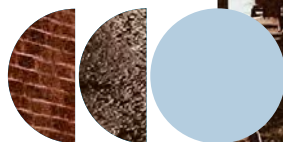


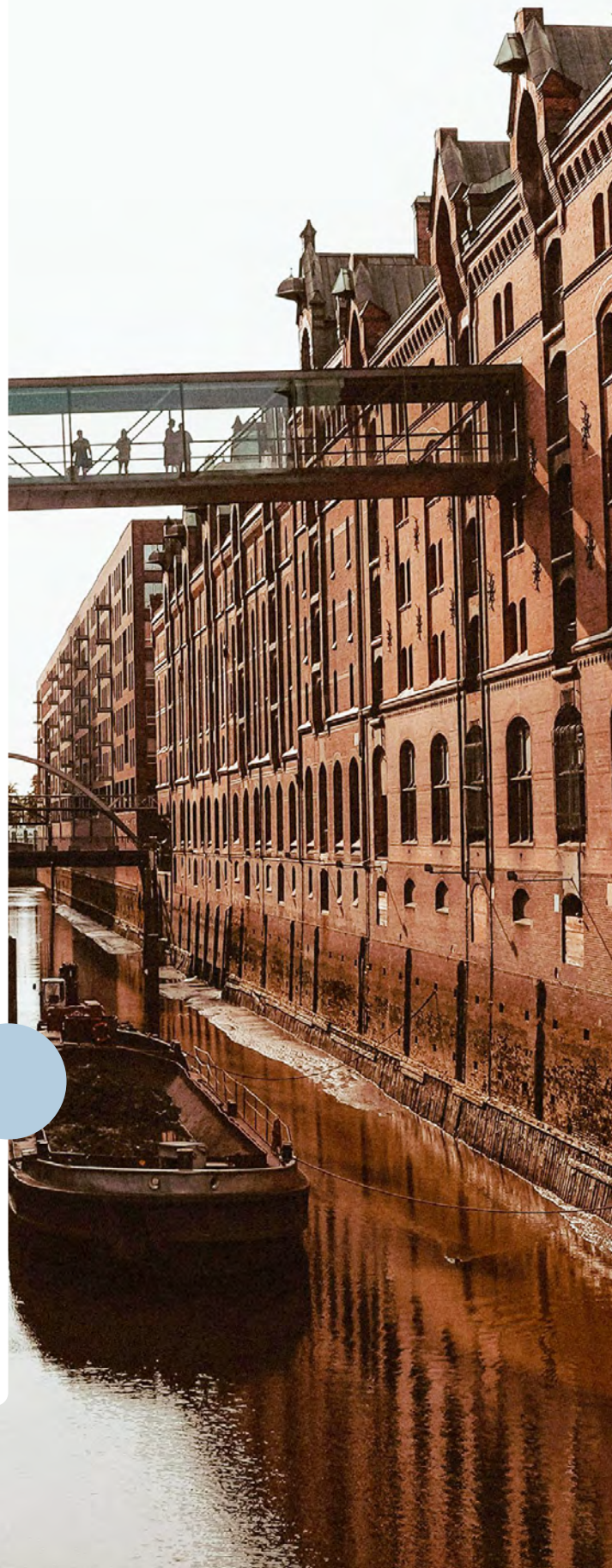
La grande contrazione

**Orientarsi nei
mercati High Yield**



APRILE 2024

Comunicazione di marketing



Informazioni sull'autore.

Nicolas Jullien, CFA

Head of High Yield & Credit Arbitrage



Nicolas Jullien ricopre il ruolo di Head of High Yield & Credit Arbitrage dal 2020. Si è unito a Candriam come Junior Portfolio Manager nel 2007, poco prima dell'inizio della Grande crisi finanziaria. Nel 2011 è stato nominato Portfolio Manager della strategia di punta Euro High Yield di Candriam e co-gestore di altre strategie absolute return. Nel 2017 ha assunto il ruolo di Deputy Head of High Yield & Credit Arbitrage, assumendo tre anni dopo la guida della divisione. Nel 2021 Nicolas Jullien ha inaugurato una strategia alternativa innovativa, Credit Alpha, con l'obiettivo ambizioso di ottenere rendimenti interessanti in tutte le condizioni di mercato.

Jullien ha conseguito una laurea magistrale in Scienze attuariali e finanziarie presso l'Università Claude Bernard di Lione (2007). Si è laureato presso l'*Institut de Science Financière et d'Assurances* (ISFA) ed è CFA Charterholder dal 2010.

Somma- rio.

I mercati High Yield si contraggono	04
In che modo gli investitori possono orientarsi in questo contesto difficile?	10
Rischi	11



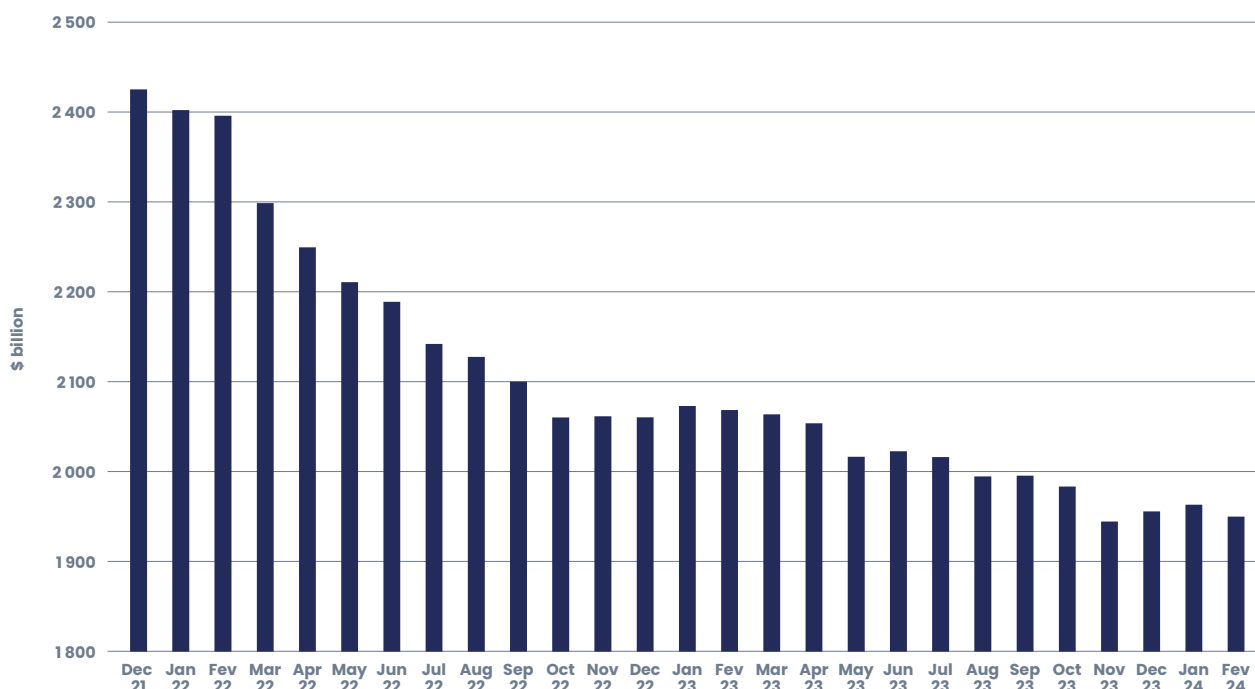
Dalla fine del 2021, a seguito delle trasformazioni strutturali del sistema economico, dalla decarbonizzazione alla delocalizzazione delle catene di approvvigionamento e agli elevati rischi geopolitici, i tassi d'interesse hanno intrapreso una nuova dinamica. Dopo due anni di tassi notevolmente più alti rispetto al decennio precedente, quali sono le implicazioni per i mercati High Yield?

I mercati High Yield si contraggono.

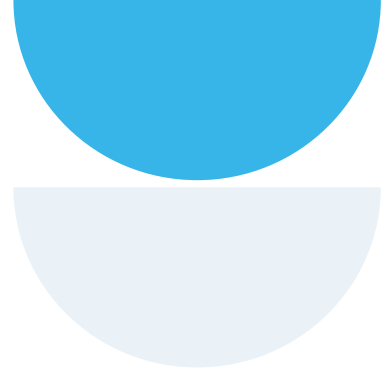
Esaminando la traiettoria dei mercati High Yield negli ultimi due anni, emerge una tendenza: si sta verificando la contrazione più rapida mai registrata.

Figura 1:

Indice ICE BofA BB-B Global High Yield – Volume di mercato (valore nominale)



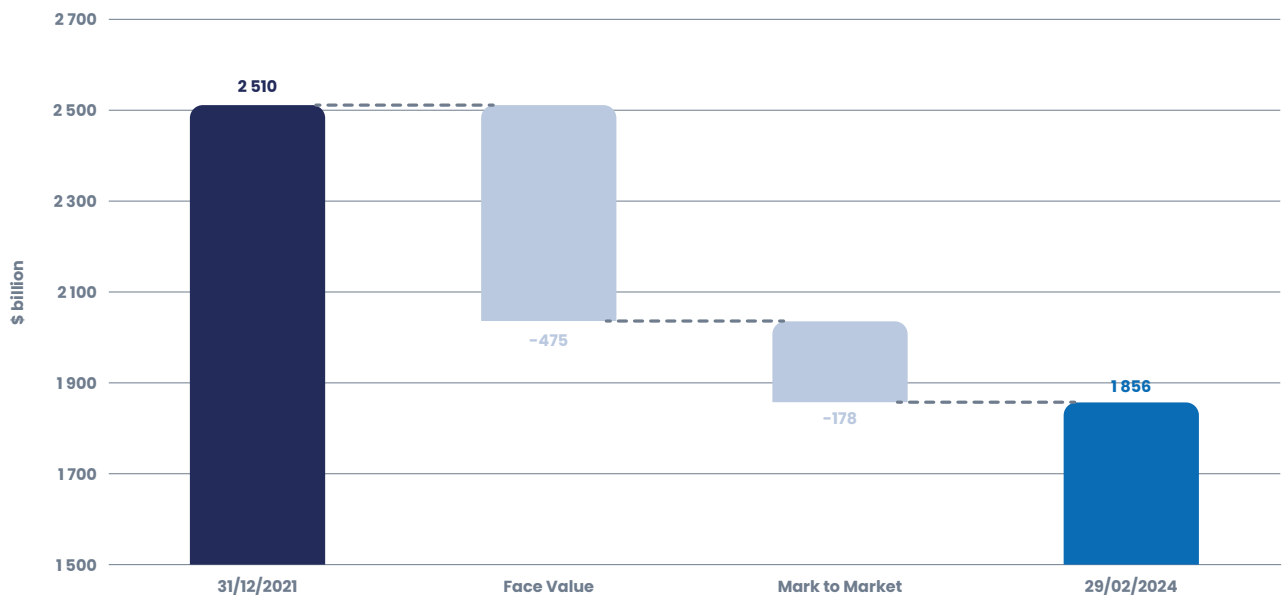
Fonte: ICE, febbraio 2024



Prendendo in considerazione i valori di mercato, i mercati High Yield hanno subito una contrazione ancora più marcata, in quanto la maggior parte delle obbligazioni è attualmente negoziata a sconto. Da fine 2021 l'indice ICE BofA BB-B Global High Yield ha perso 654 miliardi di dollari, ovvero più di un quarto del suo valore. Il volume del mercato è sceso da 2510 miliardi di dollari a 1856 miliardi di dollari¹.

Figura 2:

ICE BofA BB-B Global High Yield Index - Market size



Fonte: ICE, febbraio 2024

¹ - Fonte: Bloomberg®, indice ICE BofA BB-B Global High Yield (HW40) in USD. Dati comparati tra la fine del 2021 e febbraio 2024.

Riteniamo che questa contrazione sia sostenuta da 3 fattori principali.

- **Comportamento aziendale**

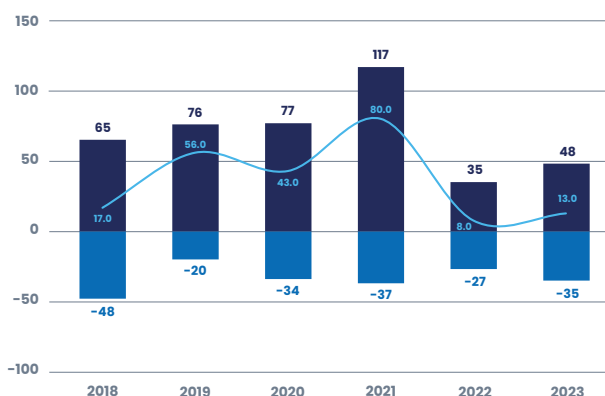
A causa dell'aumento dei tassi d'interesse e quindi dei costi del debito, molte aziende hanno rivisto le proprie priorità in termini di allocazione del capitale, passando da operazioni di fusione e acquisizione (M&A) e buyback di azioni alla riduzione del debito. Di conseguenza, alcune obbligazioni in scadenza non vengono rifinanziate con una nuova emissione, ma rimborsate tramite il flusso di cassa disponibile generato dagli emittenti, con conseguente offerta negativa per il mercato.

Figura 3:

Offerta netta più bassa di sempre negli ultimi due anni

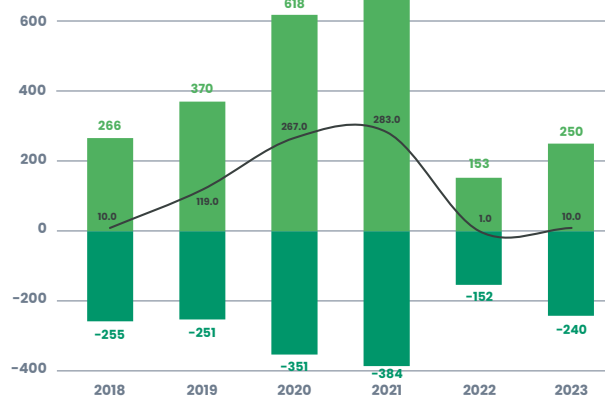
■ Offerta lorda in € ■ Rimborsi in € — Offerta netta in €
 ■ Offerta lorda in \$ ■ Rimborsi in \$ — Offerta netta in \$

Offerta netta – Euro High Yield
(mld di €)



Fonte: JP Morgan

Offerta netta – US High Yield
(mld di \$)



Fonte: JP Morgan



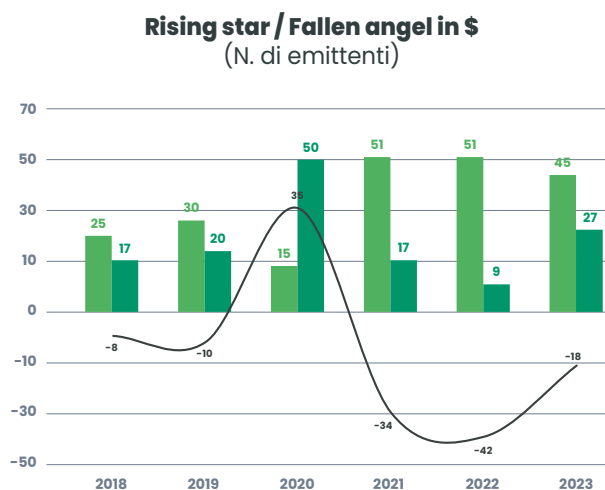
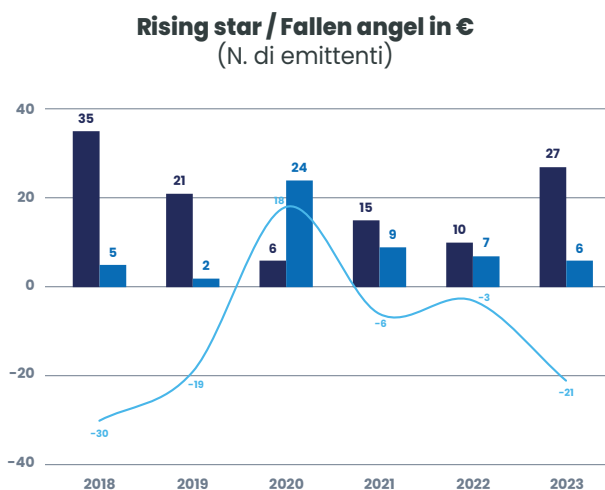
- **Più rising star che fallen angel**

Negli ultimi due anni, il numero di rising star ha superato di gran lunga quello di fallen angel², come mostrano i due grafici sottostanti per gli emittenti in euro e in dollari. Se diverse aziende hanno deciso di orientarsi innanzitutto verso la riduzione del debito, la maggior parte delle società con rating elevato BB – il più alto all'interno dei mercati High Yield – è andata oltre e si è addirittura impegnata a portare il proprio rating in territorio Investment Grade, per usufruire di costi di indebitamento più bassi in futuro.

Figura 4:

Negli ultimi due anni è stato registrato il più alto numero netto di rising star

■ Rising star in € ■ Fallen angel in € — Importo netto in €
 ■ Rising star in \$ ■ Fallen angel in \$ — Importo netto in \$



Fonte: Moody's Investors Service

Fonte: Moody's Investors Service

- **Tassi di default più elevati**

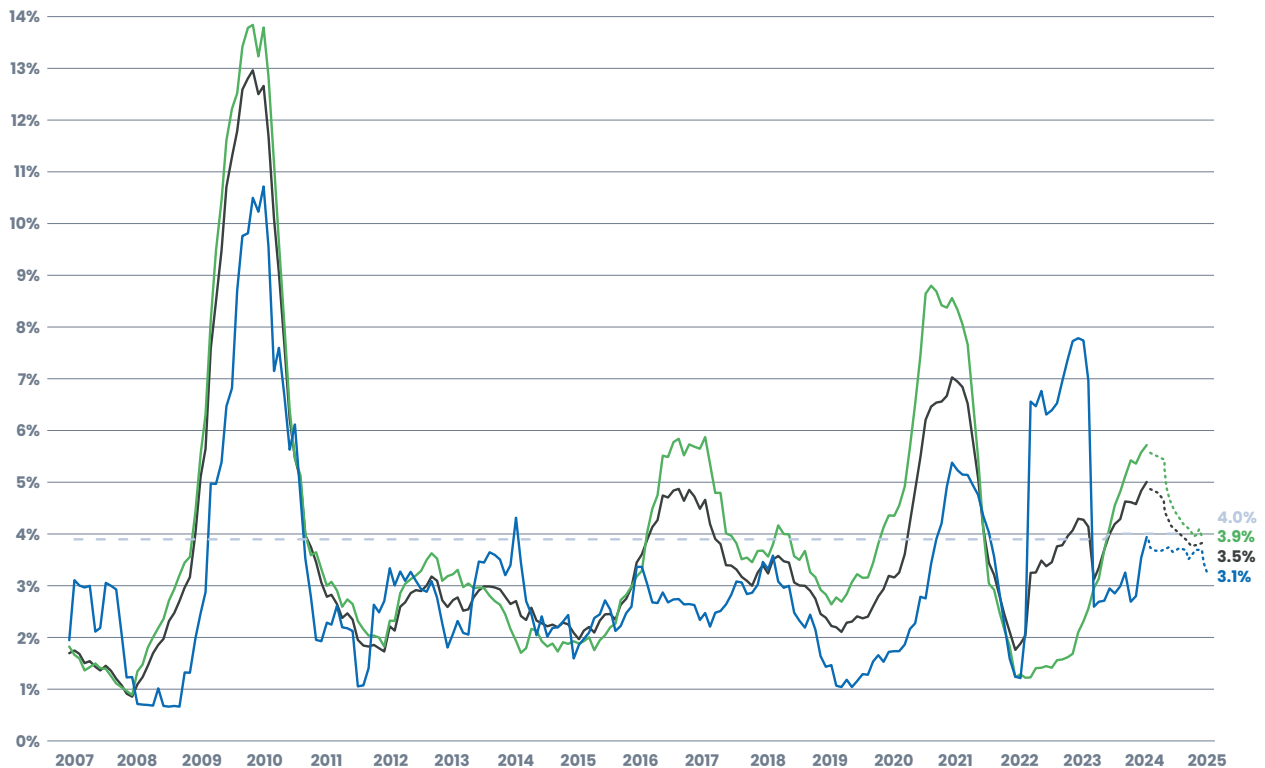
Un'altra conseguenza del rialzo dei tassi è l'aumento dei tassi di default. A fronte di un decennio caratterizzato dalla gratuità del denaro, alcune strutture di capitale hanno accumulato un debito eccessivo, non più sostenibile nel contesto attuale. Pertanto, i tassi di default e le situazioni di sofferenza hanno registrato un notevole incremento, partendo da livelli molto bassi.

2 – Nel settore High Yield, i titoli cosiddetti rising star sono obbligazioni che al momento dell'emissione erano considerate di tipo speculativo, ma che hanno poi migliorato le proprie condizioni finanziarie, riducendo il rischio di default. Dall'altra parte, le obbligazioni definite fallen angel sono quelle che in passato erano considerate di tipo Investment Grade e che sono attualmente classificate come "junk" (spazzatura) per via della riduzione del rating creditizio dell'emittente.

Figura 5:

I tassi di default si sono normalizzati avvicinandosi a livelli regolari
Tassi di default (12 mesi consecutivi)

● Globale ●● Previsione globale ● USA ●● Previsione USA
● Europa ●● Previsione Europa ●●● Media dal 2009



Fonte: Moody's Investors Service

Riteniamo che la tendenza proseguirà in futuro, anche se a un ritmo più lento.

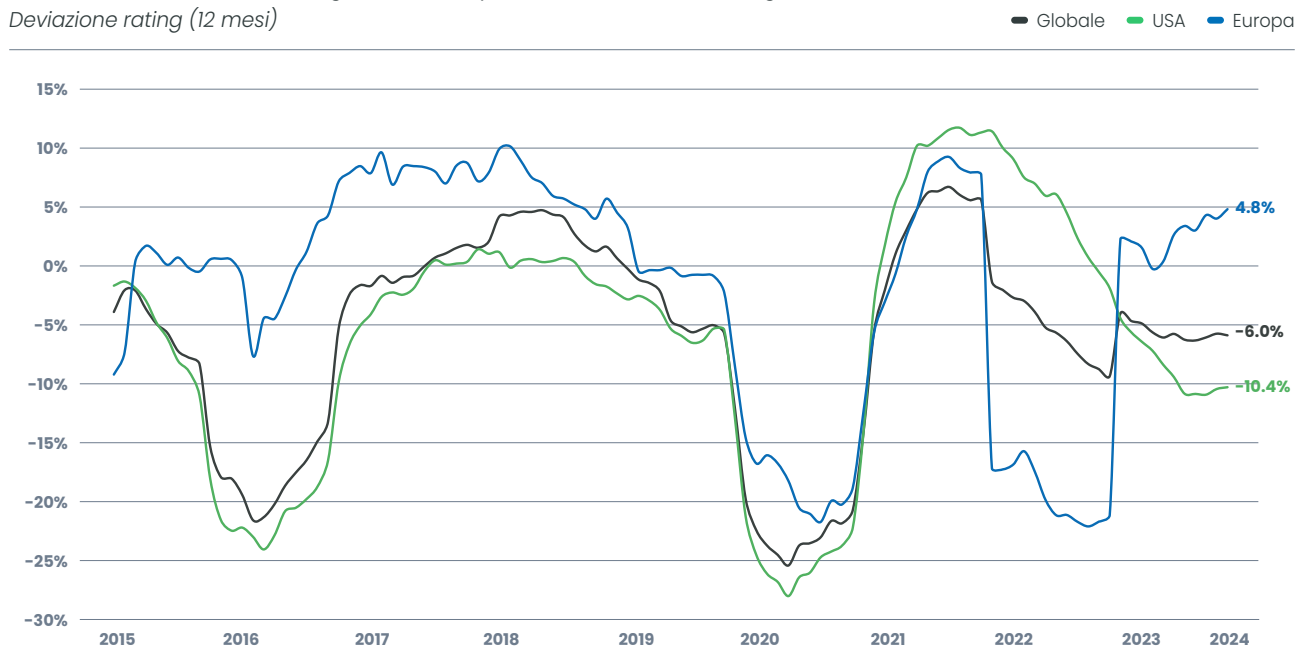
- **I comportamenti aziendali sono meno favorevoli al credito** – Dopo il forte rally degli spread creditizi, giunti ai minimi da diversi decenni negli Stati Uniti, si cominciano a osservare alcuni cambiamenti nei comportamenti aziendali (M&A, riacquisti di azioni e distribuzioni di dividendi dei crediti di proprietà di Private Equity). Ciò dovrebbe tradursi in un'offerta netta positiva.
- **Il credito privato è una nuova alternativa all'High Yield** – Grazie ai tassi più elevati, il credito privato ha attirato ingenti capitali di investitori e può essere considerato un'alternativa al mercato HY per gli emittenti, in grado di determinare un'offerta netta ulteriormente negativa.
- **Le principali aspiranti rising star rimangono in Europa, mentre sono scomparse negli Stati Uniti** – Riteniamo che le rising star continueranno a sostenere materialmente i dati tecnici in Europa, contrariamente a quanto avviene negli Stati Uniti, dove la situazione dovrebbe risultare più equilibrata, creando un contrasto dove emerge il bisogno di selettività.



Figura 6:

I fondamentali continuano a migliorare in Europa mentre si deteriorano negli Stati Uniti

Deviazione rating (12 mesi)



Fonte: Moody's Investors Service

- I tassi di default rimarranno più alti rispetto al decennio precedente** – Prevediamo un ciclo di default lento ma prolungato, poiché le società più indebitate dovranno gradualmente sostenere costi di indebitamento più elevati nel tentativo di rifinanziare nei prossimi anni il proprio portafoglio di scadenze. Alcune strutture di capitale, tra cui quelle con rating B e CCC, non sono più sostenibili nel nuovo contesto e dovranno essere riviste nei prossimi anni.

In che modo gli investitori possono orientarsi in questo contesto ?

Questa tendenza ha dato vita a un contesto tecnico molto solido nei mercati High Yield, che è stato esacerbato dal cambio di rotta delle banche centrali alla fine dello scorso anno e dalla conseguente notevole domanda di credito e prodotti High Yield da parte degli investitori.

1. Evitare di opporsi ai dati tecnici

Anche se il background di forti tecnici fornisce supporto al mercato, è importante tenere d'occhio i fondamentali per quando i problemi si manifesterranno. Sebbene la domanda di credito sia molto sostenuta, come evidenziato dai flussi di fondi dalla fine di ottobre 2023, il contesto macro rimane incerto e il quadro tecnico potrebbe cambiare nuovamente nei prossimi mesi. Poiché la dispersione del credito è temporaneamente bassa, riteniamo che sia molto importante rimanere concentrati sui fondamentali e prepararsi al ritorno di un contesto di maggiore dispersione.

2. Da beta ad alpha

A fronte di spread creditizi ai minimi da diversi decenni, riteniamo che sia giunto il momento di spostare l'attenzione dal beta all'alpha, ossia dalle strategie passive a quelle attive.

3. Assumere un orientamento globale

In un mercato in contrazione, è indispensabile che gli investitori allarghino il proprio universo di investimento e adottino una prospettiva globale per poter sfruttare una maggiore diversificazione, ulteriori opportunità in termini di valore relativo e un'allocazione tattica tra i mercati regionali.

È tempo di ampliare le proprie opportunità grazie agli esperti dell'High Yield!

In questo contesto, ci concentriamo sull'individuazione di opportunità promettenti, basandoci su un rigoroso approccio di ricerca fondamentale che integra i fattori ESG. La collaborazione tra i nostri gestori di portafoglio, gli analisti ESG e gli analisti del credito si è rivelata fondamentale per il nostro successo da quando abbiamo avviato la gestione di strategie obbligazionarie High Yield oltre vent'anni fa.

Rischi.

Tutti gli investimenti comportano rischi, incluso il rischio di perdita del capitale.

I rischi più significativi delle strategie obbligazionarie High Yield sono:

- **Rischio di perdita di capitale**
- **Rischio di tasso d'interesse**
- **Rischio di credito**
- **Rischio High Yield**
- **Rischio di controparte**
- **Rischio di investimento ESG**

Questo elenco non è esaustivo e ulteriori dettagli sui rischi associati all'investimento nelle strategie obbligazionarie High Yield sono disponibili nei documenti normativi delle relative strategie.



145 Mld€

**AUM a fine
dicembre 2023***



+600

**Professionisti
esperti**



+ 25 anni

**leader negli
investimenti sostenibili**

Il presente documento commerciale viene fornito solo a scopo informativo. Non costituisce un'offerta di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, una raccomandazione di investimento o una conferma di qualsiasi transazione, se non diversamente specificato. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti utilizzate, errori o omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere ritenuta responsabile per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento e il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previa autorizzazione scritta.

Attenzione - i risultati passati, le simulazioni dei risultati passati e le previsioni dei risultati futuri di uno strumento finanziario, indice, strategia o servizio di investimento non sono indicatori affidabili dei risultati futuri. La performance lorda può essere influenzata da commissioni, commissioni e altri oneri. La performance espressa in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore è soggetta alle fluttuazioni del tasso di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni.

Candriam raccomanda agli investitori di consultare il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori, il prospetto e qualsiasi altra informazione rilevante, compreso il valore patrimoniale netto dei fondi, sul proprio sito web www.candriam.com prima di investire in uno dei suoi fondi. I diritti degli investitori e le procedure di reclamo sono disponibili sulle pagine normative dedicate del sito web di Candriam www.candriam.com/en/professional/legal-information/regulatory-information. Queste informazioni sono disponibili in inglese o nella lingua locale di ciascun paese in cui il fondo è autorizzato alla vendita. In conformità alle leggi e ai regolamenti applicabili, Candriam può decidere di porre fine in qualsiasi momento agli accordi di commercializzazione dei fondi interessati.

*A partire dal 31/12/2022, Candriam ha modificato la metodologia di calcolo degli asset in gestione (AUM) e l'AUM ora include determinati asset, come l'AUM non discrezionale, la selezione di fondi esterni, i servizi di overlay, inclusi i servizi di screening ESG, servizi di [consulenza], servizi di white labeling e servizi di consegna di portafogli modello che non si qualificano come asset in gestione regolamentare, come definito nel modulo ADV della SEC. L'AUM è riportato in USD. L'AUM non denominato in USD è convertito al tasso spot del 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTIRE PER DOMANI.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY