulteriori periodi di volatilità. Grazie alla loro mancanza di esposizione alla duration di tasso di interesse e alle loro caratteristiche di titoli senior garantiti, hanno dato prova di costituire un'asset class di ottima tenuta nel corso del 2022. Fornendo un rendimento senza effettivamente alcun rischio di tasso di interesse, i titoli HY FRN continuano a svolgere un ruolo utile nell'ambito di un portafoglio a reddito fisso. Inoltre, se da una parte i mercati HY a tasso fisso hanno segnato notevoli rally negli ultimi mesi, il mercato HY FRN non ha tenuto il passo e questo rappresenta a nostro avviso un'opportunità di valore per gli investitori obbligazionari.

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.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbe 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. Le performance passate eventualmente citate non sono indicative dei risultati futuri.