

I VANTAGGI DELLE OBBLIGAZIONI HIGH YIELD

Cosa sono le obbligazioni high yield?

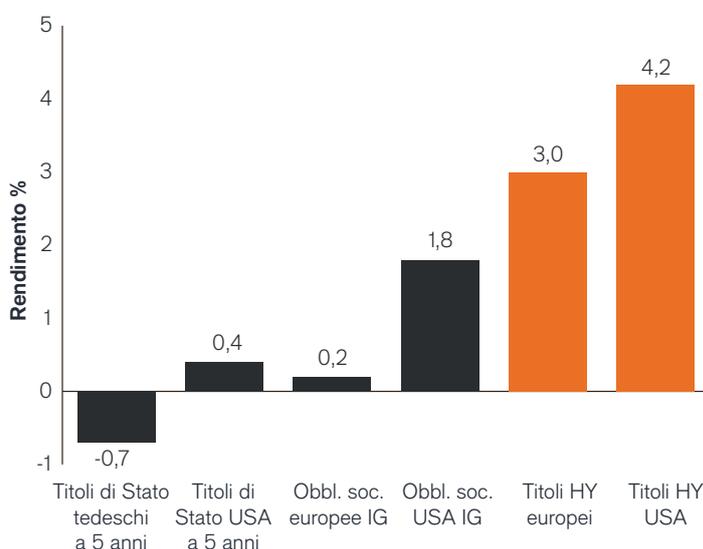
Le società emettono obbligazioni per finanziarsi, impegnandosi a pagare agli investitori gli interessi (la cedola) ogni anno e a rimborsare il valore nominale dell'obbligazione alla scadenza. I titoli high yield, detti anche ad alto rendimento, sono obbligazioni societarie con un rating creditizio inferiore a investment grade. Ciò significa che hanno rating pari o inferiore a Ba1 secondo Moody's e a BB+ secondo S&P o Fitch, le agenzie di rating. Di norma, sono emesse da società con un rischio di insolvenza (il rischio che non adempiano all'obbligo di rimborsare gli obbligazionisti) elevato, pertanto offrono rendimenti più alti per attrarre gli investitori.

Il mercato delle obbligazioni high yield, che ha avuto origine negli Stati Uniti più di 40 anni fa, è oggi ben sviluppato e consolidato. Oggi, il mercato high yield globale comprende un'ampia gamma di emittenti, da colossi ampiamente noti come Jaguar Land Rover, Netflix e Banco do Brasil, alle piccole e medie imprese che ricorrono ai mercati obbligazionari per la prima volta per raccogliere finanziamenti. Ciò crea un mix di emittenti diversificato che può premiare un'analisi creditizia approfondita.

Una fonte di reddito interessante

Riuscire a generare rendimenti interessanti dagli investimenti è ormai una sfida, poiché le banche centrali hanno spinto al ribasso i tassi d'interesse. Ad aggravare la situazione hanno contribuito le misure di politica monetaria non convenzionali, come i programmi di acquisti di titoli delle autorità monetarie (quantitative easing), che prevedono la creazione di moneta per acquistare titoli di Stato e obbligazioni societarie al fine di mantenere bassi i costi di finanziamento. Come illustra la Figura 1, le obbligazioni high yield offrono rendimenti nettamente più elevati rispetto ad altre forme di debito.

Figura 1: Rendimenti di diversi tipi di titoli a reddito fisso



In sintesi:

- Storicamente le obbligazioni societarie high yield hanno rappresentato un'interessante fonte di rendimento che ha contribuito a generare performance totali competitive.
- Questi titoli, che in termini di profilo di rischio/rendimento si collocano a metà strada tra le obbligazioni investment grade e le azioni, offrono un potenziale di diversificazione del portafoglio e dal punto di vista storico si sono dimostrati meno sensibili al rischio di tasso d'interesse.
- Alla luce del loro rischio idiosincratico elevato, le obbligazioni high yield sono un'asset class che può premiare un'efficace selezione dei titoli.

Fonte: Bloomberg, titoli di Stato = titolo di Stato tedesco generico a 5 anni (GDBR5), titolo di Stato USA generico a 5 anni (USGG5YR); indici ICE BofA, obbl. soc. europee IG (investment grade) = ER00, obbl. soc. USA IG = COA0, titoli HY (high yield) europei = HP00, titoli HY USA = HOA0. Rendimento a scadenza per i titoli di Stato, yield to worst per le obbligazioni societarie, al 31 dicembre 2020. Lo yield to worst è una misura del rendimento più basso che può essere ricevuto su un'obbligazione il cui emittente adempie pienamente ai termini del contratto senza risultare insolvente.

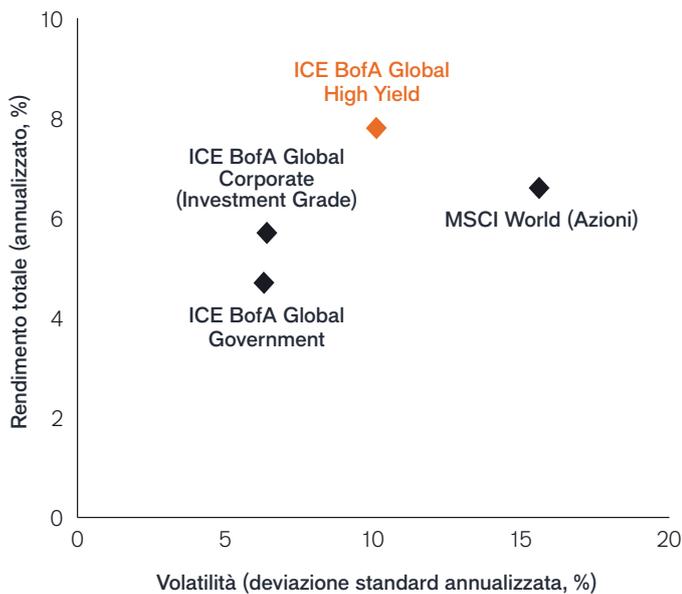
I rendimenti possono variare e non sono garantiti.

I riferimenti a titoli, fondi, settori e indici in questo documento non costituiscono né fanno parte di un'offerta o un invito ad acquistare o vendere tali titoli.

Rischio e rendimento

In termini di profilo di rischio/rendimento, di norma i titoli high yield si collocano a metà strada tra le obbligazioni investment grade e le azioni. Come illustra la Figura 2, negli ultimi 20 anni le obbligazioni high yield globali hanno sovraperformato i titoli di Stato, le obbligazioni societarie investment grade e le azioni, evidenziando una volatilità nettamente inferiore rispetto a queste ultime. Ciò depone a favore di un'allocazione strategica nelle obbligazioni high yield all'interno di portafogli diversificati. Il reddito elevato offerto da queste emissioni è una componente importante del rendimento totale.

Figura 2: Rendimento totale e volatilità a confronto, dal 2000 al 2020



Fonte: Refinitiv DataStream, indici total return in dollari USA, dal 31 dicembre 2000 al 31 dicembre 2020. La volatilità è la deviazione standard ottenuta sulla base dei rendimenti mensili.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Pur essendo di norma meno volatili delle azioni, le obbligazioni high yield sono emesse da società che spesso sono sensibili al ciclo economico e agli eventi che riguardano singoli settori e aziende. L'investimento in un portafoglio diversificato di questi titoli può contribuire a ridurre il rischio idiosincratico delle singole obbligazioni. Gli investitori in obbligazioni high yield devono essere disposti ad accettare una certa volatilità. Ad esempio, durante la crisi finanziaria il mercato high yield globale ha subito un crollo (una flessione dal picco al punto di minimo) del 36%¹. Tuttavia, in base ai parametri storici dopo brusche flessioni questo segmento tende a registrare vigorose riprese, come illustrato dalla Figura 3.

Figura 3: Rendimenti su 12 mesi mobili dell'ICE BofA Global High Yield Bond Index



Fonte: Refinitiv Datastream. Rendimenti totali mensili su 12 mesi mobili in dollari USA, dal 31 dicembre 2000 al 31 dicembre 2020.

¹ ICE BofA Global High Yield Bond Total Return Index, dal 21 maggio 2008 al 12 dicembre 2008. Per inciso, il 5 agosto 2009 l'indice è tornato sul livello del picco del 21 maggio 2008.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Sensibilità ridotta al ciclo dei tassi d'interesse

Di norma, le obbligazioni high yield sono meno sensibili all'incremento dei tassi d'interesse o dell'inflazione poiché lo spread (il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato equivalenti) spesso funge da cuscinetto, assorbendo parte del rialzo quando i rendimenti dei titoli di Stato o i tassi d'interesse aumentano. La combinazione di rendimenti più elevati e scadenze più brevi significa che di norma le obbligazioni ad alto rendimento presentano una duration (sensibilità ai tassi d'interesse) inferiore rispetto ad altri tipi di titoli a reddito fisso.

Figura 4: Duration degli strumenti a reddito fisso

	Duration (anni)
Titoli high yield europei	3,5
Titoli high yield USA	3,7
Titoli investment grade europei	5,4
Titoli di Stato USA	7,5
Titoli investment grade USA	8,5
Titoli di Stato europei	8,8

Fonte: Bloomberg, Refinitiv Datastream, indici della Figura 1, titoli di Stato europei = ICE BofA European Union Government Index, titoli di Stato USA = ICE BofA US Treasury Index, duration effettiva, indici di tutte le scadenze, al 31 dicembre 2020.

Come mostra la tabella delle correlazioni qui di seguito, il segmento dell'alto rendimento evidenzia una bassa correlazione con i mercati dei titoli di Stato, quindi può rappresentare un fattore di diversificazione all'interno di un portafoglio a reddito fisso.

Figura 5: Correlazione tra le asset class (dal 2000 al 2020)

	Titoli HY globali	Titoli IG globali	Titoli di Stato globali	Azioni globali
Titoli high yield (HY) globali	1,00			
Titoli investment grade (IG) globali	0,68	1,00		
Obbligazioni governative globali	0,21	0,76	1,00	
Azioni globali	0,76	0,51	0,11	1,00

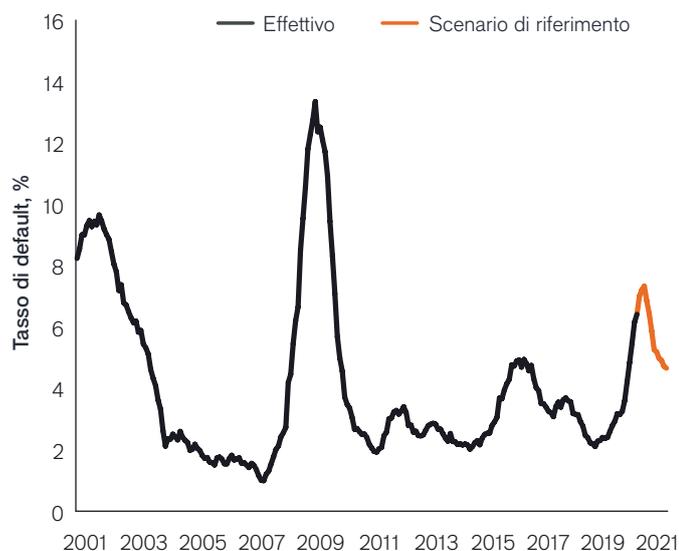
Fonte: Refinitiv Datastream, indici della Figura 2, coefficienti di correlazione dei rendimenti totali mensili in dollari USA, dal 31 dicembre 2000 al 31 dicembre 2020.

Tassi di default e rating

Per un investitore con un orizzonte di lungo periodo, il rischio di default più elevato è il principale driver degli spread delle obbligazioni high yield. La crisi di COVID-19 ha causato un aumento dei tassi di default sul mercato high yield globale. Tuttavia, grazie alle colossali misure di sostegno adottate dalle banche centrali e agli stimoli fiscali varati dai governi, i tassi di insolvenza sono risultati inferiori alle attese a fronte della portata del rallentamento economico. Nel 2020, il numero maggiore di casi di default su scala mondiale si è registrato nel settore oil&gas, seguito da servizi alle aziende e vendite al dettaglio.² Tali aree probabilmente dovranno affrontare nuove problematiche nel corso del 2021 alla luce di cambiamenti strutturali sfavorevoli e delle conseguenze dei lockdown, ma potrebbero anche beneficiare della ripresa. Un approccio selettivo all'investimento con enfasi su una ricerca fondamentale rigorosa può aiutare a evitare i default e a generare sovraperformance.

² Fonte: Default Report di Moody's di dicembre 2020, 11 gennaio 2021.

Figura 6: Tasso d'insolvenza della categoria speculativa a livello globale, ultimi 12 mesi



Fonte: Moody's Default Report, dal 31 dicembre 2001 al 31 dicembre 2020. Previsioni Moody's al 14 gennaio 2021 per il periodo fino al 31 dicembre 2021. La previsione rappresenta un valore indicativo e in quanto tale non è garantita.

Si potrebbe affermare che la crisi da coronavirus e le misure di risposta alla pandemia, compresi i nuovi programmi vaccinali, abbiano arrestato il normale ciclo creditizio, anticipando la fase di recessione al 2020, e di conseguenza anche la ripresa. Prima del 2020, in genere gli emittenti high yield utilizzavano i proventi delle emissioni per rifinanziarsi anziché per iniziative più aggressive e meno favorevoli agli obbligazionisti, come i riacquisti di azioni proprie e i leveraged buyout. Nel 2020 la leva (indebitamento netto in proporzione agli utili) è aumentata (da 3,5x gli utili nel T3 2019 a 4,5x nel T3 2020), poiché le società sono state costrette a contrarre prestiti per far fronte alla carenza di ricavi.³ Qualora le campagne vaccinali avessero gli effetti sperati, il ritorno a condizioni economiche più normali dovrebbe consentire alle aziende di risanare utili e cash flow e iniziare a ridurre i livelli di indebitamento.

L'area "crossover" tra le obbligazioni investment grade e high yield può essere una fonte di rendimento, in quanto in questo segmento si riscontrano spesso anomalie di prezzo. Gli effetti della COVID-19 sulla pandemia hanno comportato revisioni dei rating creditizi; dovremo aspettarci ulteriori modifiche nel 2021, sia al rialzo che al ribasso. Una delle prime revisioni del 2021 è stata la promozione a investment grade di Fiat Chrysler, al momento uno dei principali emittenti high yield.

Le società investment grade declassate alla categoria high yield (i cosiddetti "angeli caduti") possono offrire interessanti opportunità di rischio/rendimento, se accuratamente selezionate. Se non si verificano tracolli (che potrebbero tradursi in un ampliamento degli spread creditizi), questi strumenti possono offrire una valida diversificazione.

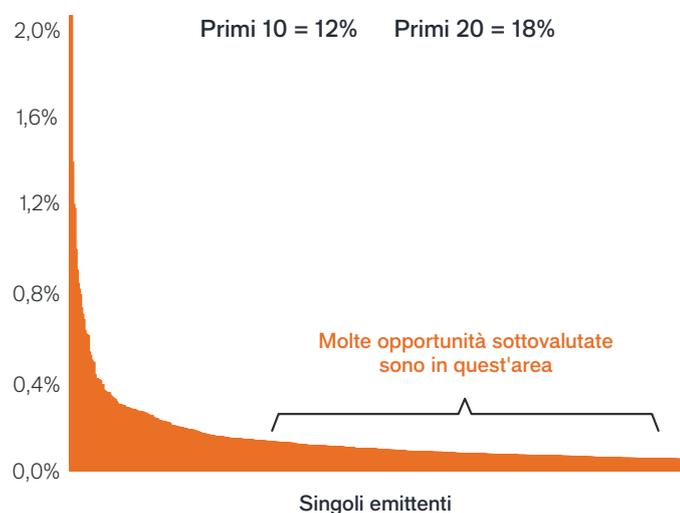
³ Fonte: Morgan Stanley, European Credit Strategy, 18 gennaio 2020. Indebitamento netto = debito netto/utile al lordo di interessi, tasse, deprezzamento e ammortamento.

Opportunità significative per la selezione delle emissioni

I titoli high yield tendono a evidenziare un rischio idiosincratco più elevato: i fattori legati alle singole imprese hanno una maggiore incidenza sul prezzo delle obbligazioni rispetto a quanto non avvenga per le emissioni investment grade. Per questo motivo, le obbligazioni ad alto rendimento sono un'asset class che può premiare un'efficace analisi creditizia e offrire terreno fertile ai gestori attivi.

Emittenti trascurati dagli analisti: Gli Exchange-Traded Fund (ETF) e i maggiori investitori concentrano la loro attività di trading perlopiù sui grandi emittenti per via delle loro dimensioni. Ciò offre ai gestori attivi l'opportunità di individuare valore tra gli emittenti più piccoli e trascurati dagli analisti.

Figura 7: Peso degli emittenti nel mercato dell'alto rendimento globale



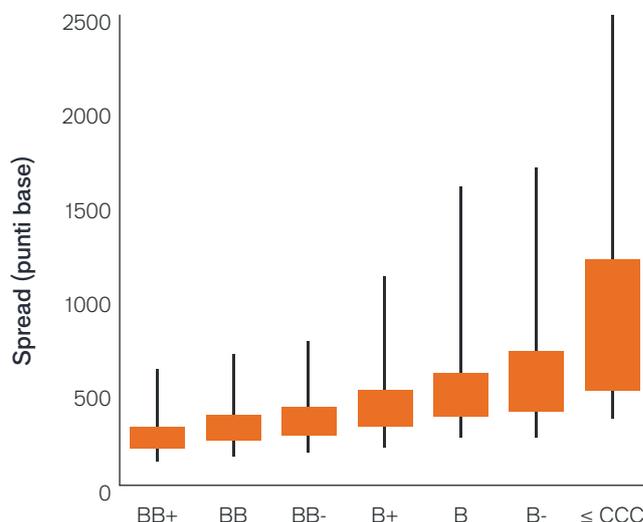
Fonte: Bloomberg, ICE BofA Global High Yield Constrained Index (HW0C), al 31 dicembre 2020.

Emissioni transfrontaliere e crossover: Negli ultimi anni si è registrato un aumento delle emissioni transfrontaliere, ossia in valuta estera o in un paese diverso da quello in cui sono domiciliati gli emittenti. Ad esempio, società con sede negli USA emettono obbligazioni denominate in euro per sfruttare i rendimenti più contenuti in Europa. Ciò crea opportunità per gli investitori con copertura globale. Inoltre, il passaggio delle obbligazioni dalla categoria investment grade a quella high yield e viceversa (rispettivamente "angeli caduti" e "astri nascenti") può offrire l'opportunità di approfittare di anomalie di prezzo e di vendite forzate.

Fattori ESG: I fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) hanno un ruolo sempre più importante nella valutazione dei rischi e delle opportunità per le imprese. Un'analisi approfondita dei singoli emittenti può permettere di individuare le società impegnate in cambiamenti positivi e che quindi sono in una posizione più favorevole per restare competitive dal punto di vista commerciale e per rispettare i loro obblighi nei confronti degli obbligazionisti.

Varietà in ciascuna fascia di rating: Il mercato può esprimere giudizi assai diversi sugli emittenti all'interno della stessa fascia di rating, come dimostra l'ampio range degli spread nella Figura 8. Ciò significa che grazie a un'attenta analisi creditizia è possibile sfruttare le anomalie di prezzo o la volatilità degli spread.

Figura 8: Il range degli spread offre opportunità



Fonte: ICE BofA Global High Yield Bond Index, al 31 dicembre 2020. Il grafico mostra lo scarto interquartile (fascia arancione) e i percentili dal 5° al 95° per categoria di rating (linea grigia).

Diversi tipi di bond e struttura di capitale: Alla diversità delle società emittenti si aggiunge la varietà di obbligazioni high yield. Tra le più comuni rientrano: i cash bond ordinari, chiamati anche plain vanilla, che pagano una cedola fissa e scadono a una data prestabilita; le obbligazioni rimborsabili anticipatamente, con opzioni call che consentono all'emittente di rimborsare l'obbligazione prima del previsto; note a tasso variabile con pagamento degli interessi rettificato in base a un benchmark dei tassi di interesse; e obbligazioni convertibili, che consentono al detentore di convertire le obbligazioni in azioni a determinate condizioni.

Inoltre esistono diversi livelli di seniority: le obbligazioni più senior possono essere garantite da determinati asset di una società, mentre le obbligazioni più junior o subordinate si posizionano a un livello inferiore della struttura del capitale in termini di rimborso qualora l'emittente si trovasse in difficoltà; in generale però tutte le obbligazioni si collocano al di sopra del capitale azionario. Pertanto, prima di investire in obbligazioni high yield è utile analizzare la struttura di capitale e i diversi tipi di strumenti per determinare quale obbligazione offre maggior valore.

Considerazioni sul rischio

I detentori di obbligazioni high yield si collocano al di sopra degli azionisti nella struttura del capitale, pertanto godono di maggiori diritti sul patrimonio della società. Tuttavia, si tratta di titoli emessi da società con un rischio di default più elevato. Tra i principali rischi per questi strumenti figurano:

- **Rischio idiosincratico:** si tratta di rischi specifici della società emittente, ad esempio utili diversi dalle attese o notizie come un cambio ai vertici che possono influire su prospettive e flussi di cassa. Tali rischi interessano anche il settore in cui opera l'emittente: per esempio, un cambiamento strutturale può provocare sconvolgimenti per l'intero settore.
- **Rischio di default:** il rischio che un emittente non adempia ai propri obblighi di pagamento della cedola e/o del capitale alla scadenza. In alcuni casi, l'obbligazionista potrebbe riuscire a recuperare le cedole non versate o il valore dell'obbligazione alla scadenza, ma nello scenario peggiore potrebbe perdere il capitale investito nell'obbligazione.
- **Rischio di declassamento del rating:** la revisione al ribasso del rating creditizio di un'obbligazione può farne scendere il prezzo, in quanto gli investitori sul mercato percepiscono l'obbligazione come più rischiosa e chiedono una remunerazione più elevata per detenerla.
- **Rischio di tasso d'interesse:** pur essendo di norma meno sensibili ai rialzi dei tassi d'interesse rispetto alle obbligazioni societarie investment grade, i titoli high yield non sono del tutto immuni alle oscillazioni dei tassi. Un netto aumento dei tassi d'interesse o dei rendimenti dei titoli di Stato può spingere al rialzo il rendimento delle obbligazioni high yield in circolazione (facendone diminuire il prezzo). Generalmente, più lunga è la scadenza di un bond, maggiore è il rischio.
- **Rischio di liquidità:** il rendimento elevato dei titoli high yield è finalizzato anche a compensarne la possibile illiquidità, ossia la difficoltà a vendere il titolo. Nelle fasi di stress del mercato, potrebbe essere difficile trovare un acquirente a un prezzo accettabile. In caso di vendita forzata, ciò potrebbe tradursi in una perdita per il detentore dell'obbligazione.

Accedere all'asset class

Per saperne di più. Per ulteriori informazioni sulle strategie high yield gestite da Janus Henderson, si prega di visitare il nostro sito web o di contattarci ai recapiti che seguono.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono diminuire oltre che aumentare e gli investitori potrebbero non recuperare l'importo inizialmente investito.

Contatti

Email: sales.support@janushenderson.com

Sito internet: janushenderson.com

PER MAGGIORI INFORMAZIONI, VI INVITIAMO A CONSULTARE IL SITO
WWW.JANUSHENDERSON.COM

Janus Henderson
— INVESTORS —

Informazioni importanti

Riservato agli investitori istituzionali, professionali, qualificati e sofisticati, ai distributori qualificati, agli investitori all'ingrosso e ai clienti all'ingrosso come definiti dalla giurisdizione applicabile. Non destinato alla distribuzione né alla consultazione da parte del pubblico.

Le opinioni riportate sono aggiornate alla data di pubblicazione (febbraio 2021). Hanno scopo unicamente informativo e non devono essere usate o interpretate come una consulenza fiscale, legale o d'investimento né come un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta d'acquisto o una raccomandazione di acquisto, vendita o detenzione di qualsivoglia titolo, strategia d'investimento o segmento di mercato. Nessuna parte del presente materiale deve essere considerata una prestazione diretta o indiretta di servizi di gestione degli investimenti specifici per le esigenze di un determinato cliente. Le opinioni e gli esempi sono proposti a illustrazione di tematiche più ampie e non rappresentano un'indicazione sulle operazioni da eseguire, sono soggetti a variazioni e potrebbero non riflettere l'opinione di altri soggetti dell'entità. Non si intende suggerire, in modo implicito o esplicito, che le opinioni o gli esempi forniti siano o siano stati inseriti in un qualsiasi portafoglio. Non è possibile garantire che le previsioni siano corrette e che le informazioni fornite siano complete o tempestive, né si offrono garanzie in merito ai risultati derivanti dal loro utilizzo. Salvo quanto altrimenti indicato, Janus Henderson Investors è la fonte dei dati e ritiene di poter fare affidamento sulle informazioni e sui dati ottenuti da terzi. **I rendimenti passati non sono garanzia di risultati futuri. Investire comporta dei rischi, fra cui la possibile perdita del capitale e la fluttuazione del valore.**

Non tutti i prodotti o servizi sono disponibili in tutte le giurisdizioni. Il presente materiale e le informazioni in esso contenute possono essere soggetti a vincoli di legge e potrebbe non essere consentito riprodurli o farvi riferimento senza espresso consenso scritto o utilizzarli in una giurisdizione o in determinate circostanze in cui tale utilizzo non sia legale. Janus Henderson non è responsabile di eventuali distribuzioni non consentite dalla legge del presente materiale o di parte di esso a soggetti terzi. I contenuti non sono stati approvati né autorizzati da alcun ente normativo.

Publicato in Europa da Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors è la denominazione con cui Janus Capital International Limited (reg. n. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. n. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. n. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (reg. n. 2606646), (tutte registrate in Inghilterra e nel Galles al 201 Bishopsgate, Londra EC2M 3AE e regolamentate dalla Financial Conduct Authority) e Henderson Management S.A. (reg. n. B22848, 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Lussemburgo, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier) forniscono prodotti e servizi di investimento. Le conversazioni telefoniche potrebbero essere registrate a scopo di reciproca tutela, per migliorare il servizio offerto ai clienti e per finalità normative di conservazione della documentazione.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Knowledge Shared and Knowledge Labs sono marchi commerciali di Janus Henderson Group plc o di una delle sue controllate. © Janus Henderson Group plc.