

# Prospettive sui titoli high yield a tasso variabile (HY FRN)

## M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

Public Fixed Income team di M&G

Luglio 2022

- Durante il ciclo di **contrazione** della **politica monetaria**, i **titoli high yield a tasso variabile (HY FRN)** hanno decisamente **sovrapformato** le **obbligazioni a tasso fisso** grazie principalmente al loro **rischio di duration molto ridotto**.
- Riteniamo che il **contesto** di investimento resti **favorevole** per l'asset class, considerando che i futuri aumenti dei tassi di interesse previsti non sono ancora riflessi nelle cedole HY FRN.
- La prima metà del 2022 si è conclusa con un'enorme **correzione** degli **spread creditizi** per via di un'**inflazione** più ostinata del previsto e di maggiori **timori di recessione**. A nostro avviso questa situazione offre alcune **opportunità potenzialmente allettanti**, in particolare data la **sicurezza** ulteriore del **debito senior garantito**.

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 non sono indicative dei risultati futuri.

## I titoli HY FRN continuano a performare

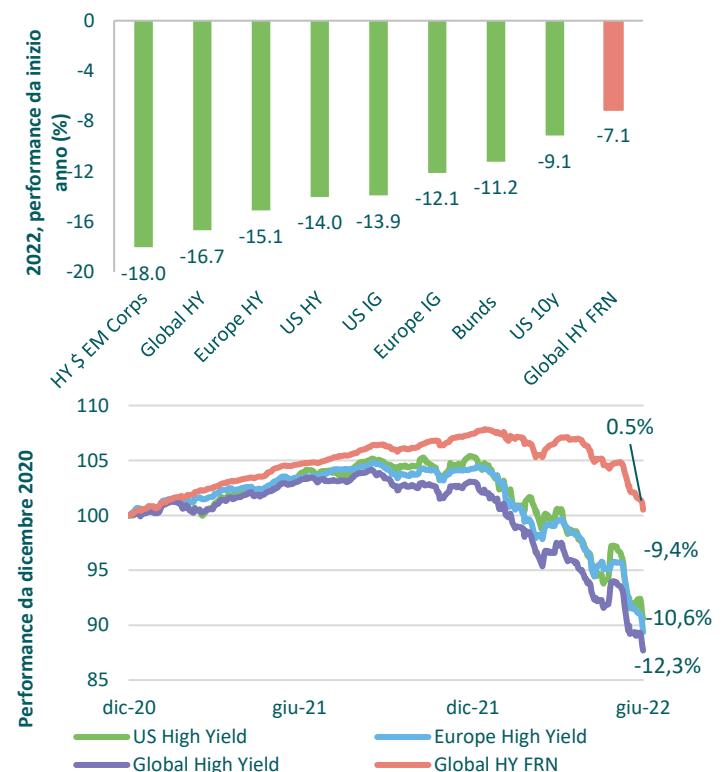
Finora l'anno è stato estremamente **difficile** per molti **asset obbligazionari**. La **correzione** si è sviluppata in **due fasi**: la prima determinata dai **rischi di duration** e dall'**inflazione ostinata**; la seconda, più di recente, provocata dalle accresciute **paure di recessione** e dalla conseguente **avversione al rischio**, in particolare nel mese di giugno.

Le **obbligazioni a tasso variabile** hanno mostrato una **migliore tenuta** rispetto alle loro **controparti a tasso fisso**, grazie soprattutto alle loro **cedole variabili**, che si spostano in linea con i tassi di riferimento della liquidità. Come illustrato nel *Grafico 1*, i **titoli HY FRN** hanno generato una **performance negativa da inizio anno** (fino a fine giugno) per via dell'**ampliamento** degli **spread di credito** (la differenza tra rendimenti obbligazionari societari e rendimenti dei titoli di Stato). Tuttavia, non presentando alcun rischio di duration (ovvero la sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse), hanno prodotto una **sovrapformance complessiva notevole** sia **rispetto** alle alternative **investment grade** che a quelle **high yield**.

Questa **sovrapformance** è ancora più pronunciata se misurata a partire dalla **fine del 2020**, quando i mercati avevano iniziato a prezzare una **politica monetaria futura più restrittiva**, essenzialmente un **aumento dei tassi di interesse**. Nell'arco di questo periodo, i **titoli HY a tasso variabile** hanno messo a segno una **performance totale piatta**, mentre le **obbligazioni high yield a tasso fisso** hanno generato **risultati negativi** a doppia cifra nello stesso periodo, come illustrato nel *Grafico 2*.

A nostro avviso, il **contesto attuale** resta **vantaggioso** per l'**HY FRN**, con esorbitanti **aumenti previsti per tassi di interesse e prezzi al consumo**. In particolare, crediamo che i titoli HY FRN posseggano **tre caratteristiche** che, a nostro avviso, permetteranno loro di continuare a **offrire proprietà di diversificazione** potenzialmente **allettanti** agli investitori obbligazionari nel periodo a venire.

Grafici 1 e 2 | Asset obbligazionari, performance su 6 mesi e su 18 mesi



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Indici ICE Bank of America, 30 giugno 2022. Performance dell'indice mostrata con copertura in USD. Le informazioni sono soggette a modifica e non sono garanzia dei risultati futuri. HY globale: Indice ICE BoA Global High Yield. FRN HY globali: Indice ICE BofA Global High Yield Floating Rate Loan (3% constrained). HY USA: Indice ICE BoA US High Yield. HY europeo: Indice ICE BoA European High Yield.

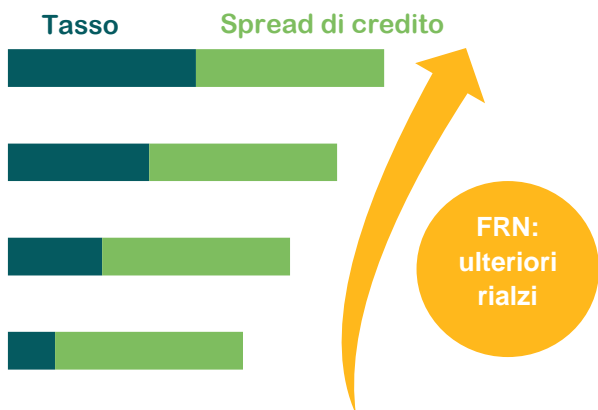
## 1. Duration contenuta

Le **obbligazioni high yield a tasso variabile** presentano una **duration prossima allo zero**, il che significa che, a parità di altre condizioni, gli **aumenti dei tassi di interesse non dovrebbero comportare perdite di capitale** per gli obbligazionisti. Ciò rende i **titoli HY FRN** potenzialmente **più allettanti** rispetto al **mercato obbligazionario high yield globale** nel suo complesso per gli investitori preoccupati da ulteriori correzioni sugli asset a reddito fisso eventualmente provocate da aumenti futuri dei tassi da parte delle banche centrali.

## 2. Reddito a tasso variabile

Le **cedole HY FRN** vengono tipicamente **adeguate ai tassi di interesse cash con cadenza trimestrale**. Trovandoci ancora nelle fasi iniziali dei cicli di rialzo dei tassi da parte delle banche centrali, i futuri rialzi dei tassi attesi devono ancora essere riflessi nelle cedole HY FRN. È pertanto probabile che i **tassi di interesse attesi più elevati** siano **vantaggiosi** per gli **investitori in titoli HY FRN** grazie a un **reddito potenzialmente più elevato**, come illustrato nel *Grafico 3*.

Grafico 3 | Le cedole HY FRN dovrebbero aumentare man mano che le banche centrali continuano a innalzare i tassi di interesse cash



Fonte: M&G. A soli fini illustrativi.

### Spread di credito elevati

Nel 2022 abbiamo assistito a una notevole **rivalutazione** degli **spread creditizi**. Gli **spread high yield** stanno scontando un significativo **rallentamento dell'economia** e, a nostro avviso, un **eccesso di default** rispetto alla solidità dei bilanci aziendali nella fase attuale rispetto alle recessioni storiche. I **titoli FRN HY** sono inoltre tipicamente **garantiti da titoli senior** nella **struttura del capitale**, il che fornisce ulteriori livelli di **protezione dai ribassi**.

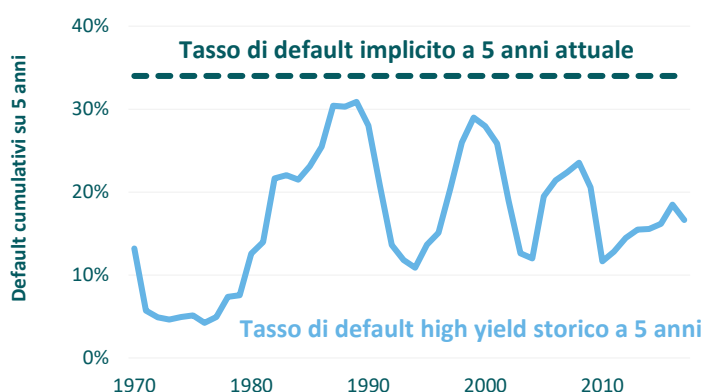
In qualità di **gestori attivi**, cerchiamo di **mitigare** ulteriormente i **rischi di default** attraverso un'**analisi del credito** di tipo **bottom-up**; attualmente il nostro **portafoglio** è **posizionato** in modo più **difensivo** rispetto all'indice di riferimento. Ci concentriamo su **settori** e **società meno** sensibili all'inflazione, quali il **dettaglio alimentare**, le **società di software** e i fornitori di **servizi di istruzione**. Riteniamo che le **valutazioni** di questi settori siano **interessanti** e che dovrebbero trarre beneficio una volta che il mercato si sarà stabilizzato.

## Prospettive

A nostro avviso, le **società** sono entrate in questa fase di **rallentamento economico** in **posizione di forza**, grazie alle loro **solide condizioni** in termini di **leva netta** e **copertura di interesse**. Ciò ci induce a pensare che una **recessione** futura potrebbe essere di **dimensioni** relativamente **ridotte**. Pertanto, prevediamo che i **default** saranno probabilmente **inferiori** rispetto alle precedenti recessioni, con **tassi di insolvenza dell'ordine del 3-4%**, a nostro avviso, piuttosto che del 10-15% registrato in alcuni scenari storici.

La **notizia positiva** è che gli **spread creditizi** stanno già **compensando gli investitori** per un simile **contesto**. Ai livelli attuali, i **mercati** stanno prezzando una vera e propria **recessione con default del 30-40%** nell'universo dell'**high yield**, come illustrato nel *Grafico 4*. Riteniamo pertanto che gli **FRN HY** offrano una **compensazione** potenzialmente **interessante** rispetto ai rischi di credito, soprattutto in considerazione della loro **seniority** nella **struttura del capitale**.

Grafico 4 | Le cedole HY FRN dovrebbero aumentare man mano che le banche centrali continuano a innalzare i tassi di interesse cash



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Deutsche bank, ICE Bank of America, Moody's Research, 14 giugno 2022 (ultimi dati disponibili). Calcolata utilizzando l'indice HY CDX con un tasso di recupero presunto del 30%.

Come illustrato nel *Grafico 5*, il nostro **portafoglio** resta **posizionato** per far fronte a una serie di **possibili scenari**, nell'eventualità di **variazioni di tassi di interesse e spread**. Se il **mercato si stabilizza durante il rialzo dei tassi di interesse**, come mostra il nostro scenario di base evidenziato in celeste qui sotto, l'asset class dovrebbe mettere a segno **performance a una cifra elevate o a due cifre**.

Grafico 5 | Scenari di performance potenziali in caso di variazioni di spread di credito e tassi di interesse, USD senza copertura (scenario di base evidenziato in celeste)

		Variazione degli spread di credito (%)								
		-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
Variazione dei tassi di interesse (%)	-1,0	15,4	13,7	11,9	10,2	8,4	6,6	4,9	3,1	1,4
	-0,5	15,5	13,8	12,0	10,3	8,5	6,7	5,0	3,2	1,5
	0,0	15,6	13,9	12,1	10,4	8,6	6,8	5,1	3,3	1,6
	0,5	16,1	14,4	12,6	10,9	9,1	7,3	5,6	3,8	2,1
	1,0	16,6	14,9	13,1	11,4	9,6	7,8	6,1	4,3	2,6

Fonte: M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund , ICE, 30 giugno 2022. Ipotizzato un tasso di default dell'1% con un recupero medio del 60% per il mercato high yield a tasso variabile e del 30% per il mercato high yield globale a tasso fisso. Si presume che il 70% delle posizioni del fondo abbiano una soglia SOFR (secured overnight financing rate, tasso di finanziamento overnight garantito) dello 0%. Si ipotizza una variazione parallela sulla curva dei rendimenti. Questa tabella è inserita a soli fini illustrativi e si basa su ipotesi rappresentative. Non costituisce una previsione o una garanzia di risultati futuri.

## Performance M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

Performance (%)	Da inizio anno fino all'ultimo trimestre	YTD	1 anno pa	3 anni pa	5 anni pa	10 anni PA
Fondo A-H EUR Acc	-7,77	-7,77	-6,79	-1,14	-0,61	N/A
Benchmark*	-7,13	-7,13	-5,09	1,09	1,42	N/A

Performance (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Fondo A-H EUR Acc	N/A	N/A	N/A	-0,43	6,51	1,62	-2,57	4,25	-0,75	4,46
Benchmark*	N/A	N/A	2,12	-0,69	11,13	2,73	-1,30	6,84	1,99	6,55

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

\*Benchmark=: Indice BofA Merrill Lynch Global Floating Rate High Yield (3% constrained) USD Hedged. Il benchmark considerato è l'indice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield (EUR Hedged) fino al 1° aprile 2016 e l'indice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (EUR Hedged) nel periodo successivo.

Il benchmark è un termine di paragone rispetto al quale è possibile misurare le performance del fondo. L'indice è stato scelto come parametro di riferimento del fondo in quanto riflette al meglio l'ambito di applicazione della politica d'investimento del fondo. Il benchmark viene utilizzato esclusivamente per misurare le performance del fondo e non limita la costruzione del portafoglio del fondo. Il fondo è gestito attivamente. Il gestore degli investimenti ha piena libertà nella scelta di quali investimenti acquistare, detenere e vendere nel fondo. Le partecipazioni del fondo possono discostarsi in modo significativo dai componenti del benchmark. Per le classi di azioni prive di copertura e con copertura, il benchmark è indicato nella valuta della classe di azioni.

I risultati ottenuti prima del 21 settembre 2018 sono quelli della classe di azioni A-H in EUR ad accumulazione di M&G Global Floating Rate High Yield Fund, OEIC autorizzato nel Regno Unito e incorporato in questo fondo tramite fusione in data 7 dicembre 2018. Le spese e le aliquote fiscali potrebbero essere diverse.

Fonte: Morningstar, Inc e M&G, al 30 giugno 2022. La performance è calcolata sulla base del prezzo di offerta con reddito reinvestito. La performance del benchmark è indicata in EUR.

## Descrizione del fondo

Il fondo punta a generare, attraverso una combinazione di reddito e crescita di capitale, un rendimento maggiore rispetto a quello del mercato globale delle obbligazioni high yield a tasso variabile, in qualsiasi orizzonte d'investimento di cinque anni. Almeno il 70% del fondo è investito in Floating Rate Note (FRN) ad alto rendimento, emesse da società o governi di qualsiasi paese del mondo e denominate in qualunque valuta. Le FRN sono possedute direttamente o indirettamente tramite derivati combinati con obbligazioni fisiche. Il fondo investe anche in titoli garantiti da attività. Il Fondo punta a coprire in USD le attività non denominate in questa valuta.

## Principali rischi associati al fondo

- 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 fondo può fare ricorso a derivati per trarre vantaggio da un aumento o da un calo imprevisti del valore di un'attività. Se il valore di un'attività subisce una variazione imprevista, il fondo subirà una perdita. L'utilizzo di derivati da parte del fondo può essere ampio e superare il valore del suo patrimonio (leva finanziaria). L'effetto che ne deriva è un'amplificazione delle perdite e degli utili, con conseguenti maggiori fluttuazioni di valore del fondo.
- L'investimento nei mercati emergenti comporta un rischio di perdita maggiore riconducibile, tra gli altri fattori, a rischi economici, valutari, di liquidità e regolamentari. Potrebbero sorgere delle difficoltà di acquisto, vendita, custodia o valutazione degli investimenti in tali paesi.
- Il fondo è esposto a varie valute. Al fine di minimizzare, ma non sempre eliminare del tutto, l'impatto delle fluttuazioni dei tassi di cambio si fa ricorso a derivati.
- Il processo di copertura punta a minimizzare, ma non può eliminare, l'effetto delle fluttuazioni dei tassi di cambio sul rendimento della classe di azioni oggetto di copertura. La copertura limita altresì la capacità di guadagno riconducibile a fluttuazioni favorevoli dei tassi di cambio.

Ulteriori dettagli sui fattori di rischio applicabili al fondo sono riportati nel Prospetto del Fondo.

## Inoltre, è importante notare che:

Per questo fondo è consentito un ampio ricorso ai derivati.

Si prega di notare che investire in questo fondo significa acquisire quote o azioni di un fondo e non di una determinata attività sottostante come un immobile o le quote di una società, in quanto queste rappresentano soltanto le attività sottostanti detenute dal fondo.



**Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute.** Queste informazioni non costituiscono un'offerta o una sollecitazione di offerta per l'acquisto di azioni di investimento di uno dei Fondi qui citati. Gli acquisti relativi a un Fondo devono basarsi sul Prospetto Informativo corrente. Copie gratuite degli Atti Costitutivi, dei Prospetti Informativi, dei Documenti di Informazione Chiave per gli Investitori (KIID) e delle Relazioni annuali e semestrali sono disponibili presso M&G Luxembourg S.A. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: [www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it](http://www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it). **Prima della sottoscrizione gli investitori devono leggere il Prospetto informativo e il Documento di Informazioni Chiave per gli Investitori, che illustrano i rischi di investimento associati a questi fondi e che descrivono i diritti degli investitori.** Le informazioni qui contenute non sostituiscono una consulenza indipendente in materia di investimenti. M&G Luxembourg S.A. può decidere di terminare gli accordi presi per la commercializzazione in base al nuovo processo di revoca della notifica della direttiva sulla distribuzione transfrontaliera. Informazioni sulla gestione dei reclami sono disponibili in italiano presso [www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it/complaints-dealing-process](http://www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it/complaints-dealing-process) Questa attività di marketing è pubblicata da M&G Luxembourg S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.