

Reddito fisso in un ambiente di inflazione in aumento

Public Fixed Income M&G

Marzo 2021

- La prospettiva di un'**inflazione più calda** sta richiamando l'attenzione degli investitori, nel contesto caratterizzato dagli **stimoli fiscali** e **monetari** senza precedenti e dalla **riapertura delle economie** in tutto il mondo.
- Anche se tradizionalmente l'inflazione è vista come un fattore negativo per le obbligazioni, esistono diverse **strategie obbligazionarie** che potrebbero offrire **protezione** o anche essere **avvantaggiate** durante un periodo di rialzo dell'inflazione.
- Accanto alle obbligazioni indicizzate tradizionali, mettiamo in evidenza **vari altri asset a reddito fisso** che consideriamo in grado di **compensare** l'impatto negativo dei **prezzi in ascesa**.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbero 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.

Finalmente un ritorno dell'inflazione?

Negli ultimi mesi l'attenzione degli investitori si è concentrata sulla prospettiva di un'inflazione più calda e le relative implicazioni per i mercati finanziari. In effetti, ci sono diversi fattori in grado di spingere il livello dei prezzi verso l'alto, a cominciare dall'ingente stimolo fiscale e monetario, unito al rilascio della domanda accumulata con la graduale riapertura delle economie in tutto il mondo. A fronte di ciò, alcuni aspetti a più lungo termine, come il danno economico potenzialmente provocato dalla pandemia, potrebbero attenuare le pressioni inflative appena i pacchetti di stimolo si esauriranno.

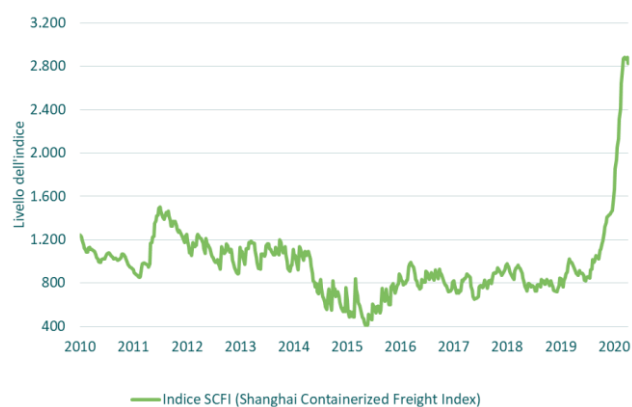
Anche se tradizionalmente l'inflazione è vista come un fattore negativo per le obbligazioni, proponiamo di seguito una panoramica di strategie e strumenti obbligazionari capaci di offrire protezione e potenzialmente essere avvantaggiati durante un periodo di rialzo dell'inflazione.

La tesi pro-inflazione

- **Livelli di stimolo senza precedenti da parte di governi e banche centrali di tutto il mondo.** Un dato importante è che stiamo osservando una combinazione di stimoli monetari e fiscali, diversamente da quanto accaduto nel decennio successivo alla crisi finanziaria, quando la politica monetaria espansiva era associata a una linea di rigore fiscale e politiche di austerità da parte dei governi.

- **È probabile un rimbalzo robusto dell'economia con il graduale ritiro delle misure restrittive anti-Covid.** La ripresa potrebbe ricevere ulteriore impulso dal rilascio della domanda accumulata, visti i livelli record di risparmi delle famiglie in molte parti del mondo. I possibili colli di bottiglia nella catena di fornitura globale, coi produttori che faticano a soddisfare la domanda, rischiano di essere un'altra fonte di pressione inflazionistica.
- **Nel breve termine, ci sono vari altri fattori che potrebbero spingere l'inflazione verso l'alto**, come gli effetti base derivanti dai bassi prezzi delle commodity nel 2020 e i costi di spedizione più elevati dovuti alla carenza di container ([Grafico 1](#)). Guardando avanti, vorremmo anche sottolineare la prospettiva di aumenti del salario minimo negli Stati Uniti e altri rincari dei prezzi alimentari in tutto il mondo.
- **In un orizzonte di lungo periodo, la necessità di affrontare l'enorme debito governativo** potrebbe incentivare le banche centrali a consentire che i prezzi si scaldino leggermente senza rispondere con gli abituali incrementi dei tassi d'interesse. Abbiamo già visto la Federal Reserve abbandonare l'obiettivo di inflazione del 2% per puntare piuttosto a una media di lungo periodo, per avere la libertà di lasciar correre un po' i prezzi dopo un periodo di inflazione più bassa.

Grafico 1 | I costi di spedizione sono più che triplicati rispetto a un anno fa



Fonte: Bloomberg, dato sui costi di spedizione al 10 febbraio 2021.

La tesi anti-inflazione

- **Le forze poderose che hanno mantenuto bassa l'inflazione negli ultimi decenni, come la globalizzazione, l'invecchiamento delle popolazioni e la tecnologia, difficilmente invertiranno la rotta dall'oggi al domani.** Per questo bisognerebbe essere ragionevolmente certi che ci sia stato qualche cambiamento fondamentale nei meccanismi di funzionamento dell'economia globale, prima di preoccuparsi troppo di un rialzo sostenuto dell'inflazione.
- **Anche il potenziale danno economico duraturo provocato dalla pandemia può avere un impatto deflazionistico.** Non è affatto scontato che i lavoratori disoccupati o in cassa integrazione torneranno tutti al loro impiego precedente, mentre certi settori (a cominciare da quello delle attività commerciali con negozi fisici) potrebbero non riprendersi mai più completamente. Intanto, se la prassi di lavorare da casa dovesse diventare permanente, potremmo vedere una forte pressione al ribasso sui mercati degli affitti nei centri cittadini.

Con tutte queste forze inflative e deflative in gioco, il percorso futuro dell'inflazione sarà imprevedibile come è sempre stato. Indubbiamente però dobbiamo riconoscere che questa è la prima volta da molti anni in cui abbiamo visto emergere diverse condizioni in grado di spingere verso l'alto il livello dei prezzi, almeno nel breve termine. Alla luce di queste incertezze, riteniamo prudente includere almeno un minimo di protezione contro l'inflazione all'interno di un portafoglio ben equilibrato.

Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati dai tassi d'interesse, dall'inflazione e dai rating del credito. Può capitare che gli emittenti obbligazionari non siano in grado

di corrispondere gli interessi o di rimborsare il capitale. Tutti questi eventi possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute dal fondo. Le obbligazioni high yield comportano normalmente un rischio maggiore che gli emittenti dei titoli non siano in grado di corrispondere gli interessi o di rimborsare il capitale.

Investire nel reddito fisso in un ambiente di inflazione in aumento

Di solito l'inflazione viene vista come qualcosa di negativo per le obbligazioni, dato che erode il valore reale delle cedole fisse, in particolare nel caso delle lunghe scadenze che sono esposte all'inflazione elevata per un periodo protratto. In un contesto inflazionistico, le obbligazioni potrebbero essere penalizzate anche dal rialzo dei tassi d'interesse man mano che le banche centrali cominciano ad adottare una politica monetaria più rigida.

Tuttavia, esistono vari strumenti e strategie a reddito fisso che possono contribuire a bilanciare l'impatto negativo dell'inflazione e, in alcuni casi, persino beneficiare di un periodo di inflazione più calda. Di seguito descriviamo alcune delle principali strategie che potremmo implementare nei nostri fondi obbligazionari in un ambiente di reflazione.

Titoli di Stato indicizzati all'inflazione

Le obbligazioni legate all'inflazione rappresentano l'opzione più comune per proteggersi dal rialzo dei prezzi, dal momento che le cedole erogate vengono adeguate automaticamente in base a un parametro ufficiale dell'inflazione. Il mercato dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione copre una vasta gamma di emittenti sovrani e strumenti con scadenze diverse. Quando investiamo in questi asset, valutiamo il livello di inflazione scontato da un determinato titolo e lo confrontiamo con le nostre aspettative al riguardo: sulla base di questa analisi, cercheremo quindi di predisporre una protezione contro l'inflazione nella parte del mercato che presenta a nostro avviso le valutazioni più attraenti.

Obbligazioni societarie indicizzate all'inflazione

Anche le società emettono obbligazioni legate all'inflazione, sebbene questo mercato abbia dimensioni nettamente inferiori rispetto a quello dei linker governativi. I linker societari possono essere un'interessante fonte di rendimento aggiuntivo, in confronto a quello disponibile sui titoli di Stato legati all'inflazione. Per espandere questo universo, si possono usare anche i derivati in modo da creare obbligazioni societarie sintetiche legate all'inflazione, cosa che solitamente si fa vendendo protezione su un contratto CDS (credit default swap) per ottenere esposizione al titolo

societario, e abbinando questa operazione con titoli di Stato indicizzati che implicano il legame con l'inflazione.

Copertura della duration

I titoli indicizzati possono comportare un alto livello di rischio tassi d'interesse e quindi essere esposti al rialzo del costo del denaro, in particolare nel caso dei gilt, che solitamente hanno una scadenza molto lunga. Dato che i tassi d'interesse spesso aumentano in un contesto di inflazione in rialzo, può essere utile coprire in tutto o in parte l'esposizione di un'obbligazione ai tassi usando strumenti derivati come i futures o gli swap su tassi d'interesse.

FRN e credito a breve scadenza

L'inflazione costante accompagnata da crescita economica spesso agevola il credito, pertanto in questi periodi potremmo cercare di investire in emissioni societarie con una scarsa sensibilità ai movimenti dei tassi d'interesse. Per esempio, i titoli a tasso variabile (FRN) corrispondono a una cedola che viene regolarmente adeguata in base alle variazioni a breve termine dei tassi e possono quindi offrire una remunerazione maggiore in caso di rialzo di questi ultimi. Anche le obbligazioni societarie a scadenza ravvicinata dovrebbero mostrare una certa resilienza in un contesto di rendimenti in ascesa, proprio in virtù della duration naturalmente limitata.

Posizionamento settoriale e valutario

Un altro modo di sfruttare il riscaldamento dei prezzi a proprio vantaggio è investire in settori che secondo le previsioni dovrebbero comportarsi bene in un ambiente inflazionistico. Una possibilità è puntare sulle obbligazioni emesse da società tendenzialmente favorite dal rincaro delle commodity, come quelle attive nell'industria di base o nel settore dell'energia. Anche le banche e altre società finanziarie generalmente mostrano un buon andamento in un contesto più reflazionistico. In alternativa, alcune delle nostre strategie obbligazionarie flessibili potrebbero investire in valute che tendono a essere positivamente correlate con i prezzi delle commodity.

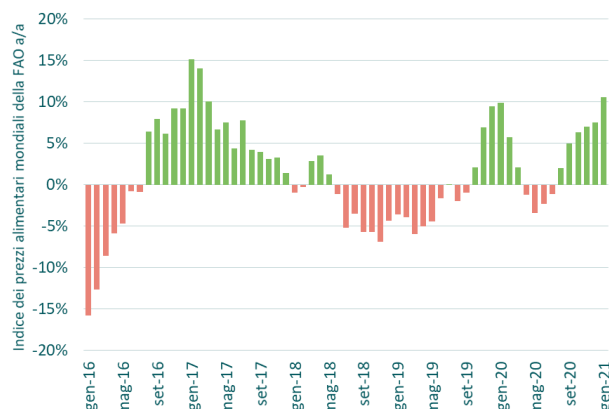
Cosa stanno facendo i nostri gestori

Wolfgang Bauer, gestore di M&G (Lux) European Inflation Linked Corporate Bond Fund

"Se e quando si potranno eliminare i lockdown anti-Covid in Europa, c'è motivo di credere che il rimbalzo dell'economia eserciterà una spinta verso l'alto dell'inflazione, che sarà ulteriormente accentuata nel breve termine dagli effetti base e dall'apprezzamento delle commodity ([Grafico 2](#)). I tassi di breakeven europei, pur

essendo aumentati nei mesi scorsi, offrono tuttora una protezione a buon mercato contro il rischio di aumento dell'inflazione. All'interno di M&G (Lux) European Inflation Linked Corporate Bond Fund, continuo a prediligere i titoli di Stato legati all'inflazione e il credito di alta qualità, mantenendo una duration breve per limitare l'impatto negativo di qualsiasi ulteriore rialzo dei tassi d'interesse."

Grafico 2 | I prezzi delle commodity in rialzo creano pressioni inflazionistiche a breve termine



Fonte: Bloomberg, 28 febbraio 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

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.

Jim Leaviss, gestore di M&G (Lux) Global Macro Bond Fund

"Attualmente vedo un certo valore nei titoli del Tesoro USA protetti dall'inflazione (TIPS), che a mio avviso offrono ancora un'assicurazione a basso prezzo contro il rischio di un contesto più inflativo negli Stati Uniti. All'interno di M&G (Lux) Global Macro Bond Fund mantengo un'esposizione anche a varie valute che dovrebbero beneficiare del recente apprezzamento delle commodity, come la corona norvegese e il dollaro australiano."

Il fondo è esposto a diverse valute. L'uso dei derivati è finalizzato a minimizzare l'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, anche se non sempre riesce a eliminarlo.

Matthew Russell, gestore di M&G (Lux) Short Dated Corporate Bond Fund

"M&G (Lux) Short Dated Corporate Bond Fund è investito in prevalenza in obbligazioni societarie a breve termine e FRN, strumenti che dovrebbero tenere bene in un ambiente inflazionistico, offrendo anche un rendimento interessante. In particolare, i titoli FRN presentano un buon potenziale di rialzo nel contesto attuale di bassi tassi d'interesse, dal momento che la cedola di un titolo FRN non può scendere sotto lo zero, a prescindere da quanto negativi diventino i tassi, mentre in teoria può aumentare in misura illimitata se i tassi salgono."

James Tomlins, gestore di M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

"Credo che i titoli FRN high yield si propongano come una soluzione attraente per sfruttare il tema della reflazione e ottenere protezione contro il rialzo dei tassi d'interesse. L'abbiamo visto a febbraio, quando i timori di inflazione hanno fatto scattare un'ondata di vendite sui titoli di Stato mondiali e, contrariamente a molti asset obbligazionari, i titoli FRN high yield sono apparsi resilienti nel periodo, con la caratteristica del tasso variabile che ha contribuito a bilanciare l'impatto negativo dei rendimenti in ascesa".

Altri rischi associati ai fondi citati sopra sono riportati nel rispettivo Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID).

Per questi fondi è consentito un ampio ricorso ai derivati.

Nota per M&G (Lux) European Inflation Linked Corporate Bond Fund:

il fondo può investire più del 35% del portafoglio in titoli governativi di uno o più Paesi tra quelli elencati nel prospetto informativo. Tale esposizione può essere combinata con l'uso di strumenti derivati nel perseguimento dell'obiettivo del fondo. Attualmente si prevede che l'esposizione del fondo a questi titoli potrebbe superare il 35% per quanto riguarda le emissioni del governo tedesco, anche se sono possibili delle variazioni, in base ai soli Paesi elencati nel prospetto.

Nota per M&G (Lux) Global Macro Bond Fund:

il fondo può investire più del 35% del portafoglio in titoli governativi di uno o più Paesi tra quelli elencati nel prospetto informativo. Tale esposizione può essere combinata con l'uso di strumenti derivati nel perseguimento dell'obiettivo del fondo. Attualmente si prevede che l'esposizione del fondo a questi titoli potrebbe superare il 35% per quanto riguarda le emissioni governative di Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, anche se sono possibili delle variazioni, in base ai soli Paesi elencati nel prospetto.

