**RBC BlueBay – 4 motivi per preferire il public high yield al private debt**

A cura di **Andrzej Skiba, BlueBay Head of US Fixed Income, RBC BlueBay**

Le **obbligazioni high yield statunitensi** rappresentano un'**alternativa** **interessante** al settore del credito privato che, oggi, presenta dei rischi. Alcuni elementi di contesto: secondo i dati Preqin, gli asset in gestione nel settore del debito privato si avvicinano a 1,4 miliardi di dollari. Circa un terzo di questi asset si trova nel settore del direct lending, anche se vale la pena notare che, secondo i dati del FMI, negli ultimi anni ben il 50% del capitale raccolto è stato indirizzato verso il direct lending. Il resto dell'universo del debito privato comprende una varietà di strategie, tra cui il debito distressed e le special situation.

I 4 motivi per preferire gli investimenti public high yield al private debt

**1. Le società che hanno preso in prestito fondi da investitori diretti non hanno avuto accesso ai mercati pubblici per un motivo**

Le aziende che ricorrono ai mercati del private debt per raccogliere fondi tendono a essere piccole. Lo standard in questo settore era un massimo di 1 miliardo di dollari di fatturato e un EBITDA inferiore a 100 milioni di dollari. Le aziende di queste dimensioni tendono a essere considerate piccole, prive di diversificazione e, di norma, più vulnerabili a una recessione economica. C'è un motivo per cui i mercati pubblici si rifiutano di concedere prestiti a queste aziende.

Con una recessione all'orizzonte, nessuna delle vulnerabilità mostrate da queste società è scomparsa e **non c'è alcuna logica nel preferire queste aziende a scapito di emittenti pubblici high yield più grandi e diversificati che dispongono di una serie di leve per proteggere il proprio bilancio** in tempi di incertezza economica.

**2. I costi di finanziamento sono paralizzanti per le società con portafoglio di debito privato, e non lasciano alcun flusso di cassa per ridurre la leva finanziaria**

Il drammatico aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti ha avuto un impatto sproporzionatamente negativo per i mutuatari del credito privato che accedono al mercato a tasso variabile. La maggior parte dei mutuatari sta pagando oltre il 10% annuo di costi di finanziamento. Inoltre, è improbabile che questa situazione cambi nel breve periodo, poiché la Fed è determinata a mantenere i tassi a livelli elevati per contenere le pressioni inflazionistiche. Ciò significa che **le aziende si trovano ad affrontare la prospettiva di una generazione di flussi di cassa compromessa dal significativo aumento dei costi di interesse**. Di conseguenza, quanto più ci si avvicina alla scadenza del debito, tanto maggiore è il rischio associato a una struttura di capitale con una leva finanziaria eccessiva e senza generazione di flussi di cassa in vista.

**Il costo medio di finanziamento degli High Yield statunitensi è inferiore al 6%, con gli emittenti che sono riusciti a rifinanziare e a estinguere le obbligazioni quando i tassi erano bassi nell'era post-Covid**. Ciò ha contribuito a far calare drasticamente l'offerta di nuove emissioni negli ultimi 18 mesi e non si intravedono prospettive immediate di un rialzo sostanziale delle cedole medie, dato che i volumi delle nuove emissioni dovrebbero rimanere contenuti anche nel prossimo anno.

**3. Il picco di insolvenza nel settore del debito privato potrebbe superare il 10%, mentre l'High Yield statunitense potrebbe subirne solo la metà.**

Le aspettative tradizionali per un ciclo di insolvenza High Yield prevedono un tasso di default superiore al 10% in caso di recessione. Se si considera la limitata generazione di flussi di cassa e la flessibilità finanziaria dei mutuatari del mercato medio, combinate con la dipendenza da (in molti casi) un solo finanziatore per il salvataggio, un'aspettativa di inadempienze superiori al 10% è ben fondata. Molte delle transazioni strutturate in questo spazio sono prestiti unitranche, senza titoli che assorbono le perdite al di sotto del prestito di debito privato nella struttura del capitale.

Di conseguenza, **le aspettative di recupero per questi investimenti sono probabilmente inferiori rispetto agli investimenti in tranche garantite sul mercato pubblico.** A conferma di questo punto di vista, nell'attuale ciclo stiamo già assistendo a insolvenze di leveraged loan ben superiori a quelle di obbligazioni high yield, e i mutuatari del credito privato dovrebbero andare peggio dei loro omologhi del mercato pubblico dei leveraged loan.

Al contrario, **ci aspettiamo che le insolvenze dei titoli high yield siano significativamente inferiori rispetto alle recessioni passate.** Ciò è dovuto ad alcune ragioni particolari. In primo luogo, **il portafoglio di scadenze delle obbligazioni High Yield statunitensi è molto ridotto rispetto agli standard storici.** Meno di 20 miliardi rimangono per quest'anno e i circa 50 miliardi di dollari nel 2024 rappresentano una piccola frazione dell'asset class ad alto rendimento statunitense da 1,4 miliardi di dollari. In sostanza, **c'è ben poco su cui fare default nei prossimi trimestri.** In secondo luogo, la leva finanziaria degli High Yield statunitensi è inferiore a 4x, il livello più basso dai tempi della crisi finanziaria.

Ciò è **in netto contrasto con il settore dei prestiti diretti**, dove la leva finanziaria totale (esclusi gli addback) è in media superiore a 6x. Infine, molte società con modelli di business in crisi, per le quali gli investitori si aspettavano un'insolvenza, sono già andate in default nel 2020.

**4. Molte delle qualità che rendevano attraente lo spazio del debito privato si sono deteriorate negli ultimi tempi.**

Un tempo gli investitori in debito privato ottenevano pacchetti di covenant molto migliori, che garantivano un'ottima protezione dei creditori. Questi pacchetti si sono indeboliti in modo sostanziale negli ultimi anni, poiché **l'afflusso di denaro nel credito privato ha portato a un indebolimento degli standard di sottoscrizione**. **Un altro vantaggio dell'investimento nel credito privato è legato al significativo aumento degli spread rispetto allo spazio dei prestiti a leva**. Cinque anni fa, si poteva facilmente ottenere un compenso extra di 300 pb. Questo vantaggio di remunerazione è diminuito notevolmente negli ultimi anni, poiché la concorrenza per le attività ha portato a prezzi superiori di soli 100-150 pb rispetto ai livelli dei prestiti a leva e, in alcuni casi, sono alla pari.

Se si fa un confronto con lo spazio HY statunitense, i cui rendimenti si aggirano intorno al 9%, la leva finanziaria è nettamente inferiore e il rating creditizio medio è B+. Inoltre, **è possibile effettuare operazioni di trading in entrata e in uscita dalla asset class, anziché rimanere intrappolati in investimenti altamente illiquidi**. Sebbene si possa assistere alla volatilità del mark to market, si beneficia della trasparenza dei prezzi. Al contrario, gli investitori in fondi di direct lending si cullano nell'autocompiacimento, poiché **i prestatori raramente svalutano i prestiti fino a quando non sono già considerati in sofferenza**. Infine, **si può disporre di un pool di investitori molto più ampio** su cui fare affidamento se un emittente si trova in difficoltà, **cosa che potrebbe fare una grande differenza in caso di recessione.**