

# M&G (Lux) Episode Macro Fund



## L'allocazione del patrimonio flessibile mette in luce il suo valore

David Fishwick, Head of Macro Investing, M&G Investments

Gennaio 2023

- Il **2022** ha evidenziato la **necessità** di adottare **strategie** di asset allocation altamente **flessibili**.
- L'uso dello **shorting** (ovvero il cercare di trarre vantaggio da un calo del prezzo di un titolo) e di **operazioni tattiche** ha giocato un **ruolo cruciale** nel generare **rendimenti fortemente positivi**.
- Non dobbiamo essere troppo convinti del fatto che il **contesto** vissuto lo scorso anno sia ormai alle nostre spalle.

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.

### Un contesto favorevole al nostro approccio

Nel corso del **2022** l'importanza di un'**allocazione patrimoniale attiva e flessibile** è divenuta **evidente** per gli **investitori**.

La **flessibilità** e la **coerenza** della **strategia "episodica"** hanno permesso di affrontare in maniera adeguata la **volatilità accentuata** dei **prezzi** degli **asset** registrata lo scorso anno. Tra le posizioni adottate dal fondo figurano alcune delle **esposizioni corte più ampie** che il portafoglio abbia mai assunto sulle **obbligazioni**, le **prime posizioni azionarie corte** in oltre un decennio e un **breve periodo interamente investito in liquidità** prima di passare tatticamente a **posizioni lunghe** nel **quarto trimestre**.

#### La sfida per le strategie passive long-only

In controtendenza rispetto all'esperienza di molti investitori, l'**anno scorso** sono state registrate **perdite a doppia cifra** sia sui **mercati azionari** che su quelli **obbligazionari globali**, la prima volta dal 1994 in cui si sono verificati cali sia sull'indice MSCI World che sul Barclays Aggregate.

I cinque anni peggiori per le obbligazioni globali dal 1990

	Obbligazionario globale	Azionario globale
2022	-11%	-16%
1994	-4%	-1%
2021	-1%	24%
2013	0%	29%
1999	1%	28%

<sup>1</sup>"L'asset allocation attiva è più importante che mai", febbraio 2021. "L'importanza della flessibilità", luglio 2022.

Fonte: Bloomberg, 3 gennaio 2023. "Obbligazionario globale" = Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index (Hedged), "Azionario globale" = MSCI World Net Total Return (local).

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Come discusso nelle note precedenti<sup>1</sup>, questo **contesto** ha offerto alla **gestione attiva** l'**opportunità** ideale per mettere in luce il suo **valore**. Con ciò facciamo riferimento a **strategie dinamiche, selettive** e in grado di **proteggere gli investitori** da **perdite** potenzialmente permanenti.

È emerso inoltre un ambiente composto da **condizioni** particolarmente **favorevoli** al nostro **approccio "episodico"**, che mira a **sfruttare** le **reazioni emotive e comportamentali** degli **investitori** rispetto agli **eventi del mercato**. Il **disallineamento** dei **prezzi** dovuto a **fattori comportamentali** è stato notevole e la **volatilità** ha generato **opportunità tattiche**, mentre molti approcci di investimento tradizionali hanno arrancato.

#### Che cosa costituisce un "episodio"?

Gli episodi sono opportunità di investimento create dai pregiudizi *emotivi* e *comportamentali* degli investitori.

Una dinamica episodica comune consiste in reazioni dettate dal panico e nel concentrarsi sul breve termine in periodi di stress del mercato. I movimenti di prezzo rapidi e le valutazioni interessanti offrono alla strategia l'opportunità di andare controtendenza.

Gli episodi possono anche manifestarsi come eccessivo ottimismo o euforia. Gli investitori che si godono il momento, o che sono ancorati all'esperienza passata, possono talvolta sottovalutare le cattive notizie, offrendo l'opportunità di assumere posizioni corte su asset costosi.

## Come abbiamo generato la nostra performance

Le radici della **performance** del **fondo** nel **2022** risiedono nelle **condizioni di mercato** createsi nel **2021**, un anno frustrante per le strategie non disposte a sopportare le valutazioni costose di molti degli asset più brillanti in quel periodo.

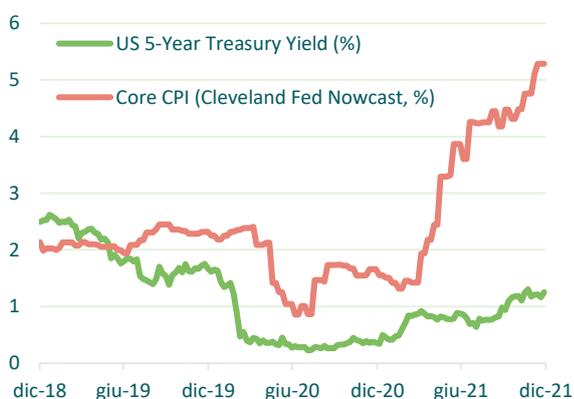
Questa riluttanza a partecipare ha rappresentato un **cambiamento** rispetto a gran parte del periodo successivo alla crisi finanziaria, in cui le **opportunità episodiche** erano derivate principalmente da **"acquisti dettati dal panico"**. Già prima della pandemia, gli investitori si erano scrollati di dosso gran parte della paura della volatilità e della negatività in generale. Le **valutazioni** non erano più evidentemente attraenti, si discuteva ampiamente di **"acquisti in occasione dei ribassi"** e le minacce di un aumento dei tassi cash erano state messe da parte, in quanto la "put della Fed" era ancora in gioco.

In queste condizioni, l'**approccio episodico** faceva intuire che i **rendimenti attesi** fossero ora probabilmente determinati da una **predisposizione ad assumere posizioni corte**: a noi è sembrato che gli **investitori** fossero diventati **eccessivamente ottimisti**.

### Shorting sui titoli di Stato

L'**area di sottovalutazione del rischio** più evidente all'**inizio del 2022** è stata quella dei **rendimenti dei titoli di Stato dei mercati sviluppati**. All'inizio dello scorso anno, anche con l'inflazione di fondo che toccava il 6%, i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a cinque anni (Treasury) restavano inferiori ai livelli pre-pandemici.

Rendimenti dei Treasury e IPC statunitense a fine 2021



Fonte: Refinitiv Datastream, Bloomberg, dicembre 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

L'approccio episodico non si basa sulla previsione dell'andamento futuro dell'inflazione. Bastava accorgersi

che tali rendimenti erano poco allettanti in quasi tutti gli scenari, per non parlare di quelli in cui l'inflazione era già elevata.

Nel corso del **2021**, il **fondo** è passato da un'**esposizione lunga alla duration** all'**inizio dell'anno**, a una **posizione neutrale** sulla **curva rispetto alla duration** (shorting sui Treasury a cinque anni e long sulle obbligazioni a 40 anni) e **infine** a una **duration corta** a tutti gli effetti. Nel **gennaio 2022**, questa **posizione corta (in Treasury a cinque anni)** è stata **aumentata al 200% 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. Investire nei mercati emergenti comporta un rischio di perdita maggiore in quanto potrebbe essere difficile acquistare, vendere, custodire o valutare gli investimenti in tali Paesi.

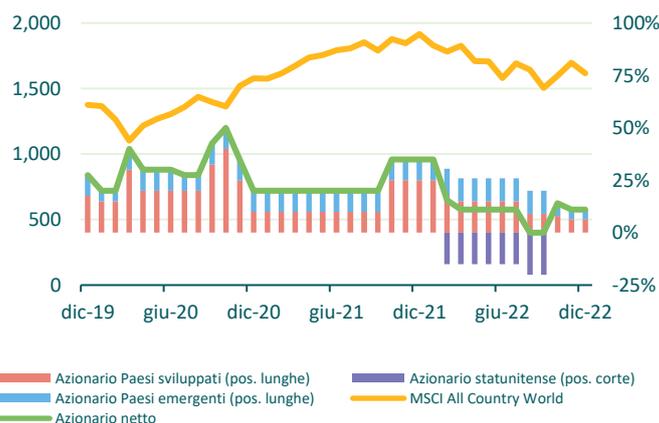
### Modifiche fortemente tattiche al portafoglio

Sebbene la **posizione corta** sulle **obbligazioni** abbia rappresentato un **fattore chiave** per la **performance nel 2022**, **non si è trattato di una posizione statica**.

La **volatilità dei mercati** ha fatto sì che la **quantità di patrimonio allocata ai temi chiave del portafoglio variasse considerevolmente**. Ad esempio, abbiamo **eliminato la posizione corta sul reddito fisso** all'inizio di maggio, consentendo al portafoglio di evitare il rally del mercato ribassista, prima di ripristinarla a fine mese. La **posizione** è stata inoltre **diversificata con l'introduzione di posizioni corte in titoli di Stato tedeschi e italiani** in quel periodo.

Il **fondo** è stato molto **dinamico** anche nel **settore azionario**. L'**esposizione al mercato statunitense** è passata **da lunga a corta** all'inizio dell'anno. L'**esposizione azionaria complessiva** è passata **da nettamente lunga a neutrale** in **agosto e settembre**, prima che il fondo tornasse ad assumere **posizioni lunghe** sia in **obbligazioni** che in **azioni alla fine di ottobre**.

Esposizione azionaria del fondo negli ultimi tre anni



Fonte: Refinitiv Datastream, M&G, gennaio 2023.

In alcuni momenti il fondo potrebbe presentare un'elevata concentrazione in un numero esiguo di investimenti o aree del mercato, il che può determinare ampie oscillazioni di prezzo sia verso l'alto che verso il basso. Il fondo può essere esposto a diverse valute. Le variazioni dei tassi di cambio possono incidere negativamente sul valore dell'investimento.

Le **decisioni di investimento** vengono prese con un approccio **top-down**, analizzando le tendenze macroeconomiche e tipicamente espresse attraverso strumenti derivati altamente liquidi a livello di paese o di settore (il cui valore dipende da quello di un'attività sottostante come un'azione o un'obbligazione). Questo approccio, impiegato fin dalla fine degli anni Novanta, è utilizzato da diversi investitori come strategia macro a pieno titolo, come fattore di diversificazione oppure come overlay di asset allocation all'interno dei portafogli.

Il fondo può fare uso di derivati per trarre vantaggio da un atteso aumento o calo di valore di un asset. Tuttavia, se il valore dell'asset varia in maniera diversa da quella prevista, subirà una perdita. Il ricorso ai derivati può essere consistente e superare il valore del patrimonio del fondo (leva), situazione che amplifica l'entità delle perdite e dei guadagni determinando oscillazioni più ampie del valore del fondo.

### Temi valutari

L'**approccio episodico** alla **gestione delle valute** si basa sul cosiddetto "**carry**", ossia il rendimento ottenuto dalla detenzione di una particolare valuta, derivante dalle differenze di tasso di cambio e di interesse tra quella valuta e le altre. Tuttavia, piuttosto che acquistare un paniere di valute a carry elevato, le **posizioni valutarie** vengono **gestite attivamente**, cercando episodi di trauma dei tassi e valutando il contesto macroeconomico.

Nel **2022** questo approccio (evitare l'esposizione corta al dollaro USA sostenendo al contempo i mercati emergenti) ha prodotto un modesto **rendimento positivo**. Le valute di finanziamento, come l'euro, il dollaro di Taiwan e la sterlina britannica, in cui abbiamo assunto posizioni corte, hanno perso terreno rispetto a quelle in cui abbiamo assunto esposizioni lunghe. Abbiamo eliminato l'esposizione corta alla sterlina dopo il forte calo di settembre; successivamente abbiamo aggiunto posizioni lunghe sullo zloty polacco e sul fiorino ungherese.

### Cosa ci aspetta?

L'**eccessivo ottimismo** degli investitori sul percorso a breve termine dei tassi di interesse è stato **fortemente scosso** dal **quarto trimestre del 2022** e, nel guardare al 2023, il **portafoglio** è **posizionato** in modo più **cauto**. In ottobre abbiamo colto l'opportunità tattica di assumere **posizioni**

**lunghe sia sui Treasury che sulle azioni**, con conseguenti **rendimenti positivi** nell'**ultimo trimestre del 2022**. Con la conclusione dell'episodio, abbiamo conseguentemente ridotto l'esposizione.

Sebbene ci sia molta negatività sulle prospettive di crescita, ci sono pochi segnali di capitolazione nei mercati degli asset. Al contempo, c'è un **forte consenso** sul fatto che l'**inflazione** abbia ormai **raggiunto** il suo **picco**, il che ha sostenuto i prezzi degli asset negli ultimi tempi. Le **valutazioni** sono **migliorate** quasi ovunque ma, come sempre, dipendono dal percorso dei tassi di interesse a pronti e dal livello di ottimismo sulle previsioni sugli utili.

L'**approccio episodico attuale** consiste quindi nel **posizionarsi** con un ampio **margin**e di **manovra** nel nostro **budget di rischio**, in modo da poter gestire le varie svolte, nel caso in cui il panico o l'eccessivo ottimismo tornassero nuovamente a dominare il comportamento del mercato.

## Performance

Performance del fondo su 5 anni (% p.a.)

	YTQ*	Da inizio anno	1 anno	3 anni p.a.	5 anni p.a.
EUR S-H Acc.	16,4	16,4	16,4	5,8	3,4
Benchmark (EUR)**	4,0	4,0	4,0	3,6	3,6

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Morningstar Inc., 31 dicembre 2022. Classi di azioni EUR S-H, reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta.

\* YTQ= al trimestre più recente- fine (Q4)

\*\* **Benchmark (EUR)** = ESTR +4-8%

Prima del 3 agosto 2021 il benchmark per le classi di azioni del fondo denominate in EUR era il LIBOR EUR a 3 mesi + 4%. A partire dal 3 agosto 2021 il benchmark è ESTR + 4-8%.

Il benchmark è un obiettivo che il fondo cerca di raggiungere. Il tasso è stato scelto come riferimento di questo fondo in quanto rappresenta un obiettivo di performance raggiungibile e riflette in modo ottimale la politica d'investimento del fondo stesso.

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 asset acquistare, detenere e vendere per il fondo.

La performance del Fondo fino al 26 ottobre 2018 si riferisce all'OEIC autorizzato nel Regno Unito confluito tramite fusione in M&G (Lux) Episode Macro Fund (SICAV di diritto lussemburghese) alla suddetta data. Le spese e le aliquote fiscali potrebbero essere diverse.

---

Performance per anno solare distinto su 10 anni (pa, %)

---

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Fondo (EUR)	16,4	-4,1	6,1	11,0	-10,3	7,7	8,9	1,4	10,0	6,4
Bmark (EUR)	4,0	3,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	4,0	4,2	4,2

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Morningstar Inc., 31 dicembre 2022, classi di azioni EUR S-H e USD S in EUR, reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta.

Prima del 3 agosto 2021 il benchmark per le classi di azioni del fondo denominate in EUR era il LIBOR EUR a 3 mesi + 4%. A partire dal 3 agosto 2021 il benchmark è ESTR + 4-8%. Per le classi di azioni denominate in USD, il benchmark era il LIBOR USD a 3 mesi + 4%; ora è SOFR + 4-8%. Il benchmark è un obiettivo che il fondo cerca di raggiungere. Il tasso è stato scelto come riferimento di questo fondo in quanto rappresenta un obiettivo di performance raggiungibile e riflette in modo ottimale la politica d'investimento del fondo stesso.

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 asset acquistare, detenere e vendere per il fondo.

La performance del Fondo fino al 26 ottobre 2018 si riferisce all'OEIC autorizzato nel Regno Unito confluito tramite fusione in M&G (Lux) Episode Macro Fund (SICAV di diritto lussemburghese) alla suddetta data. Le spese e le aliquote fiscali potrebbero essere diverse.

Per questo fondo è consentito un ampio ricorso ai derivati.

Investire in questo fondo significa acquisire unità o azioni in un fondo, e non in un dato asset sottostante come un edificio o le azioni di un'impresa, in quanto questi sono unicamente gli asset sottostanti posseduti dal fondo.

Altri rischi associati al fondo sono riportati nel rispettivo Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID).



---

**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.