

Il valore dell'asimmetria in primo piano



I convertibili hanno trionfato nel 2020

Team Global Convertibles di M&G

Febbraio 2021

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.

- Il **mercato delle obbligazioni convertibili** ha **beneficiato** di diversi fattori nel 2020, come la **maggiore volatilità** e l'alto numero di **emittenti tecnologici** e orientati alla **crescita**. La raccolta di capitali più consistente da molti anni a questa parte ha ampliato le dimensioni di questo segmento, insieme al ventaglio di opzioni disponibili per gli investitori.
- Il **team Global Convertibles di M&G** è stato **molto attivo** per mantenere il giusto livello di rischio e remunerazione nel portafoglio.
- In un **contesto di investimento migliorato**, ma ancora incerto, il profilo di rendimento asimmetrico degli asset convertibili (ossia la capacità di partecipare ai rialzi dei mercati azionari più che ai ribassi) a nostro avviso rende questi strumenti potenzialmente adatti a qualsiasi portafoglio.

Condizioni ideali per i convertibili

Come sappiamo, il 2020 è stato un anno senza precedenti per i mercati finanziari, in cui il crollo innescato dalla pandemia in tutto il mondo è stato seguito da un rimbalzo molto robusto degli asset rischiosi, situazione che ha creato un ambiente decisamente favorevole per le obbligazioni convertibili protagoniste di una performance strabiliante nel corso dell'anno.

L'asimmetria è stata di aiuto...

Il mercato dei convertibili ha beneficiato di vari fattori nel 2020 grazie alla struttura ibrida che caratterizza tali strumenti. Il fatto di condividere alcuni tratti sia con i titoli di debito che con quelli di capitale conferisce alle obbligazioni convertibili un profilo di rendimento asimmetrico, ossia la tendenza a partecipare più ai rialzi dei corsi azionari che non ai ribassi.

Per questo, quando i mercati finanziari sono precipitati a marzo del 2020, anche i convertibili hanno subito delle perdite ma non nella stessa misura, ricevendo sostegno dalle proprietà obbligazionarie. Successivamente, quando i prezzi azionari sono rimbalzati durante il resto dell'anno, il legame con le azioni ha consentito una piena partecipazione al recupero.

...e lo stesso vale per la composizione del mercato

Il mercato dei convertibili è stato avvantaggiato anche dal tipo di società rappresentate nell'asset class, che sono in prevalenza attive nella tecnologia e in altri settori con forte vocazione alla crescita, esattamente il tipo di aziende che hanno guidato il recupero dei mercati

finanziari nel 2020. Erano già numerosi in quest'area i titoli favoriti dalle ordinanze di restare a casa, come quelli emessi dai gruppi di e-commerce e dai fornitori di soluzioni per il lavoro, l'intrattenimento e la didattica online, e a questi si sono aggiunte le nuove emissioni di altre imprese che operano in settori simili, come la consegna di beni alimentari.

Molti nuovi convertibili sono stati emessi anche da società più tradizionali che si sono trovate a dover raccogliere capitali rapidamente, come nel caso delle compagnie aeree e di navigazione crocieristica. Tali emissioni sono rimbalzate vigorosamente quando gli investitori hanno spostato l'attenzione sulla ripresa economica che potrebbe essere sostenuta dallo stimolo fiscale e monetario unito alla distribuzione di vaccini efficaci.

Nell'insieme, tutto questo ha consentito al mercato dei convertibili di battere tutte le altre asset class nel 2020.

Si ricorda agli investitori che i convertibili sono soggetti ai rischi associati alle obbligazioni e alle azioni societarie, oltre che ai rischi specifici dell'asset class. Il loro valore può variare in misura significativa in base alle condizioni economiche e dei tassi d'interesse, all'affidabilità creditizia dell'emittente e alla performance delle azioni societarie sottostanti. Inoltre, gli emittenti di titoli convertibili potrebbero non rispettare gli obblighi di pagamento con conseguente declassamento del rating. Le obbligazioni convertibili potrebbero essere anche più difficili da vendere rispetto alle azioni sottostanti.

Grafico 1 | I convertibili hanno trionfato nel 2020



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: ICE Data Indices LLC, 31 dicembre 2020. Gli indici rappresentativi considerati sono: per i titoli di Stato globali, l'indice BofA Merrill Lynch Global Government; per l'investment grade globale, l'indice Global Links Corp (U.S.); per l'high yield globale, l'indice BofA Merrill Lynch Global High Yield; per le obbligazioni convertibili, l'indice BofA Merrill Lynch Global 300 Convertibles Bond; per l'azionario globale, l'indice MSCI AC World. Le convertibili bilanciate globali sono rappresentate dall'indice Refinitiv Global Focus Convertible.

A trainare i guadagni sono stati alcuni titoli specifici

Vale la pena di notare che la performance dei convertibili globali nel [Grafico 1](#) si basa su tutto l'universo convertibile seguito da BofA Global Research, che include molte emissioni con un'alta sensibilità all'azionario il cui andamento è quasi sovrapponibile a quello dell'azione sottostante. Questa tendenza, premiante quando i corsi azionari puntano verso l'alto, può esporre tali strumenti alla debolezza nei periodi in cui i prezzi virano al ribasso.

In effetti, i guadagni sono stati generati in larga misura da alcuni convertibili di dimensioni rilevanti con alta sensibilità azionaria, incluse tre obbligazioni emesse da Tesla, ma anche Sea, NIO e Pinduoduo in Asia e Microchip Technologies negli Stati Uniti hanno generato contributi notevoli.

Molti investitori, compreso il team Global Convertibles di M&G, prediligono i convertibili "bilanciati", che non sono troppo simili né alle azioni né alle obbligazioni e presentano un profilo di rischio/remunerazione più asimmetrico. L'indice Refinitiv Global Focus Convertibles, rappresentativo di questi titoli, esclude i convertibili con caratteristiche azionarie o obbligazionarie troppo marcate e ha realizzato comunque una performance straordinaria guadagnando quasi il 22% nel 2020, più di quasi tutte le altre asset class.

Emissione di convertibili alle stelle

Il 2020 è stato l'anno più ricco di nuove emissioni convertibili dal 2007, con una raccolta superiore a 158 miliardi di dollari USA. Molte delle società che si sono rivolte a questo mercato per finanziarsi avevano un bisogno disperato di liquidità per sopravvivere alla pandemia: è il caso delle compagnie aeree, ma anche di imprese attive nel settore dei viaggi e del tempo libero o nel commercio al dettaglio, che hanno tratto vantaggio dalla rapidità e relativa semplicità del processo necessario per emettere titoli convertibili, in confronto ad altri strumenti finanziari. Le società in condizioni di salute migliori, come per esempio quelle del settore sanitario o tecnologico, hanno approfittato della forte domanda degli investitori per raccogliere capitali in modo opportunistico.

Oltre all'alta esigenza di finanziamenti, hanno stimolato il lancio di nuovi convertibili anche altri fattori come la volatilità di mercato pronunciata e i tassi di interesse bassi abbinati agli spread del credito più ampi, che hanno reso più attraente emettere convertibili piuttosto che obbligazioni di tipo tradizionale. Il rimbalzo dei prezzi azionari nell'arco dell'anno ha ulteriormente incoraggiato le società a utilizzare questi strumenti.

Le aziende in difficoltà bisognose di contanti si sono mostrate disposte a emettere convertibili a condizioni vantaggiose per gli investitori, offrendo cedole più alte e premi di conversione inferiori rispetto ai livelli cui ci eravamo abituati, anche se a fine anno i covenant erano diventati meno favorevoli vista la domanda estremamente vivace da parte degli investitori.

Tutta questa emissione ha sovrastato i rimborsi e le conversioni che sono parte integrante dell'universo convertibile, pertanto le dimensioni del mercato sono cresciute. La maggiore liquidità, così come la scelta più ampia per gli investitori con l'arrivo sul mercato di aziende di tipologie diverse, non può che essere una buona notizia per l'asset class.

Molte di questi nuovi convertibili sono andati benissimo durante il deciso rimbalzo dei mercati azionari dagli abissi di marzo in piena pandemia, contribuendo alla performance positiva degli indici corrispondenti.

M&G (Lux) Global Convertibles Fund

È stato un anno molto positivo per M&G Global Convertibles Fund, che nell'arco dei 12 mesi ha generato una performance del 10,6% senza copertura e del 16,7% con copertura. L'euro si è nettamente rafforzato contro il dollaro statunitense, la sterlina e lo yen nel periodo, penalizzando le classi di azioni del fondo prive di copertura valutaria. A trainare la performance ha contribuito l'esposizione ai convertibili di emittenti tecnologici, del settore sanitario e dei servizi al consumo, con Chegg, EDF, Sea Ltd, II-VI e Sure First (in Shandong

Weigao Medical Polymers) in testa alla classifica dei risultati.

Tuttavia, il fondo ha sottoperformato l'indice comparativo Refinitiv Global Focus Convertibles, che ha reso il 15% senza copertura e il 21,5% con copertura. È interessante notare che il settore tecnologico è stato anche quello che più ha contribuito alla sottoperformance relativa, insieme ai beni di consumo e alle scienze dei consumi. Hanno avuto un ruolo determinante le posizioni non presenti nel fondo ma ampiamente ponderate nell'indice, come le convertibili di Tesla, Sea Ltd (che abbiamo detenuto per un certo periodo), Wayfair, Snap, Pinduoduo e Square, ma anche il sovrappeso su Vinci ha frenato la performance relativa.

Performance del fondo su 5 anni (%)

	2020	2019	2018	2017	2016
Fondo (EUR A)	10,6	11,5	-5,6	-4,9	4,5
Benchmark (EUR)	15,0	14,1	0,0	-3,7	3,2
Fondo (EUR A-H)	16,7	6,8	-10,2	2,2	2,0
Benchmark (EUR H)	21,5	10,1	-5,5	4,4	0,6

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Morningstar, 31 dicembre 2020, sulla base del prezzo di offerta, con reddito reinvestito. La performance del benchmark è indicata in EUR.

Benchmark = indice Refinitiv Global Focus Convertible Bond.

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. Per le classi di azioni senza e con copertura valutaria, il benchmark è indicato nella valuta della classe di azioni. I risultati ottenuti prima del 9 novembre 2018 si riferiscono all'OEIC equivalente autorizzato nel Regno Unito, incorporato in questo fondo tramite fusione in data 7 dicembre 2018. Le spese e le aliquote fiscali potrebbero essere diverse.

Indispensabile una selezione dei titoli improntata alla diversificazione

Pur avendo un'esposizione al settore tecnologico, che ha aiutato il fondo a ottenere buoni risultati, abbiamo voluto

assicurarci un'adeguata diversificazione sul piano settoriale e geografico. Non possiamo avere un portafoglio troppo concentrato, ma neanche includere tutti i titoli presenti in un determinato settore: dobbiamo necessariamente compiere una scelta il base al valore per stabilire quali detenere. Molte aziende tecnologiche sono state protagoniste di rimbalzi robusti sia prima che dopo la correzione dovuta al Covid, sebbene non abbiano generato utili né free cash flow, e hanno visto schizzare le valutazioni a livelli così alti che facciamo fatica a giustificare la presenza dei rispettivi titoli in portafoglio. Una delle nostre convinzioni base è che dovremmo evitare di possedere un alto numero di convertibili con una sensibilità alle azioni molto elevata, che rende questi strumenti vulnerabili in caso di una correzione del corso azionario, motivo per cui abbiamo ridotto l'esposizione alle posizioni in portafoglio che erano andate bene, come Chegg, Il-VI, Sea, Horizon Pharma, Zhongsheng e Sure First. Alcune di queste hanno continuato a rimbalzare anche dopo la vendita, contribuendo alla performance dell'indice, ma abbiamo ritenuto prudente monetizzare i profitti e reinvestire i proventi in emissioni più bilanciate che dovrebbero mostrare un profilo di rischio/remunerazione migliore.

Per riassumere, non avevamo in portafoglio molti dei titoli ad alta sensibilità azionaria che si sono apprezzati del 200-300% poiché sono asset che solitamente presentano spiccate caratteristiche growth spesso associate a un EBITDA negativo. Anche se siamo riusciti a evitare quasi tutti gli emittenti che hanno patito di più (per esempio, Argentum/Wirecard), i nostri titoli migliori nella maggior parte dei casi hanno registrato rialzi "soltanto" del 150-160%.

Previsioni di mercato

Le campagne vaccinali già partite in vari Paesi puntano a un futuro più roseo per il mondo degli investimenti. L'impatto del virus adesso potrebbe essere relativamente limitato in termini di tempo, pertanto l'attenzione degli investitori probabilmente tornerà su fattori più "normali". La maggior parte degli analisti ora prevede una ripresa ciclica robusta nel 2021, grazie alla ripartenza dell'attività economica accompagnata da una crescita rapida degli utili. Da parte nostra, pur non essendo in disaccordo con questa analisi, riteniamo che quando il consenso sembra tutto orientato in una direzione, è il momento di considerare l'ipotesi che si stia sbagliando.

Chiaramente la prospettiva dell'immunizzazione di massa è molto incoraggiante, anche se per adesso l'incertezza resta alta, soprattutto riguardo all'impatto economico delle pesanti restrizioni rese necessarie dal numero crescente di casi e dalla scoperta di nuove varianti del virus con un tasso di contagiosità più elevato. In questo contesto migliorato, ma ancora incerto, il profilo di rendimento asimmetrico dei convertibili (ossia la capacità

di partecipare ai rialzi dei mercati azionari più che ai ribassi) a nostro avviso rende questi strumenti potenzialmente adatti a qualsiasi portafoglio. I convertibili in genere si sono comportati bene nei periodi di forte volatilità dei corsi azionari e la performance stellare dell'asset class nel 2020 ha ribadito questa tendenza.

Per questo fondo è consentito un ampio ricorso ai derivati.

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

Léonard Vinville

M&G Investments



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 International Investments S.A. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: www.mandgititalia.it. **Prima della sottoscrizione gli investitori devono leggere il Prospetto informativo**, che illustra i rischi di investimento associati a questi fondi. Questa attività di promozione finanziaria è pubblicata da M&G International Investments S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.