**T. Rowe Price: Obbligazioni high yield, sfruttare le inefficienze del mercato con la gestione attiva**

A cura di **Kevin Loome, Portfolio Manager, U.S. High Yield Strategy**, e **Ashley Wiersma, Portfolio Specialist, T. Rowe Price**

Esistono molte valide ragioni per sostenere la gestione attiva delle obbligazioni ad alto rendimento. A nostro avviso, l’approccio attivo offre diversi e importanti vantaggi. Tra i tanti, l'analisi fondamentale e la selezione dei titoli nell'intero universo high yield, nonché la capacità di riposizionare strategicamente un portafoglio per trarre vantaggio dalle tendenze macro o per sfruttare le opportunità di prezzo. L'investimento passivo in titoli high yield, invece, può presentare degli svantaggi: rispetto alle azioni, i mercati obbligazionari presentano complessità intrinseche che rendono difficile e costoso replicare la composizione di un indice o i suoi rendimenti.

Indici difficili da replicare  
A differenza delle azioni, gli emittenti obbligazionari hanno in genere più emissioni sul mercato. Mentre l'Indice S&P 500 ha circa 500 componenti, l'Indice ICE BofA U.S. High Yield Constrained è composto da 1.872 emissioni di circa 886 emittenti. Di conseguenza, le decisioni in materia d’investimento non si riducono solo a quali società possedere, ma anche a quali temi specifici. **Le negoziazioni di titoli a reddito fisso high yield continuano a essere condotte in larga misura fuori Borsa** piuttosto che in Borsa come le azioni. Di conseguenza, i **costi di negoziazione sono relativamente elevati** e rendono costosa la costruzione e la gestione di un portafoglio passivo contenente centinaia di emissioni. Questo aspetto è particolarmente impegnativo per gli ETF, poiché molti investitori tendono a utilizzare tali strumenti per posizionamenti tattici a breve termine, che comportano frequenti operazioni di entrata e uscita dal mercato e probabilmente a costi più elevati.

Ampio universo investibile  
Gli indici di riferimento obbligazionari hanno registrato un turnover significativamente più elevato rispetto alla maggior parte degli indici azionari. Le nuove emissioni, le scadenze obbligazionarie, le azioni societarie, come le offerte d’asta e gli upgrade e i downgrade del rating creditizio, sono tutti fattori che hanno fatto sì che la composizione dell’ICE BofA U.S. High Yield Constrained Index cambi continuamente, determinando un turnover dell’indice più elevato rispetto alle azioni. La maggior parte degli ETF passivi di grandi dimensioni impone requisiti dimensionali minimi, come un importo nominale minimo in circolazione di almeno un miliardo di dollari USA a livello di emittente o un valore nominale in circolazione di 400 milioni di dollari USA a livello di emissione. Queste **restrizioni possono ridurre notevolmente l’universo investibile e possono far sì che le partecipazioni degli ETF passivi si concentrino sulle obbligazioni più grandi e più liqui**de dell’indice. Di conseguenza, il tracking error delle strategie high yield a gestione passiva tende a essere elevato rispetto a quello delle azioni ed è stato difficile per le strategie passive sovraperformare su periodi di tempo più lunghi.  
  
Opportunismo sui prezzi  
I gestori attivi non sono limitati dai requisiti dimensionali minimi per le emissioni come molti ETF passivi. **Possono investire nell'intero universo dei titoli high yield, cercando di sfruttare le opportunità offerte dagli emittenti a grande, media e piccola capitalizzazione, sia pubblici sia privati**, per cui le inefficienze del mercato tendono ad abbondare a causa della limitata copertura della ricerca o della mancanza di un'ampia partecipazione al mercato. Inoltre, i gestori attivi **possono aggiungere opportunisticamente esposizioni al di fuori del benchmark, come prestiti bancari o titoli privilegiati**.Di contro, **le strategie passive possono essere costrette a detenere parti del mercato meno interessanti a livelli ingiustificabili**.

I gestori attivi, invece, possono assumere un **atteggiamento più opportunistico riguardo al prezzo** a cui acquistano o vendono un titolo, se appurano che esista un punto d’ingresso molto interessante o un'opportunità di rendimento totale per il proprio portafoglio. Gli **investitori passivi tendono a essere "price taker", acquistando automaticamente obbligazioni all'emissione, o effettuando transazioni quando un titolo entra o esce dall'indice**. Ciò può anche comportare la compravendita di titoli in momenti inopportuni.  
  
Gestione dei rischi  
La liquidità sul mercato delle obbligazioni high yield può costituire una sfida, in quanto le singole obbligazioni tendono a essere scambiate molto meno delle tipiche azioni e alcune possono anche non essere negoziate se detenute fino alla scadenza. Di conseguenza, **spesso emissioni obbligazionarie specifiche non sono disponibili nelle quantità desiderate** e i costi di negoziazione possono essere decisamente elevati. Inoltre, gli emittenti tendono a vendere quantità limitate di nuove emissioni, per cui la domanda di operazioni a prezzi interessanti può essere consistente.

Considerati i rischi asimmetrici associati alle insolvenze sul mercato high yield, è importante notare che un approccio attivo consente una gestione dei rischi più attenta. Le strategie passive ponderano le partecipazioni in base al valore di mercato delle obbligazioni in circolazione di un emittente. Pertanto, **le società con gli indebitamenti più consistenti, che spesso hanno maggiori probabilità di insolvenza, sono quelle a cui, in genere, vengono destinate le ponderazioni maggiori nelle strategie passive.** Con un approccio attivo, si è in grado di valutare l'intero bilancio aziendale, comprese le fonti di reddito e i flussi di cassa attuali e futuri, per determinare quali aziende siano meglio posizionate per far fronte ai loro obblighi di debito attuali e futuri. Ci sono momenti e luoghi, tuttavia, per cui può essere auspicabile l'utilizzo di un ETF passivo nel comparto high yield. **Occasionalmente l’utilizzo di ETF passivi in ambito high yield può aiutare a ottenere un'ampia esposizione al mercato su base temporanea** e a breve termine per finalità di liquidità.