

È un ottimo momento per guardare ai bond High Yield USA

- *I fondamentali aggregati degli emittenti ad alto rendimento sono decisamente migliori rispetto al passato: molti dei nostri emittenti hanno effettivamente i mezzi per gestire un contesto recessivo*
- *La strategia di Payden è molto attenta ai benchmark e ci confrontiamo con il segmento di rating BB/B perché analizzando le CCC si nota che nel lungo periodo non aumentano i rendimenti totali, ma introducono solamente un'elevata volatilità. Valutiamo quindi queste emissioni solo quando siamo convinti si tratti di un buon investimento, non semplicemente perché presenti nel benchmark*
- *L'anno scorso abbiamo assistito a una drastica riduzione delle emissioni HY, poiché l'emissione di debito in un contesto di tassi in aumento diventa meno interessante di quanto non sia in un contesto di tassi più bassi*
- *Maggio 2023 è stato il mese più ricco di nuove emissioni dal gennaio dello scorso anno. Da gennaio ad oggi sono stati emessi circa 80 miliardi di dollari, un valore nettamente superiore a quello dell'anno scorso, anche se nel 2021 a questo punto dell'anno l'emissione era già di circa 250 miliardi di dollari*
- *In questo momento, a causa delle recenti turbolenze nel settore bancario regionale, ci troviamo in sovrappeso su alcuni settori finanziari, che si tratti di servizi finanziari o assicurativi, il cui debito appare relativamente economico e, ancora, siamo favorevoli a diverse emissioni degli energetici*

A cura di Antonella Manganelli, AD e Responsabile Investimenti di Payden & Rygel Italia

Milano, 29 giugno 2023 – L'anno è iniziato molto positivamente per i mercati del reddito fisso e, arrivati a questo punto, è difficile aspettarsi che finisca diversamente. L'inflazione si è mantenuta stabile e la disoccupazione rimane storicamente bassa, quindi è difficile aspettarsi una Federal Reserve “colomba”, anche se non si profila all'orizzonte la stessa impennata dei tassi a cui abbiamo assistito l'anno scorso, quanto piuttosto una fase di oscillazione.

Con i Treasury che pagano il 4% e il credito investment grade che offre oltre il 5%, un investitore potrebbe voler assumersi un rischio aggiuntivo con l'high yield, per via del rendimento incrementale. Nel mercato HY, il miglior indicatore dei rendimenti a lungo termine è il rendimento iniziale, che ha una correlazione dello 0,95 con i successivi cinque anni di rendimenti annualizzati. Quindi, considerando i fondamentali solidi di questa asset class, **la situazione è interessante soprattutto per gli investitori pazienti, che temono di non riuscire a prevedere perfettamente rialzi e ribassi e a cui i rendimenti dell'8-9% offrono un ampio margine di manovra.** In uno scenario rialzista, con dati migliori del previsto e utili degli emittenti HY al rialzo, si generano rendimenti interessanti, ma anche in uno scenario negativo, si ottiene un discreto “cuscinetto” contro l'eventualità che la volatilità macro sorprenda al ribasso. Inoltre, **i fondamentali aggregati degli emittenti ad alto rendimento sono decisamente migliori rispetto al passato:** molti dei nostri emittenti hanno effettivamente i mezzi per gestire un contesto recessivo. Anche nel caso in cui le insolvenze dovessero sorprendere al rialzo, non ci aspettiamo un contesto come quello del 2008 o del 2002.

Nel caso in cui si verificasse una recessione, fosse questa lieve o grave, avrebbe comunque un impatto sul mercato high yield: ogni rallentamento della crescita ha infatti conseguenze sulle società con maggiore leva finanziaria. Qualora la recessione fosse grave, anche se ad oggi non vi sono evidenze in tal senso, si assisterebbe a un'impennata del tasso di insolvenza, mentre qualora la recessione fosse lieve, per alcune delle società più deboli, che sono state sostenute dal “denaro facile” degli ultimi anni, potrebbe rendersi

necessaria una ristrutturazione, anche se, considerata l'ampiezza dell'asset class HY, la quota di insolvenze dovrebbe essere limitata.

La strategia di investimento nel mercato high yield

La strategia di Payden è molto attenta ai benchmark: battere il benchmark al netto delle commissioni significa, infatti, essere tra i top performer. In quest'ottica è quindi necessario **valutare ogni posizione significativa all'interno di un determinato benchmark, per stabilire se vogliamo sovrappesarla o sottopesarla**. Abbiamo scelto di confrontarci con il benchmark BB/B e quindi di essere strutturalmente superiori in termini di qualità, perché analizzando le CCC si nota che nel lungo periodo non aumentano i rendimenti totali, ma introducono solamente un'elevata volatilità. In portafoglio abbiamo una percentuale di CCC che oscilla tra il 5% e il 10%, perché valutiamo queste emissioni solo quando siamo convinti si tratti di un buon investimento, non semplicemente perché presenti nel benchmark.

La fase successiva del processo di investimento, che è anche la più impegnativa, consiste nel cercare di individuare dove, all'interno degli emittenti, si trova il valore relativo. Se l'universo d'investimento è per lo più costituito da emittenti con rating BB e B, **il nostro compito è capire dove la remunerazione è maggiore rispetto al rischio fondamentale in modo coerente nel tempo**, costruendo un portafoglio in cui i rischi a livello aggregato sono bilanciati e aggiungendo valore attraverso i cicli. L'obiettivo è avere una strategia a valore aggiunto, a prescindere dal contesto di mercato, sia esso forte, debole, con tassi in aumento o in diminuzione.

Per quanto riguarda la duration, siamo generalmente neutrali rispetto al benchmark, perché, data la nostra attenzione al valore relativo e alla selezione del credito, riteniamo di poter generare alfa senza dover avvalerci della leva della duration. Piuttosto che cercare di anticipare i movimenti dei tassi, cosa che può risultare molto difficile, riteniamo opportuno neutralizzare questo fattore e generare alfa attraverso la selezione del credito. **In genere, la duration si aggira intorno ai quattro anni per l'asset class high yield, motivo per cui l'anno scorso è stata una delle asset class a reddito fisso più performanti.**

Il contesto di mercato per i bond high yield

L'anno scorso abbiamo assistito a una drastica riduzione delle emissioni, poichè l'emissione di debito in un contesto di tassi in aumento diventa meno interessante di quanto non sia in un contesto di tassi più bassi. Nel 2020 e nel 2021, quando la politica monetaria era accomodante, abbiamo assistito a un'ondata di emissioni di debito da parte di emittenti HY che cercavano di rifinanziare il proprio capitale a tassi cedolari molto bassi, e quindi di estendere le scadenze per bloccare questi tassi il più a lungo possibile. Questi livelli di emissioni sono poi diminuiti drasticamente lo scorso anno, in parte perché non ha senso emettere a tassi cedolari più elevati, in parte per via della grande quantità di rifinanziamenti già effettuati negli anni precedenti.

Un'altra fonte di nuove emissioni nel mercato è rappresentata dai **leveraged buyout (LBO)**, che nel **2022 hanno subito un forte calo per via dell'aumento dei tassi di interesse, ma nel 2023, nonostante i tassi siano più alti che mai, stanno riprendendo**. Per gli emittenti, infatti, ha senso iniziare a ridurre il debito esistente emettendo in modo opportunistico quando la finestra è aperta e le cedole sono gestibili.

Anche se siamo ben al di sotto dei livelli registrati nel 2020 e nel 2021, maggio 2023 è stato il mese più ricco di nuove emissioni dal gennaio 2022, a conferma del fatto si sta ancora investendo denaro in strutture di capitale efficienti. Finora sono stati emessi circa 80 miliardi di dollari nel 2023, un valore nettamente superiore a quello dell'anno scorso, anche se nel 2021, quando i mercati erano aperti, a questo punto dell'anno l'emissione era già di circa 250 miliardi di dollari.

Al momento il team di Payden & Rygel valuta più le singole emissioni che determinati settori. Siamo sicuramente consapevoli del nostro posizionamento settoriale rispetto al benchmark, ma non vogliamo fare scommesse sui settori: la nostra selezione è sicuramente più orientata agli emittenti e al valore relativo. È interessante notare che in questo momento, a causa delle recenti turbolenze nel settore bancario regionale, ci troviamo in sovrappeso su alcuni settori finanziari, che si tratti di servizi finanziari o assicurativi, il cui debito appare relativamente economico e, ancora, siamo favorevoli a diverse emissioni degli energetici.

Questo materiale è stato approvato da Payden & Rygel Global Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito, e da Payden Global SIM S.p.A., società di investimento autorizzata e regolamentata dalla CONSOB italiana.

Questo articolo ha uno scopo puramente illustrativo e non è da intendersi come consulenza fiscale, legale o finanziaria professionale. Vi invitiamo a rivolgervi al vostro consulente fiscale, legale e finanziario per esaminare la vostra situazione specifica. Le dichiarazioni e le opinioni qui riportate sono aggiornate alla data del presente documento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Inoltre, le opinioni espresse in questo articolo non sono necessariamente indicative dell'opinione di Payden & Rygel. Questo materiale non può essere riprodotto o distribuito senza l'autorizzazione scritta di Payden & Rygel.

Payden & Rygel

Con oltre 148 miliardi di dollari in gestione, Payden & Rygel è leader nella gestione del risparmio gestito e annovera tra i suoi clienti banche centrali, fondi pensione, imprese di assicurazione, università, banche private e fondazioni di varia natura. Società di gestione indipendente e non quotata, Payden & Rygel ha sede a Los Angeles con uffici a Boston e hub di gestione a Londra e a Milano.

Per ulteriori informazioni contattare:

BC Communication

Beatrice Cagnoni | Tel: +39 335 5635111 | beatrice.cagnoni@bc-communication.it

Giulia Franzoni | Tel: +39 334 3337 756 | giulia.franzoni@bc-communication.it