

# La protezione dai tassi in aumento resta un potenziale elemento di diversificazione

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

Wholesale Public Fixed Income team di M&G

Settembre 2022

- I **titoli a tasso variabile** (FRN) possono a nostro avviso trarre potenzialmente **vantaggio** da ulteriori **aumenti dei tassi di interesse** da parte delle banche centrali grazie alle loro **cedole variabili**, o **pagamenti regolari di tassi di interesse**, proteggendo al contempo il capitale degli investitori.
- Gli **spread del credito** (la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie, che misura la propensione al rischio degli investitori) sembrano **prezzare un atterraggio duro**, nonostante le aspettative di consenso di una lieve recessione nelle principali economie. Riteniamo che ciò determini la possibilità di **prospettive di guadagno più elevate**.
- La **gestione attiva** può contribuire a **mitigare i rischi di portafoglio** in un contesto di **recessione**, riducendo o evitando l'esposizione ai settori ciclici e agli emittenti in sofferenza.

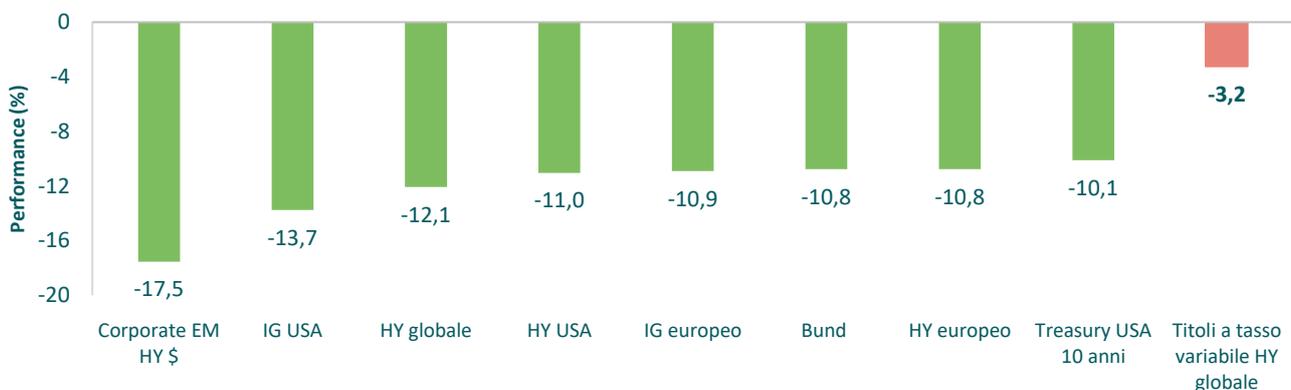
*Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbero diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito.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

### Un anno di buona tenuta per i titoli HY a tasso variabile

Il **2022** è stato finora un **pesimo anno** per molti **investitori obbligazionari**, con perdite a doppia cifra divenute la norma sui mercati dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie. Tuttavia, i **titoli high yield a tasso variabile** (HY FRN) hanno dato prova di **ottima tenuta** ([Grafico 1](#)), per tre motivi:

- effettiva **mancanza di rischi di duration**: non sono esposti a rischi in caso di variazione dei tassi di interesse, in quanto i loro pagamenti regolari di interessi agli investitori variano con i tassi di mercato;
- **rendimenti più elevati**;
- beta dello **spread più contenuto** (una misura della volatilità degli spread di credito) rispetto al più ampio universo HY e alla continua domanda da parte degli acquirenti di FRN HY.

Grafico 1 | I titoli HY FRN hanno nettamente sovraperformato le obbligazioni a tasso fisso



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Indici ICE Bank of America, 31 agosto 2022. Performance con copertura 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.

In questo periodo, la nostra decisione di **posizionare** il **portafoglio** in modo più **difensivo** rispetto all'indice assumendo, ad esempio, assumendo posizioni in società meno esposte alla volatilità dei prezzi delle materie prime, appare giustificata, in quanto alcuni emittenti e settori sono più esposti di altri alle pressioni inflazionistiche e agli shock dell'offerta.

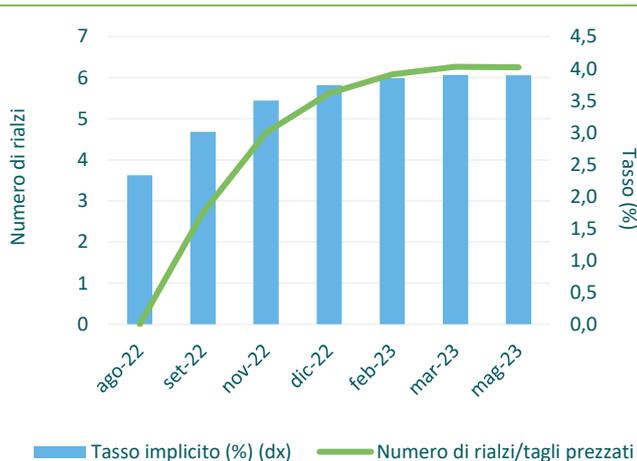
Tuttavia, i **rendimenti relativi** sono stati **compensati** dalle nostre **posizioni HY sintetiche a tasso variabile**, concepite per **aumentare** la **liquidità** del portafoglio. Le posizioni sintetiche cercano di utilizzare derivati, ovvero strumenti il cui valore deriva da quello di un titolo sottostante, per replicare la performance dei titoli sottostanti.

## Gli aumenti dei tassi non sono già prezzati nei titoli HY FRN?

La risposta è no. Le **cedole FRN** vengono tipicamente **adeguate** ai **tassi di interesse** cash con cadenza trimestrale: ciò significa che i **prezzi** di queste **obbligazioni non riflettono** le **aspettative** dei **tassi** al di là di questo periodo, dal momento che il prezzo di un'obbligazione è calcolato come la somma delle sue cedole e del rimborso del capitale attualizzati per il tasso di sconto. I **prezzi** delle **obbligazioni a tasso fisso**, invece, sono **sensibili** alle **variazioni** dei **tassi** di sconto attesi per l'intera durata dei loro flussi di cassa. Quindi, per esempio, un rialzo dei tassi da parte della banca centrale previsto fra sei mesi non sarà riflesso nel prezzo attuale di un titolo HY a tasso variabile.

Ciò significa che esiste un ulteriore **potenziale rialzo** per le **cedole HY FRN** se le **banche centrali** continuassero ad **aumentare** i **tassi di interesse**, come attualmente previsto dai mercati, mentre il **capitale** degli **investitori** è **protetto** dall'effettiva **assenza di rischio di duration**. La situazione è in contrasto con il dilemma che gli investitori in obbligazioni a tasso fisso si trovano a dover affrontare: i **rendimenti** hanno iniziato a essere più **allettanti** in termini nominali, ma presentano ancora **rischi** per il **capitale** in caso di necessità, da parte delle banche centrali, di ulteriori rialzi volti a combattere l'inflazione ([Grafico 2](#)/[Grafico 3](#)).

Grafico 2 | Tasso sui Fed fund implicito e numero di rialzi prezzati



Fonte: Bloomberg, 31 agosto 2022. A soli fini illustrativi.

Grafico 3 | Tasso BCE implicito e numero di rialzi prezzati



Fonte: Bloomberg, 8 settembre 2022. A soli fini illustrativi.

## Una lieve recessione è probabile, ma i mercati stanno prezzando default superiori alla media

Gli **emittenti high yield** sono naturalmente più **esposti ai rischi di insolvenza** rispetto alle loro controparti investment grade; tuttavia, riteniamo che i **mercati** abbiano registrato **movimenti troppo ampi**, prezzando **tassi di default superiori alla media**, nonostante le previsioni di consenso degli analisti di una lieve recessione nelle principali economie ([Grafico 4](#)).

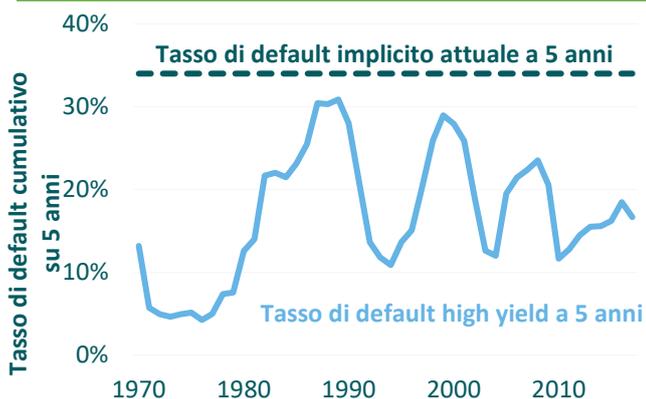
Molti emittenti hanno iniziato il 2022 con **bilanci relativamente solidi**, avendo **ridotto** in misura considerevole la **leva finanziaria netta** e **aumentato** la **copertura** degli **interessi** in seguito ai recuperi post-COVID. A nostro avviso, queste società si trovano in una **posizione migliore** per affrontare una **recessione economica** rispetto a molte recessioni precedenti.

Nella prima metà dell'anno, gli **spread del credito** sugli **HY FRN** si sono **ampliati** da appena oltre 400 punti base (bps) a più di 800 bps.

Riteniamo che questo **compensi** ampiamente i **rischi di default** associati in molti casi, mentre la **gestione attiva** ci consente di **evitare o ridurre l'esposizione alle società più rischiose**, come gli emittenti in difficoltà e quelli dei settori ciclici.

A nostro avviso, anche un eventuale orientamento verso una politica monetaria più accomodante potrebbe fungere da catalizzatore per la riduzione degli spread.

Grafico 4 | Tassi di default cumulativi 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). Calcolata utilizzando l'indice HY CDX con un tasso di recupero presunto del 30%.

## Una selezione titoli bottom-up punta a mitigare il rischio

I **titoli HY a tasso variabile** rappresentano un'asset class globale e molti emittenti vantano una presenza internazionale. Restiamo consapevoli delle tendenze macroeconomiche e settoriali e ciò traspare dal nostro posizionamento di portafoglio. Per fare un esempio, abbiamo assunto **posizioni in società con minore esposizione a materie prime volatili, attive** piuttosto in settori quali **istruzione, finanza, tecnologia, media e telecomunicazioni**, riducendo piuttosto l'esposizione al commercio al dettaglio.

Al contempo, riteniamo che il fattore più significativo della **performance** di ogni singola partecipazione sia rappresentato dai **fondamentali dell'emittente** (come il flusso di cassa e gli utili), nonché da qualsiasi **protezione strutturale** fornita dall'**obbligazione**. La **ricerca del credito di tipo bottom-up** rimane pertanto l'**elemento chiave** del nostro **approccio** per la costruzione di un **portafoglio HY FRN**, che riteniamo in grado di generare risultati attraverso il ciclo del credito, compresa una potenziale recessione economica.

In particolare, preferiamo investire in **debito senior secured** (debito garantito da un'attività) di società dotate di **asset consistenti**, in quanto ciò offre normalmente una maggiore **protezione dai ribassi** e un migliore **potenziale di recupero** in qualsiasi scenario di **default**. Abbiamo anche cercato di evitare i componenti dell'indice in difficoltà, come i settori della produzione di componenti per auto e dei viaggi, per ridurre il potenziale rischio di ribasso.

L'attività sul **mercato secondario** (dove vengono scambiate le obbligazioni già emesse) è rimasta decisamente **positiva** per tutto il 2022; tuttavia, cerchiamo anche di **aumentare la liquidità** e la **diversificazione del portafoglio** creando

un'**esposizione sintetica** agli **HY FRN** attraverso una combinazione di **vendita di credit default swap**, che forniscono accesso al più ampio mercato high yield, e di **acquisto di FRN del Tesoro USA** per protezione dai tassi ed esposizione alle cedole a tasso variabile.

## I titoli FRN rappresentano ancora un investimento interessante

L'**inflazione** continua a rappresentare una **sfida** per molti portafogli di investimento, anche alla luce del fatto che i rischi di inflazione nel più lungo termine non sono ancora pienamente riflessi nei prezzi degli asset. Siamo convinti che i **titoli FRN** restino pertanto **molto interessanti**, visto che i futuri rialzi dei tassi non sono ancora prezzati in questi strumenti e il rialzo delle cedole potenzialmente allettante non è ancora arrivato. Analogamente, nonostante gli elementi sfavorevoli sul breve termine derivanti dall'economia e dalle condizioni di prestito più restrittive, gli **spread del credito high yield** sembrano riflettere uno **scenario di atterraggio duro**, nonostante le aspettative di consenso di una lieve recessione nelle principali economie.

Dati i livelli reali più elevati di reddito offerti dai titoli HY FRN, insieme alla loro protezione in termini di duration contro misure monetarie potenzialmente più dure delle banche centrali e al loro status di titoli senior garantiti, riteniamo che questa **asset class** possa continuare a rappresentare un **efficace elemento di diversificazione** nei **portafogli a reddito fisso**, e potremmo essere potenziali testimoni di alcune **opportunità** che si presentano una volta per ciclo.

In prospettiva, riteniamo che sarà quindi importante **mantenere liquidità** in portafoglio per sfruttare potenzialmente tali **opportunità**, evitando al contempo gli emittenti che riteniamo più a rischio di inasprire le pressioni a breve termine. In uno scenario di **lieve recessione**, siamo convinti che ciò possa predisporre l'asset class a **rendimenti potenzialmente interessanti** nel **periodo successivo**.

## Descrizione del fondo

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 (vincolo del 3%) copertura in USD) nell'arco di cinque anni.

Almeno il 70% del fondo è investito su titoli high yield a tasso variabile (FRN), con un focus su FRN emessi 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.

Grafico 5 | Scenari di performance potenziali nello spazio HY FRN in caso di variazioni di spread di credito e tassi di interesse, USD hedged (scenario di base evidenziato in azzurro)

		Variazione degli spread di credito (%)								
		-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	15,7	14	12,2	10,4	8,6	6,9	5,1	3,3	1,5
	-0,5	15,8	14,1	12,3	10,5	8,7	7	5,2	3,4	1,6
	0,0	15,9	14,2	12,4	10,6	8,8	7,1	5,3	3,5	1,7
	0,5	16,4	14,7	12,9	11,1	9,3	7,6	5,8	4	2,2
	1,0	16,9	15,2	13,4	11,6	9,8	8,1	6,3	4,5	2,7

Fonte: Indice ICE Bank of America Global High Yield Floating Rate Loan (3% constrained, 31 Ago. 2022). Ipotesi di un tasso di default dell'1% con un recupero medio del 60% per il mercato high yield a tasso variabile e del 30% per il mercato high yield globale a tasso fisso. Si presume che il 70% degli indici sia influenzato da una soglia SOFR (secured overnight financing rate, tasso di finanziamento overnight garantito) dello 0%. Si ipotizza una variazione parallela sulla curva dei rendimenti.

Questa tabella è inserita a soli fini illustrativi e si basa su ipotesi rappresentative. Non costituisce una previsione o una garanzia di risultati futuri. Non è possibile investire in un indice.

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

Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Performance (%)	YTD ultimo trimestre	YTD	1 anno pa	3 anni pa	5 anni pa	10 anni pa
Fondo A-H EUR Acc	-7,8	-5,5	-4,9	-0,4	-0,2	N/A
Benchmark*	-7,1	-4,3	-3,1	1,6	1,9	N/A

Performance (%)	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Fondo A-H 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

\*Benchmark = Indice BofA Merrill Lynch Global Floating Rate High Yield (3% constrained) USD Hedged. Il benchmark considerato 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) nel periodo successivo. 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 composizione del fondo può 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, 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 31 agosto 2022. La performance è calcolata sulla base del prezzo di offerta con reddito reinvestito. La performance del benchmark è indicata in EUR.

### Principali rischi associati al 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.