

# La protezione contro i tassi in rialzo è ancora un possibile fattore di diversificazione

## M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

Team Wholesale Public Fixed Income di M&G

Dicembre 2022

- I **titoli a tasso variabile** (FRN) potrebbero **beneficiare** di ulteriori **rialzi dei tassi di interesse** da parte delle banche centrali, data la natura variabile delle cedole (ovvero i pagamenti regolari di interessi), **proteggendo** nel contempo il **capitale** degli investitori.
- Gli **spread del credito** (che corrispondono alla differenza di rendimento fra i titoli governativi e quelli societari e misurano l'appetito per il rischio degli investitori) sembrano **scontare un atterraggio duro**, sebbene le aspettative di consenso puntino a recessioni lievi nella maggior parte delle economie, e questo a nostro avviso crea un potenziale di guadagni maggiori in prospettiva.
- La **gestione attiva** può aiutare a **mitigare i rischi del portafoglio** in un ambiente recessivo, riducendo o evitando l'esposizione ai settori ciclici e agli emittenti in difficoltà finanziarie.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbe diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

### Un anno di tenuta per i titoli FRN HY

Finora il 2022 è stato un anno brutale per molti investitori obbligazionari, che in molti casi hanno subito perdite a doppia cifra sui mercati dei titoli governativi e societari. Tuttavia, i **titoli a tasso variabile di categoria high yield** (FRN HY) si sono dimostrati **eccezionalmente resilienti**, in virtù di fattori quali l'**esposizione nulla al rischio di duration** (le variazioni dei tassi di interesse non incidono, dal momento che le cedole erogate variano di pari passo con i tassi di mercato), i **rendimenti superiori**, il **beta di spread** (che misura la volatilità degli spread creditizi) inferiore rispetto all'universo HY in generale, e **la domanda tuttora robusta** da parte degli investitori ([Grafico 1](#)).

Durante questo periodo, appare giustificata la nostra decisione di **posizionare il portafoglio** in modo più **difensivo** in confronto all'indice (per esempio, assumendo posizioni in società meno sensibili alla volatilità dei prezzi delle commodity), dato che **alcuni emittenti e settori** sono **più esposti** di altri alle **pressioni inflazionistiche** e agli **shock di offerta**. Tuttavia, la **performance relativa** è stata **bilanciata** dalle **posizioni sintetiche HY a tasso variabile**, costruite per incrementare la liquidità del portafoglio. Le posizioni sintetiche utilizzano i derivati (strumenti il cui valore deriva da quello di un asset sottostante) per replicare la performance dei titoli sottostanti.

Grafico 1 | I titoli a tasso variabile (FRN HY) hanno ampiamente sovraperformato le obbligazioni a tasso fisso

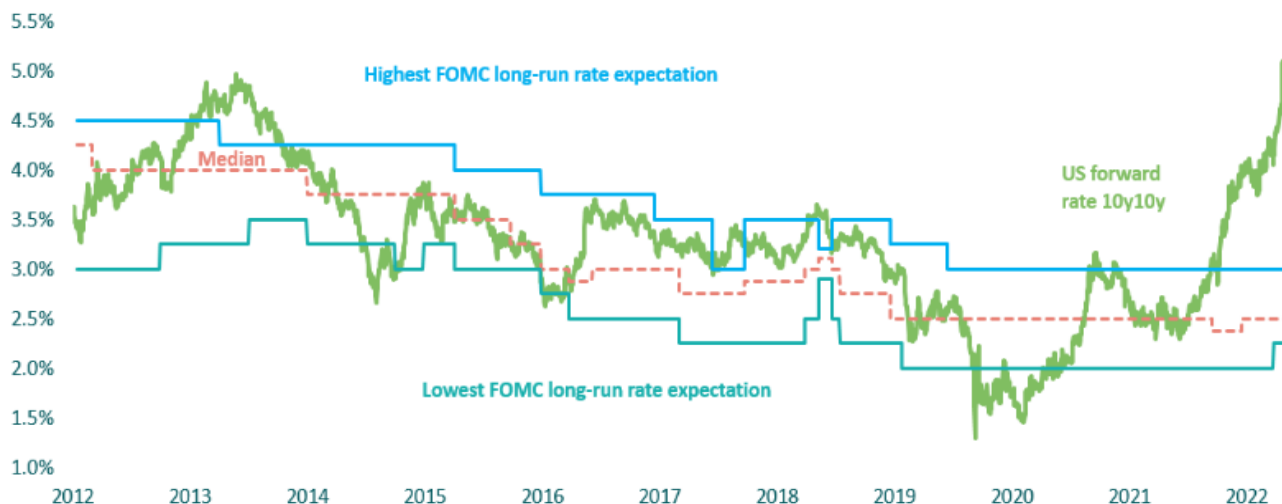


Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: indici ICE Bank of America, 31 ottobre 2022. Rendimento coperto in USD. HY globale: indice ICE BoA Global High Yield. FRN HY globali: indice ICE BofA Global High Yield Floating Rate Loan (3% Constrained). HY USA: indice ICE BoA US High Yield. HY europeo: indice ICE BoA European High Yield.

Grafico 2 | Rendimenti attesi contro aspettative di lungo termine della Fed

Rendimento forward a 10 anni dei Treasury USA a 10 anni



A soli fini illustrativi. Le informazioni sono soggette a modifica e non sono garanzia dei risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, Federal Reserve, 4 novembre 2022

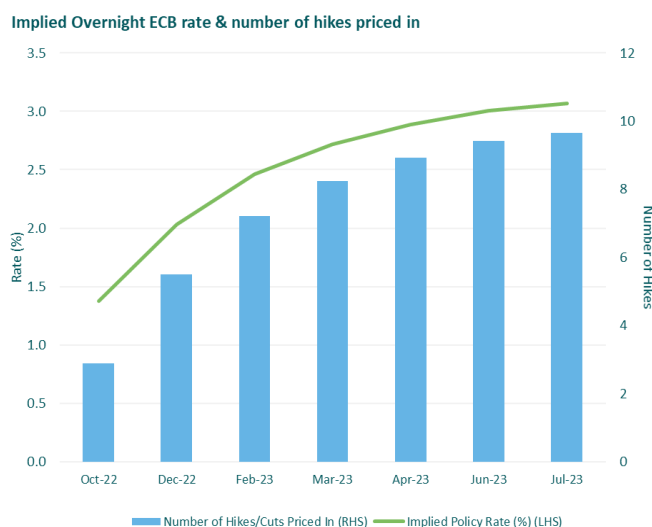
### I rialzi dei tassi non sono già scontati nei titoli FRN HY?

La risposta breve è no. Le **cedole dei titoli FRN** in genere **aggiornano ogni tre mesi in linea con i tassi di riferimento** a pronti: ciò vuol dire che i prezzi di queste obbligazioni non riflettono le aspettative sui tassi oltre tale periodo, dal momento che il **prezzo di un'obbligazione è calcolato applicando il tasso di sconto alla somma delle relative cedole e del rimborso del capitale**. Al contrario, i prezzi delle obbligazioni a tasso fisso sono sensibili alle variazioni

dei tassi di sconto attesi durante l'intera durata dei rispettivi cashflow. Un incremento dei saggi da parte della banca centrale atteso fra sei mesi, per esempio, non sarà riflesso nel prezzo odierno di un titolo FRN HY.

Questo vuol dire che **c'è spazio per un ulteriore incremento delle cedole sui titoli FRN HY se le banche centrali continuano a incrementare i tassi di interesse**, come i mercati attualmente si aspettano che accada, mentre il **capitale degli investitori è protetto dall'assenza di rischio di duration** (Grafici 2 e 3). Gli investitori in obbligazioni a tasso fisso devono invece affrontare una situazione in cui i rendimenti cominciano ad apparire più allettanti in termini nominali, ma i rischi per il capitale persistono se le banche centrali sono costrette a innalzare i tassi più di quanto attualmente previsto per contrastare l'inflazione.

Grafico 3 | Tasso BCE implicito e numero di rialzi scontati



A soli fini illustrativi. Le informazioni sono soggette a modifica e non sono garanzia dei risultati futuri.

Fonte: M&G, Bloomberg, 30 settembre 2022 (ultimi dati disponibili).

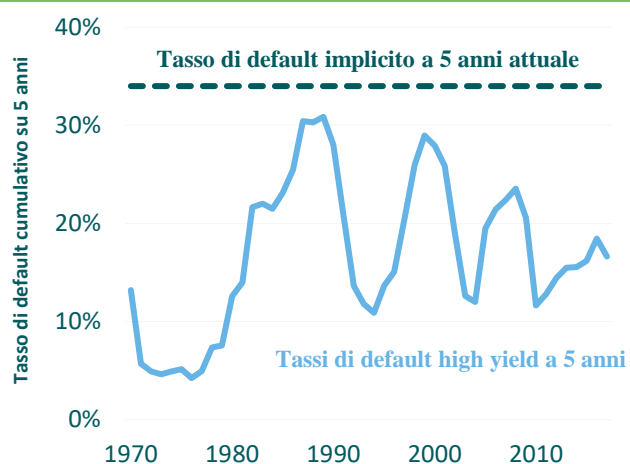
### Probabile una recessione lieve, ma i mercati scontano tassi di default superiori alla media

Gli **emittenti high yield sono per definizione più esposti ai rischi di default** rispetto ai loro corrispettivi investment grade, ma dal nostro punto di vista **è possibile che i mercati si siano spinti troppo** oltre scontando tassi di default superiori alla media, dato che le **aspettative di consenso degli analisti indicano una recessione lieve** nelle economie di primo piano (Grafico 4).

Molti **emittenti** hanno iniziato il 2022 con **bilanci relativamente robusti**, dopo la drastica riduzione della leva netta e l'incremento della copertura degli interessi in scia alla ripresa seguita ai lockdown anti-Covid.

Queste società sono quindi meglio posizionate per affrontare una fase di rallentamento dell'economia di quanto non fossero alla vigilia di molte recessioni passate.

Grafico 4 | Tasso di default cumulativo su 5 anni



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Deutsche Bank, ICE Bank of America, Moody's Research, 14 giugno 2022 (ultimi dati disponibili). Il calcolo ha utilizzato l'indice CDX HY con tasso di recupero presunto del 30%.

Nella **prima metà dell'anno**, gli **spread del credito** sui titoli FRN HY **si sono ampliati** da poco più di 400 punti base (pb) a oltre 800 pb. Siamo convinti che in molti casi questo **compensi abbondantemente i rischi di default**, mentre la **gestione attiva** ci consente di **evitare** o ridurre l'**esposizione alle società più rischiose**, come quelle in difficoltà finanziarie o che operano in settori ciclici.

Inoltre, **qualsiasi svolta verso una politica monetaria più accomodante potrebbe innescare una contrazione degli spread**.

## La selezione dei titoli bottom-up punta a mitigare i rischi

I **titoli a tasso variabile FRN** costituiscono un'**asset class globale** e molti emittenti hanno una presenza internazionale. Siamo sempre consapevoli delle tendenze macroeconomiche e settoriali, come riflette il posizionamento del portafoglio. Per esempio, abbiamo **assunto posizioni in società meno esposte ai prezzi volatili delle commodity**, come quelle attive nell'**istruzione**, nella **finanza** e nell'**area TMT** (come tecnologia, media e telecomunicazioni), riducendo nel contempo l'esposizione ai rivenditori al dettaglio.

Nel contempo, crediamo che i **fattori di performance** più significativi per le singole posizioni saranno i fondamentali dell'emittente (come cashflow e utili) e l'eventuale **protezione strutturale offerta dall'obbligazione**. L'**analisi del credito di tipo bottom-up** resta quindi il **fulcro** del nostro approccio **per costruire un portafoglio di FRN HY** che possa risultare performante nell'arco dell'intero ciclo di credito, inclusa un'eventuale fase di rallentamento dell'economia.

Preferiamo investire in **debito garantito senior** (assistito da un collaterale) di società che dispongono di asset consistenti, dato che queste **caratteristiche** di solito **offrono maggiore protezione dai ribassi** e un potenziale di **recupero più solido in caso di default**.

Grafico 5 | Scenari di rendimento potenziale per le FRN HY a fronte di spread creditizi e tassi d'interesse variabili, con copertura in USD (caso migliore evidenziato in azzurro)

		Variazione degli spread creditizi (%)								
		-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
Variazione dei tassi di interesse (%)	-1,0	13,6	12,2	10,7	9,3	7,9	6,4	5,0	3,6	2,1
	-0,5	13,7	12,3	10,8	9,4	8,0	6,5	5,1	3,7	2,2
	0,0	13,8	12,4	10,9	9,5	8,1	6,6	5,2	3,8	2,3
	0,5	14,3	12,9	11,4	10,0	8,6	7,1	5,7	4,3	2,8
	1,0	14,8	13,4	11,9	10,5	9,1	7,6	6,2	4,8	3,3

Fonte: indice ICE Bank of America Global High Yield Floating Rate Loan (3% Constrained), 23 novembre 2022. Ipotesi basata su un tasso di default del 3%, con tasso di recupero medio del 60% per il mercato high yield a tasso variabile. Si presume un movimento parallelo sulla curva dei rendimenti. Il tasso d'interesse è il SOFR.

Questa tabella è inserita a soli fini illustrativi e si basa su presunzioni rappresentative. Non è una proiezione né una garanzia di risultati futuri. Non è possibile investire in un indice.

Inoltre abbiamo cercato di **evitare le società dell'indice in difficoltà finanziarie**, come quelle attive nei settori dei ricambi per auto o dei viaggi, per ridurre il rischio di ribasso potenziale. L'**attività sul mercato secondario** (su cui sono scambiate le obbligazioni già in essere) è **stata intensa** per tutto il 2022; tuttavia, i nostri sforzi sono diretti anche a **incrementare la liquidità** e la **diversificazione** del portafoglio, creando un'**esposizione sintetica i titoli FRN HY attraverso la vendita di credit default swap**, che dà accesso al mercato high yield in generale, abbinata all'acquisto di FRN del Tesoro USA, a fini di protezione dai tassi e di esposizione alla cedola a tasso variabile.

## Il tema FRN è ancora valido

Siamo convinti che il tema FRN sia ancora in gioco, con i futuri rialzi dei tassi non ancora incorporati in questi strumenti e l'aumento delle cedole potenzialmente interessante che si prospetta. Analogamente, **nonostante le criticità di breve termine** dovute all'andamento dell'economia e alle condizioni di prestito più rigide, **gli spread creditizi nel segmento high yield sembrano riflettere l'ipotesi di un atterraggio duro**, con quello che ci sembra **un eccesso di pessimismo** alla luce del contesto economico attuale.

Considerando il reddito reale più elevato offerto dai titoli FRN HY, la maggiore schermatura dalla duration in caso di politiche più aggressive delle banche centrali e lo status di debito senior garantito, l'**asset class si conferma** un potenziale **elemento di diversificazione e stabilità** nei

portafogli obbligazionari, per di più in grado di **offrire protezione al ribasso nelle future fasi di volatilità**.

In prospettiva, crediamo quindi che sarà **importante mantenere la liquidità in portafoglio** per cercare di cogliere queste opportunità, **evitando nel contempo gli emittenti che ci sembrano più a rischio di subire pressioni accentuate nel breve termine**. In uno scenario di recessione lieve, questo potrebbe mettere l'asset class in condizioni di generare ritorni attraenti nel periodo successivo.

## M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

Il fondo mira a fornire una combinazione di crescita del capitale e reddito per ottenere un rendimento superiore a quello del mercato delle obbligazioni high yield globali a tasso variabile (misurato dall'indice BofA Merrill Lynch Global Floating Rate High Yield (3% Constrained) USD Hedged) nell'arco di cinque anni. Almeno il 70% del fondo è investito in notes a tasso variabile (FRN) di tipo high yield, con un focus su FRN emesse da imprese con merito di credito poco elevato, che pagano normalmente un interesse più alto per compensare il maggior rischio di default assunto dagli investitori. Il fondo può investire parte del patrimonio in altri asset obbligazionari, come i titoli di Stato. L'esposizione agli asset si ottiene sia attraverso l'uso di posizioni fisiche, sia con il ricorso a strumenti derivati.

Performance del fondo (p.a.)

Rendimento (%)	Da inizio anno all'ultimo trimestre	Da inizio anno	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni
Classe A-H in EUR Acc.	-7,4	-3,8	-3,2	0,1	0,1	N/A
Benchmark*	-6,1	-2,5	-1,7	2,1	2,2	N/A

Rendimento (%)	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Classe A-H in EUR Acc.	4,5	-0,8	4,3	-2,6	1,6	6,5	-0,4	N/A	N/A	N/A
Benchmark*	6,6	2,0	6,8	-1,3	2,7	11,1	-0,7	2,1	N/A	N/A

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

\*Benchmark = indice BofA Merrill Lynch Global Floating Rate High Yield (3% Constrained) USD Hedged. Il benchmark è l'indice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield (EUR Hedged) fino al 1 aprile 2016 e l'indice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (EUR Hedged) successivamente a quella data. Il benchmark è un indice comparativo rispetto al quale viene misurata la performance del fondo ed è stato scelto come riferimento di questo fondo in quanto ne riflette in modo ottimale la politica d'investimento. Il benchmark viene utilizzato esclusivamente per misurare la performance del fondo e non comporta vincoli per la costruzione del portafoglio. Il fondo è gestito attivamente. Il gestore decide in piena libertà quali investimenti acquistare, detenere e vendere per il fondo, la cui composizione può quindi discostarsi in misura significativa da quella del benchmark. I risultati ottenuti prima del 21 settembre 2018 sono quelli della classe di azioni A-H in EUR ad accumulazione di M&G Global Floating Rate High Yield Fund, fondo OEIC autorizzato nel Regno Unito e incorporato in questo fondo tramite fusione in data 7 dicembre 2018. Le spese e le aliquote fiscali potrebbero essere diverse.

Fonte: Morningstar, Inc e M&G, al 30 novembre 2022. La performance è calcolata con reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta. La performance del benchmark è indicata in EUR.

## Rischi principali del fondo

- Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati da tassi d'interesse, inflazione e rating di credito. È possibile che gli emittenti delle obbligazioni non paghino gli interessi o non rimborsino il capitale. Tutte queste eventualità possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute dal fondo.
- Le obbligazioni ad alto rendimento comportano solitamente un rischio maggiore che gli emittenti delle obbligazioni non siano in grado di pagare gli interessi o rimborsare il capitale.
- Il fondo può fare ricorso a derivati per trarre vantaggio da un aumento o da un calo imprevisti del valore di un'attività. Se il valore di un'attività subisce una variazione imprevista, il fondo subirà una perdita. L'utilizzo di derivati da parte del fondo può essere ampio e superare il valore del suo patrimonio (leva finanziaria). L'effetto che ne deriva è un'amplificazione delle perdite e degli utili, con conseguenti maggiori fluttuazioni di valore del fondo.
- L'investimento nei mercati emergenti comporta un rischio di perdita maggiore riconducibile, tra gli altri fattori, a rischi economici, valutari, di liquidità e regolamentari. Potrebbero sorgere delle difficoltà di acquisto, vendita, custodia o valutazione degli investimenti in tali paesi.
- Il fondo è esposto a varie valute. Al fine di minimizzare, ma non sempre eliminare del tutto, l'impatto delle fluttuazioni dei tassi di cambio si fa ricorso a derivati.
- Il processo di copertura punta a minimizzare, ma non può eliminare, l'effetto delle fluttuazioni dei tassi di cambio sul rendimento della classe di azioni oggetto di copertura. La copertura limita altresì la capacità di guadagno riconducibile a fluttuazioni favorevoli dei tassi di cambio.

Ulteriori dettagli sui fattori di rischio applicabili al fondo sono riportati nel Prospetto del Fondo.

### Inoltre, è importante notare che:

Per questo fondo è consentito un ampio ricorso ai derivati.

Si prega di notare che investire in questo fondo significa acquisire quote o azioni di un fondo e non di una determinata attività sottostante come un immobile o le quote di una società, in quanto queste rappresentano soltanto le attività sottostanti detenute dal fondo.



**Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute.** Queste informazioni non costituiscono un'offerta o una sollecitazione di offerta per l'acquisto di azioni di investimento di uno dei Fondi qui citati. Gli acquisti relativi a un Fondo devono basarsi sul Prospetto Informativo corrente. Copie gratuite degli Atti Costitutivi, dei Prospetti Informativi, dei Documenti di Informazione Chiave per gli Investitori (KIID) e delle Relazioni annuali e semestrali sono disponibili presso M&G Luxembourg S.A. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: [www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it](http://www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it). **Prima della sottoscrizione gli investitori devono leggere il Prospetto informativo e il Documento di Informazioni Chiave per gli Investitori, che illustrano i rischi di investimento associati a questi fondi e che descrivono i diritti degli investitori.** Le informazioni qui contenute non sostituiscono una consulenza indipendente in materia di investimenti. M&G Luxembourg S.A. può decidere di terminare gli accordi presi per la commercializzazione in base al nuovo processo di revoca della notifica della direttiva sulla distribuzione transfrontaliera. Informazioni sulla gestione dei reclami sono disponibili in italiano presso [www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it/complaints-dealing-process](http://www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it/complaints-dealing-process). Questa attività di marketing è pubblicata da M&G Luxembourg S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.