

## GLI STRAORDINARI VANTAGGI DEL COMPARTO HIGH YIELD IN UN CONTESTO DI AUMENTO DEI TASSI

### ASPETTI SALIENTI

L'high yield, come classe di attivi, offre ai portafogli varie caratteristiche positive nelle fasi di aumento dei tassi d'interesse, tra cui ad esempio la bassa correlazione con gli strumenti a tasso fisso tradizionali e una performance simile a quella delle azioni con minore volatilità e rendimenti totali positivi.



**Michalis Ditsas**  
Head of Investment Specialists

*"Un'allocazione agli strumenti high yield in un contesto di aumento dei tassi offre ai portafogli numerosi vantaggi, che possono risultare in un rendimento totale positivo".*

Come tutti sanno, le fasi di rialzo dei tassi sono in genere sfavorevoli per gli strumenti a tasso fisso tradizionali. D'altro canto, non tutte le classi di attivi a tasso fisso sono uguali: infatti le obbligazioni high yield, pur facendo parte del comparto a tasso fisso, hanno dimostrato nel tempo di poter generare rendimenti stabili ed elevati in varie condizioni di mercato. Ciò è in parte dovuto al rapporto esistente tra strumenti high yield, obbligazioni tradizionali e azioni.

Il segmento high yield presenta tipicamente una correlazione di lungo termine negativa con i Treasury a 5 e 10 anni, mentre al contrario ha una correlazione positiva - superiore a 0,70 - con il comparto azionario. Questo significa che i rendimenti dei titoli ad alto rendimento sono più simili a quelli delle azioni che a quelli degli strumenti obbligazionari (tabella 1). Questa particolare caratteristica evidenzia i vantaggi di una diversificazione attuata inserendo nell'allocazione strategica di portafoglio una componente dedicata al segmento high yield.

Tabella 1: Correlazione a dieci anni di varie classi di attivi

	5-year Treasury	10-year Treasury	JPMorgan MBS Bond Index	LB Aggregate Bond Index	JPMorgan JULI High-Grade Index	JPMorgan US HY Index	S&P 500	Wilshire 5000	Russell 2000	JPMorgan EMBI- Global Composite	Dow Jones World EM Stock Index	Gold	US Inflation
10-year Treasury	0,91												
JPMorgan MBS Bond Index	0,8	0,8											
LB Aggregate Bond Index	0,74	0,81	0,82										
JPMorgan JULI High-Grade Index	0,4	0,49	0,54	0,81									
JPMorgan US HY Index	-0,27	-0,26	0	0,23	0,56								
S&P 500	-0,33	-0,32	-0,12	0,04	0,31	0,72							
Wilshire 5000	-0,33	-0,32	-0,12	0,05	0,31	0,72	1						
Russell 2000	-0,38	-0,37	-0,21	-0,06	0,23	0,68	0,91	0,93					
JPMorgan EMBI- Global Composite	0,17	0,22	0,42	0,61	0,75	0,76	0,58	0,58	0,48				
Dow Jones World EM Stock Index	-0,21	-0,21	0	0,19	0,5	0,8	0,81	0,81	0,73	0,75			
Gold	0,4	0,35	0,44	0,43	0,37	0,17	0,03	0,04	0,01	0,4	0,26		
US Inflation	-0,35	-0,4	-0,34	-0,3	-0,24	0,28	0,15	0,16	0,18	0,04	0,12	-0,02	
Leveraged loans	-0,46	-0,44	-0,16	0,01	0,32	0,89	0,6	0,61	0,57	0,54	0,65	0,01	0,42

Fonti: J. P. Morgan, Bloomberg  
Dati aggiornati al: 30 novembre 2017

Il comportamento sopra descritto appare evidente dall'esame della tabella 2, che mostra come la performance a medio-lungo termine degli strumenti high yield sia simile a quella delle azioni, ma con il vantaggio di una volatilità quasi dimezzata. Per questo motivo, la presenza in portafoglio di una posizione in titoli ad alto rendimento integrativa o alternativa ad una azionaria può risultare vantaggiosa per gli investitori. Questo vale anche nella peggiore delle ipotesi, cioè in caso di insolvenza dell'emittente, dato che i titolari di obbligazioni high yield hanno precedenza sulle azioni nella struttura di capitale.

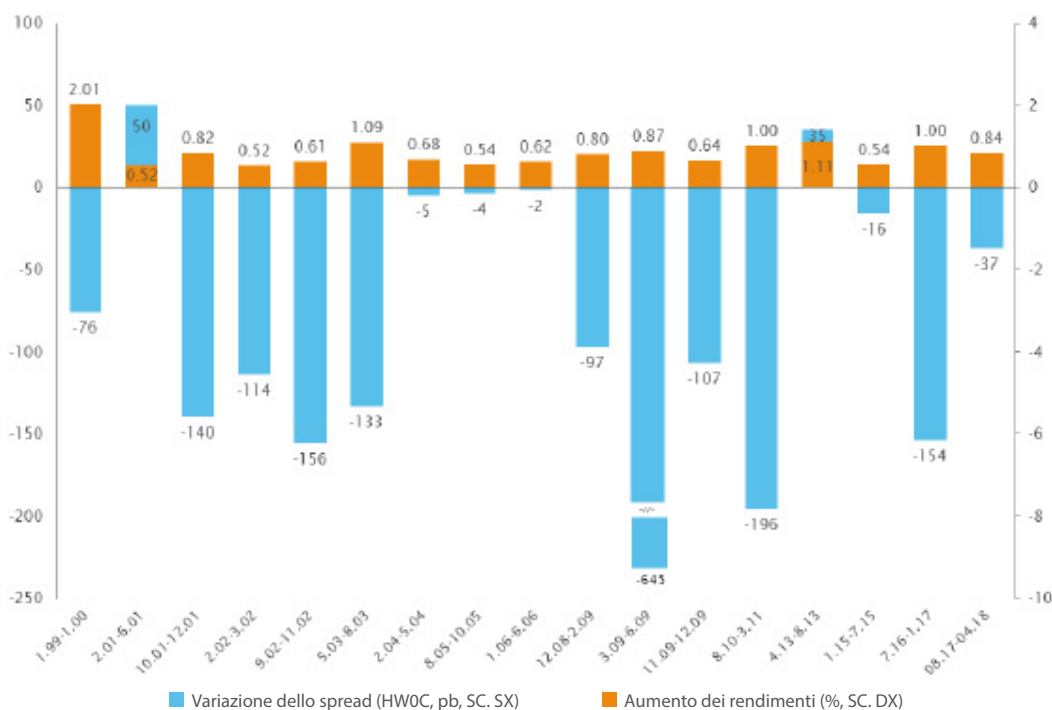
Tabella 2: Rendimenti annui medi e volatilità

	Average annual returns						Average annual volatility					
	1 year	3 years	5 years	10 years	15 years	25 years	1 year	3 years	5 years	10 years	15 years	25 years
US dollar HY Global	10,10%	6,17%	6,26%	8,20%	9,17%	na	2,43%	5,93%	5,34%	10,22%	8,76%	na
JPMorgan US HY Index	9,54%	5,99%	6,31%	8,24%	9,06%	8,12%	2,54%	5,94%	5,35%	10,04%	8,63%	7,77%
S&P 500	22,87%	10,86%	15,71%	8,29%	9,39%	9,69%	3,90%	10,10%	9,51%	15,09%	13,37%	14,18%
Russell 2000	18,32%	11,11%	15,00%	8,79%	10,82%	9,65%	7,71%	14,14%	13,93%	19,87%	18,30%	18,57%

Fonti: J. P. Morgan, Bloomberg  
Dati aggiornati al: 30 novembre 2017

Abbiamo visto che i titoli high yield presentano una correlazione positiva con le azioni e la loro volatilità è minore, ma come si comportano nei periodi di aumento dei tassi d'interesse? In presenza di un aumento di 50 pb dei tassi e senza alcuna riduzione dello spread, il mercato high yield registrerebbe un ribasso pari circa alla metà della sua duration, ovvero del 2%. I dati storici mostrano però che dal 1999 a oggi vi sono stati 17 periodi in cui i tassi d'interesse sono saliti di 50 pb e oltre, e in 15 di questi gli spread delle obbligazioni high yield si sono ridotti (grafico 1). In particolare, in presenza di un aumento medio di 85 pb dei tassi, la riduzione degli spread è stata di norma pari a 70 pb circa.

Grafico 1: Le obbligazioni high yield hanno messo a segno risultati positivi in 15 periodi di rialzo dei tassi su 17



Fonti: J. P. Morgan, Bloomberg  
Dati aggiornati al: 30 novembre 2017

Il motivo di questo risultato è che ai ribassi del settore obbligazionario si accompagna in genere un'espansione dell'attività e un miglioramento delle condizioni economiche, fattori che producono un impatto positivo sui fondamentali di credito.

Altrettanto importante è la protezione aggiuntiva dei rendimenti offerta dalle obbligazioni high yield, rappresentata dalle cedole. Attualmente il rendimento al rimborso anticipato (Yield-To-Call, YTC) del mercato high yield statunitense è pari al 6,7% circa. Per tornare all'esempio sopra citato, quando i tassi salgono di 50 pb la performance del mercato high yield cede circa un punto percentuale, tenuto conto del restringimento dello spread. Includendo nel calcolo i flussi cedolari, per compensare il calo dei prezzi sono sufficienti due mesi di rendimenti.

L'esperienza passata insegna che il segmento high yield produce buoni risultati nelle fasi di aumento dei tassi, com'è accaduto l'anno in corso, quando il mercato high yield statunitense ha registrato un rendimento del 2,5% malgrado i ripetuti rialzi dei tassi operati dalla Fed. Se a ciò si aggiungono le caratteristiche positive del settore, cioè i tassi di insolvenza ai minimi storici, la riduzione dei coefficienti di indebitamento, l'elevato indice di copertura degli interessi e i bassi livelli di emissioni sul mercato primario, appare evidente come il settore high yield sia in grado di generare performance positive e di svolgere un'importante ruolo di diversificazione del portafoglio.