

I vantaggi delle obbligazioni high yield

Destinato esclusivamente a investitori professionali | Documento promozionale

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 idiosincratco elevato, le obbligazioni high yield sono un'asset class che può premiare un'efficace selezione dei titoli.

Cosa sono le obbligazioni high yield?

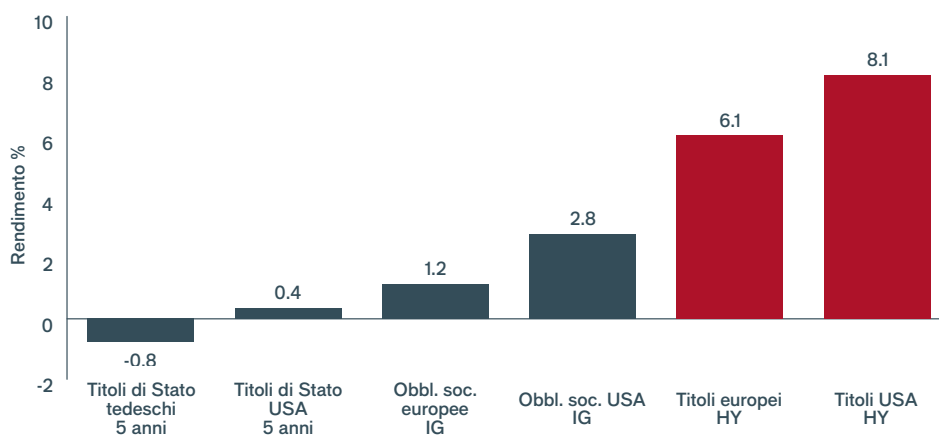
Le società emettono obbligazioni per finanziarsi, impegnandosi a pagare agli investitori gli interessi (la cedola) ogni anno e a rimborsare il valore nominale dell'obbligazione alla scadenza. I titoli high yield, detti anche ad alto rendimento, sono obbligazioni societarie con un rating creditizio inferiore 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 maggiore rischio di insolvenza (il rischio che non adempiano all'obbligo di rimborsare gli obbligazionisti), pertanto offrono rendimenti più elevati per attrarre gli investitori.

Il mercato delle obbligazioni high yield è ben sviluppato e consolidato, e ha avuto origine negli Stati Uniti più di 40 anni fa. Oggi, il mercato dell'alto rendimento globale comprende un'ampia gamma di emittenti, da colossi ampiamente noti come Fiat Chrysler, 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



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 30 aprile 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.**

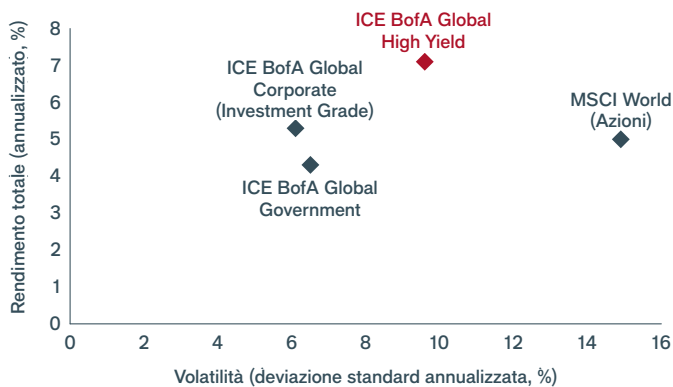
I riferimenti a titoli, fondi, settori e indici in questo documento non costituiscono né fanno parte di un'offerta o un invito ad acquistare o vendere tali titoli.

I vantaggi delle obbligazioni high yield

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 1999 al 2019



Fonte: Refinitiv DataStream, indici total return in dollari USA, dal 31 dicembre 1999 al 31 dicembre 2019. La volatilità è la deviazione standard ottenuta sulla base dei rendimenti mensili. **La performance passata non è un indicatore attendibile 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 idiosincratco 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 dell'alto rendimento globale ha subito un crollo (una flessione dal picco al punto di minimo) del 36%*. 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 Merrill Lynch Global High Yield Bond Index



Fonte: Refinitiv Datastream. Rendimenti totali mensili su 12 mesi mobili in dollari USA, dal 30 aprile 2000 al 30 aprile 2020.

* 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.

La performance passata non è un indicatore attendibile 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	4,0
Titoli high yield USA	4,2
Titoli investment grade europei	5,3
Titoli di Stato USA	7,4
Titoli investment grade USA	8,0
Titoli di Stato europei	8,5

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 30 aprile 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 1999 al 2019)

	Titoli HY globali	Titoli IG globali	Titoli di Stato globali	Azioni globali
Titoli HY globali	1,00			
Titoli IG globali	0,63	1,00		
Titoli di Stato globali	0,21	0,80	1,00	
Azioni globali	0,74	0,47	0,12	1,00

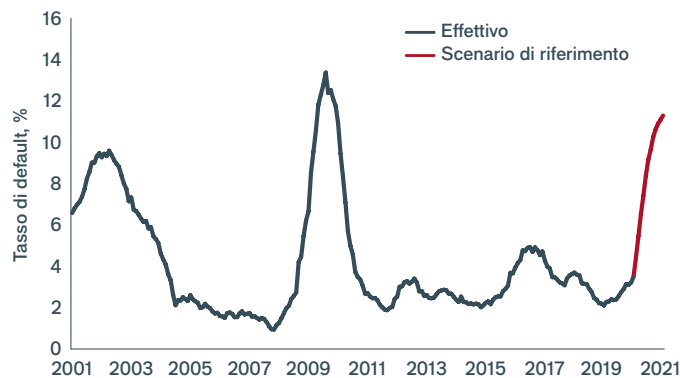
Fonte: Refinitiv Datastream, indici della Figura 2, coefficienti di correlazione dei rendimenti totali mensili in dollari USA, dal 31 dicembre 1999 al 31 dicembre 2019

Tassi di default e rating

Per un investitore con un orizzonte di lungo periodo, il rischio di default più elevato è il principale driver dei premi delle obbligazioni high yield. La crisi causata dal COVID-19 fa presagire un aumento dei tassi di default nel mercato dell'alto rendimento globale. Tuttavia, le colossali misure di sostegno adottate dalle banche centrali e gli stimoli fiscali dei governi dovrebbero contenere i tassi di default rispetto ai livelli suggeriti dall'entità prevista del rallentamento economico. Nel 2019, petrolio e gas e vendite al dettaglio hanno registrato i tassi di default più elevati. Questi settori dovranno probabilmente affrontare ulteriori difficoltà nel 2020, dal momento che agli ostacoli strutturali si aggiungono i costi economici delle misure di isolamento. Un approccio selettivo all'investimento con enfasi su una ricerca fondamentale rigorosa può aiutare a evitare i default e a generare sovraperformance.

I vantaggi delle obbligazioni high yield

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



Fonte: Moody's Default Report, dal 28 febbraio 2001 al 31 marzo 2020. Previsioni al 14 aprile 2020 per il periodo fino al 31 marzo 2021. La previsione rappresenta un valore indicativo e in quanto tale non è garantita.

Malgrado la fase relativamente avanzata del ciclo del credito, in genere gli emittenti di obbligazioni high yield hanno usato 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. La loro propensione a indebitarsi ulteriormente era limitata. Ad esempio, l'indebitamento netto delle obbligazioni ad alto rendimento europee in rapporto agli utili è sceso dal livello di quasi 4 volte del terzo trimestre 2018 a 3 volte nel terzo trimestre 2019.* La leva finanziaria dovrebbe aumentare nel 2020, poiché le società sono costrette a indebitarsi per compensare il calo dei ricavi e le pressioni sugli utili.

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. Le turbolenze economiche causate dalla pandemia di COVID-19 fanno presagire una fase di accresciuta variabilità dei rating e il numero di declassamenti sembra destinato a superare quello delle revisioni al rialzo. Le obbligazioni investment grade declassate alla categoria high yield (i cosiddetti "angeli caduti") non sono affatto sgradite, data l'offerta limitata di titoli ad alto rendimento negli ultimi anni. Se non si verificano tracolli (che potrebbero tradursi in un ampliamento degli spread), questi strumenti possono offrire una valida diversificazione. La decisione della Federal Reserve di consentire gli acquisti di obbligazioni di angeli caduti introduce una dinamica interessante, indirizzando per la prima volta le misure di sostegno diretto anche al mercato dell'alto rendimento.

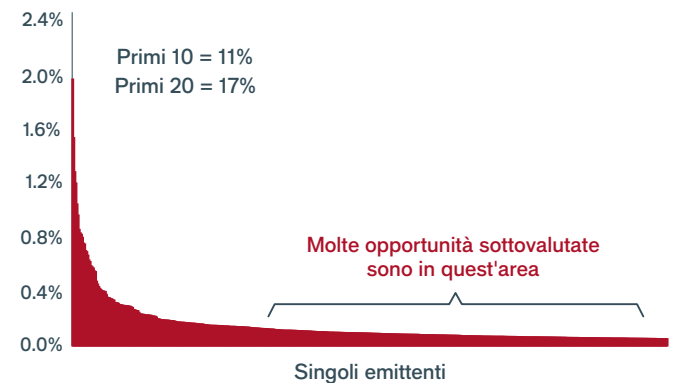
*Fonte: Morgan Stanley, European Credit Strategy, 27 aprile 2020. Indebitamento netto = debito/utile netto al lordo di interessi, tasse, deprezzamento e ammortamento.

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.

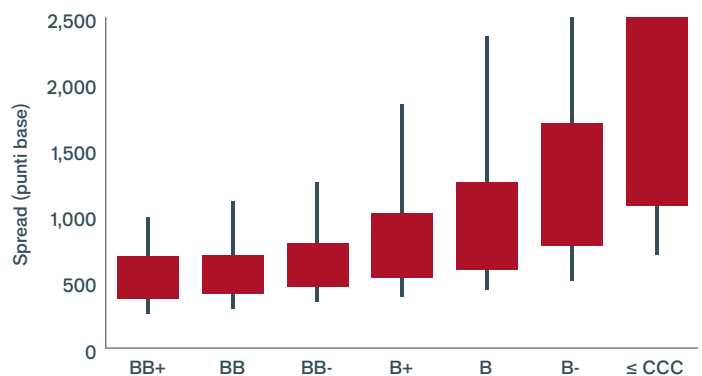
Figura 7: Ponderazioni degli emittenti nel mercato dell'alto rendimento globale



Fonte: Bloomberg, ICE BofA Global High Yield Constrained Index (HWOC), al 30 aprile 2020.

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 30 aprile 2020. Il grafico mostra lo scarto interquartile (fascia rossa) e i percentili dal 5° al 95° per categoria di rating (linea grigia).

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 ("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.

I vantaggi delle obbligazioni high yield

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 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).
- **Rischio di liquidità:** i rendimenti più elevati dei titoli high yield sono finalizzati anche a compensarne la possibile illiquidità, ossia la difficoltà a vendere i titoli. 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.

La performance passata non è un indicatore attendibile 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

Informazioni generali: +44 (0) 20 7818 4411
E-mail: sales.support@janushenderson.com
Sito internet: janushenderson.com

Janus Henderson
INVESTORS

Informazioni importanti

Le opinioni illustrate sono valide alla data di pubblicazione. 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 d'acquisto, vendita o detenzione di alcun titolo, strategia d'investimento o segmento di mercato. Nessuna parte del presente materiale deve essere considerata una fornitura diretta o indiretta di servizi di gestione degli investimenti specifici per le esigenze di un determinato cliente. Le opinioni e gli esempi sono riportati a titolo di illustrazione di temi più ampi, non sono indicativi di intenzioni di trading e possono cambiare in qualsiasi momento a seguito di mutamenti delle condizioni economiche o di mercato. Non si intende suggerire, in modo implicito o esplicito, che le illustrazioni o gli esempi forniti siano mai stati detenuti in alcun portafoglio. Le previsioni non possono essere garantite e non si garantisce che le informazioni fornite siano complete o tempestive, né si offrono garanzie in merito ai risultati ottenuti tramite il loro utilizzo. Nella preparazione del presente documento Janus Henderson Investors ha reputato ragionevole fare assegnamento sull'accuratezza e completezza di tutte le informazioni pubblicamente disponibili. I rendimenti passati non sono garanzia dei risultati futuri. L'investimento comporta dei rischi, fra i quali la possibile perdita del capitale e la fluttuazione del valore. Non tutti i prodotti o servizi sono disponibili in tutte le giurisdizioni. La distribuzione di questo materiale o le informazioni in esso contenute possono essere limitate per legge e non possono essere utilizzate in qualsiasi giurisdizione o in circostanze nelle quali il loro utilizzo è vietato per legge. I contenuti di questo materiale non sono stati approvati o avallati da qualsiasi agenzia di regolamentazione. Janus Henderson non è responsabile di alcuna distribuzione vietata per legge di questo materiale a terzi, completa o parziale, o delle informazioni ricavate da questo materiale. Questo materiale non può essere riprodotto, del tutto o in parte, in qualsiasi forma, né va fatto riferimento ad esso in qualsiasi altra pubblicazione senza un esplicito permesso scritto. 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.

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

Publicato in Europa da Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors è il nome con cui vengono forniti i prodotti e i servizi d'investimento da Janus Capital International Limited (n. di reg. 3594615), Henderson Global Investors Limited (n. di reg. 906355), Henderson Investment Funds Limited (n. di reg. 2678531), AlphaGen Capital Limited (n. di reg. 962757), Henderson Equity Partners Limited (n. di reg. 2606646), (ciascuna registrata in Inghilterra e nel Galles all'indirizzo 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE e regolamentata dalla Financial Conduct Authority) e da Henderson Management S.A. (n. di reg. B22848, registrata all'indirizzo 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier). Janus Henderson, Janus, Henderson, Knowledge Shared e Knowledge. Shared sono marchi commerciali di Janus Henderson Group plc o di una delle sue società controllate. © Janus Henderson Group plc. H045216/0520