

M&G (Lux) Optimal Income Fund

Occhi sempre puntati alle valutazioni

Gestore del fondo – Richard Woolnough

AD USO ESCLUSIVO DI INVESTITORI QUALIFICATI

Febbraio 2020



- Sono ancora scarsi i segnali di una recessione globale imminente, ma restiamo ottimisti sull'economia e quindi sottoposti al rischio tassi d'interesse.
- Abbiamo effettuato interventi per tutto il 2019 riducendo il rischio di credito in risposta all'ascesa delle valutazioni, assumendo nel contempo posizioni caute sull'investment grade statunitense e in alcuni titoli indicizzati.
- La performance del fondo è stata positiva nel 2019, rivelatosi un anno particolarmente favorevole per il reddito fisso.
- L'anno in corso potrebbe essere molto interessante, con i negoziati commerciali post-Brexit e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti, dove sia i Repubblicani che i Democratici promettono stimoli di natura fiscale.
- Il fondo continua a beneficiare di una gamma di opportunità sempre più ampia.

Si noti che 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

Contesto di mercato

L'anno scorso è stato un periodo di performance solide per gli asset rischiosi, soprattutto per quelli di tipo obbligazionario, ed il contesto di tassi di interesse bassi ha giocato un ruolo cruciale a riguardo. Nel 2019, in quasi tutte le grandi economie, ha prevalso la linea del "più bassi, più a lungo", con le Banche centrali attente ai segnali di rallentamento della crescita e alle implicazioni della guerra di dazi per le due più grandi economie mondiali. Sono stati **131 i tagli dei tassi effettuati** l'anno scorso dalle Banche centrali di Paesi grandi e piccoli, e solo 21 sono gli aggiustamenti al rialzo, secondo cbrates.com.

Questo ha prodotto due effetti, in termini di performance, in un contesto di portafoglio con una **duration ai minimi storici** intorno a **1,4** anni. Prima di tutto, fatti eccezione i mesi finali, in generale i rendimenti dei titoli di Stato core si sono mossi verso il basso (e i prezzi verso l'alto), in un anno di curve invertite per i Treasury USA e remunerazioni negative sul debito. Il sottopeso su asset come bund, titoli governativi giapponesi e gilt a scadenza molto lunga si è rivelato penalizzante in un contesto favorevole per questi strumenti, ma siamo riusciti a guadagnare quando gilt e simili hanno perso attrattiva agli occhi degli investitori in ansia, e i rendimenti sono risaliti mentre i prezzi scendevano, soprattutto nell'ultima parte dell'anno.

In secondo luogo, la posizione prevalente del portafoglio, costituita dal **credito investment grade**, ha **contribuito positivamente** al risultato nel periodo, grazie ai costi di prestito inferiori e a prospettive più robuste per i corporate. La nostra preferenza, che manteniamo nonostante i prezzi

degli asset in rialzo, è andata ai titoli societari a lunga scadenza emessi da società statunitensi di categoria BBB, dotate di bilanci sani e sostenute dalla politica accomodante della Banca centrale, come ad esempio le emissioni in dollari USA di Verizon, AT&T, Microsoft e Bank of America che sono state fonti di valore nel corso dell'anno ([Grafico 1](#)). Tuttavia, quando i prezzi sono aumentati, abbiamo monetizzato i profitti e ridotto il livello complessivo del rischio di credito in portafoglio. I mercati dei titoli corporate, in cui le misure delle Banche centrali hanno prodotto le maggiori distorsioni, incluso quello europeo, sono diventati meno attraenti soprattutto quando la Banca centrale europea ha lanciato un altro round di Q.E. a novembre.

Grafico 1 - Emittente migliore/peggiore per contributo alla performance totale

Emittente	Peso (%)	Contributo alla performance del portafoglio (%)
Francia	3,6	0,9
AT&T Inc.	2,9	0,9
Verizon	1,7	0,7
Microsoft	2,8	0,6
AB InBev	1,4	0,4
Intu debenture	0,04	-0,02
Argentina	0,11	-0,03
Brasile	0,01	-0,05
Germania	22,3	-0,1
Giappone	0,7	-0,1

Fonte: M&G e BlackRock Solutions® al 31 dicembre 2019, in euro.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Si noti che gli investimenti in obbligazioni sono influenzati dai tassi di 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.

Sfruttando appieno il mandato flessibile del fondo, abbiamo assunto anche **posizioni tattiche in titoli governativi indicizzati** su mercati come l'Eurozona, il Giappone e il Regno Unito, avendo rilevato segnali di disallineamento dei prezzi in particolare nel periodo estivo/autunnale. Dopo la performance robusta messa a segno da allora, la posizione corta sull'inflazione del Regno Unito assunta tramite contratti swap è stata chiusa. Nel mercato del debito governativo, più di recente abbiamo acquistato anche titoli di Stato giapponesi, tramite future su JGB, approfittando dei prezzi diventati appetibili rispetto a quelli di altri asset esenti da rischio.

Si noti che 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.

Grafico 2 – Performance (Euro A) rispetto al benchmark (%)

	2019	2018	2017	2016	2015	Dall'incarico del gestore/ lancio [†] % p.a.
M&G (Lux) Optimal Income Fund	6,8	-4,0	4,3	7,0	-1,6	5,9
Benchmark*	7,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Morningstar Inc., classe di azioni A in euro ad accumulazione, al 31 dicembre 2019, reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta. La performance è calcolata con reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta. La performance del benchmark è indicata in EUR.

*L'indice composito (1/3 indice Bloomberg Barclays Global Agg Corporate EUR Hedged; 1/3 indice Bloomberg Barclays Global High Yield EUR Hedged; 1/3 indice Bloomberg Barclays Global Treasury EUR Hedged) è stato introdotto come benchmark del fondo il 7 settembre 2018.

Il benchmark è un indice comparativo rispetto al quale viene misurata la performance del fondo. Il composito 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 7 settembre 2018 sono quelli della classe di azioni A-H in EUR ad accumulazione di M&G Optimal Income Fund (fondo OEIC autorizzato nel Regno Unito), incorporato in questo fondo tramite fusione in data 8 marzo 2019. Le spese e le aliquote fiscali potrebbero essere diverse.

[†]"Dal lancio" si riferisce al periodo trascorso dalla data di lancio delle azioni A-H in EUR ad accumulazione di M&G Optimal Income Fund, ossia il 20 aprile 2007; l'incarico del gestore decorre dalla stessa data.

Gli indicatori di recessione: un giallo e due ancora sul verde

Al di là di qualche isolato segnale di rallentamento, siamo convinti che **l'economia globale poggi su basi solide**, come confermano i salari e l'inflazione tendenti al rialzo, in particolare negli Stati Uniti, ma sappiamo che questa visione macroeconomica non è condivisa dalla maggioranza degli investitori più orientati a pensare che ci sia una recessione alle porte. La nostra ipotesi di fondo non è mai stata questa e lo dimostra chiaramente la nostra posizione di duration breve: non vogliamo tenere in portafoglio una quota eccessiva di obbligazioni vulnerabili ad un **rialzo dei tassi** di interesse, che **consideriamo possibile nel 2020-21**.

Ma perché ci dissociamo dal pessimismo dominante e come si è riflessa questa posizione nella nostra strategia di investimento, in un periodo in cui l'approccio flessibile del fondo è stato davvero protagonista?

Cominciamo dalle brutte notizie. Un elemento del mercato obbligazionario monitorato da vicino, e che a detta di molti segnala l'avvicinarsi di una recessione per la più grande economia mondiale, è la **curva dei rendimenti sui Treasury USA invertita**. Il motivo è che gli investitori, preoccupati per il futuro immediato, sono disposti a detenere titoli governativi statunitensi a lunga scadenza anche se rendono meno di quelli a breve termine. La curva si è invertita nel 2019 e, pur essendosi normalizzata da allora, resta un segnale plausibile (sul giallo) di rallentamento consistente, che potrebbe concretizzarsi in tempi non lontani, cosa di cui siamo certamente consapevoli.

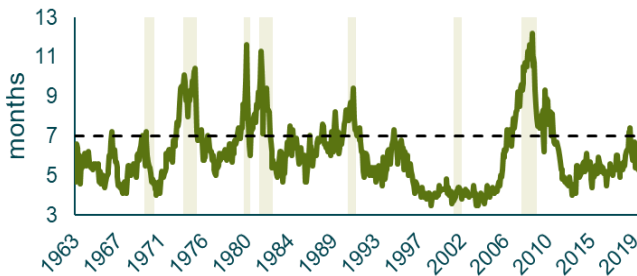


Il secondo segnale per adesso resta sul verde, ma lo teniamo sotto stretta osservazione per rilevare qualsiasi variazione significativa. In generale, quando lo **stock di abitazioni negli Stati Uniti** (si veda il **Grafico 3**) supera i 7 milioni, i prezzi delle case storicamente cominciano a scendere e questo innesca una spirale negativa in cui si costruiscono meno case, si acquistano meno articoli per arredare le abitazioni, diminuiscono le vendite di automobili e, soprattutto, le banche si sentono minacciate dalla contrazione della domanda relativa ai loro prodotti di prestito. Lo stock di abitazioni nel 2019 si è comportato indubbiamente come un



indicatore di recessione, similmente a come aveva già fatto nel 2007, ma per adesso è sceso a livelli nella norma.

Grafico 3 - Stock di alloggi negli Stati Uniti (mesi)
Un dato superiore a 7,0 milioni potrebbe segnalare un imminente crollo dei prezzi



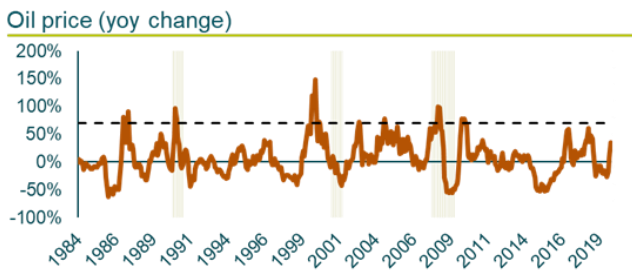
Fonte: Bloomberg, 31 dicembre 2019 (ultimi dati disponibili).

Il terzo fattore che in genere anticipa una svolta recessiva è **l'ascesa protratta dei prezzi petroliferi**, che però finora non si è verificata. I rincari del petrolio, soprattutto per una società amante dei SUV come quella americana, agiscono come un'imposta che fa sentire i consumatori meno abbienti convincendoli a spendere meno, spingendo le Banche centrali a comportarsi in un determinato modo ([Grafico 4](#)).



Grafico 4 - Prezzo del petrolio (variazione anno su anno)

Può svolgere un ruolo cruciale ai fini del comportamento dei consumatori USA



Fonte: Bloomberg, 31 dicembre 2019 (ultimi dati disponibili).

L'abbiamo visto nel 2016 e nel 2018, quando le autorità monetarie hanno innalzato i tassi alla luce delle prospettive rialziste per i prezzi petroliferi che avevano rafforzato la minaccia di inflazione.

Per ora l'indicatore del prezzo del greggio è ancora sul verde, ma come per la curva dei rendimenti sui Treasury USA, seguiremo da vicino quale direzione prenderà nel 2020. Ci sono ovviamente altri indicatori che in passato hanno lanciato allarmi di un rallentamento imminente, e

mentre i segnali tradizionali di recessione, come il livello del debito societario USA rispetto al PIL (piuttosto alto), i dati sulla produzione manifatturiera (modesti al momento) e il ritmo della spesa per investimenti (in frenata) virano al giallo, sono tanti quelli che invece **restano** decisamente sul **verde**, tra cui le numeriche del **mercato del lavoro negli Stati Uniti**, che riflettono un alto numero di occupati nei settori non agricoli, e il livello attuale dell'**indice MSCI World**, che mostra l'efficacia delle misure di Q.E. a sostegno dei prezzi degli asset.

Posizionamento del portafoglio: sottopeso sul rischio tassi, sovrappeso (selettivo) sul rischio di credito

Una domanda interessante che i clienti ci pongono spesso riguarda la duration del fondo, ossia la misura in cui il portafoglio è esposto alle variazioni dei prezzi dei titoli governativi core (e quindi dei rendimenti/tassi su tali obbligazioni). Attestata intorno a 1,4 anni, **la duration è storicamente bassa per il fondo**, quindi siamo relativamente **protetti contro eventuali ampie oscillazioni dei rendimenti obbligazionari**.

Ma un basso profilo di duration significa che potremmo perdere l'occasione di guadagnare di più come le strategie maggiormente esposte alla duration, ovvero i fondi che stanno scommettendo sul peggioramento dell'economia mondiale e l'adozione di misure monetarie espansive mirate a contrastarlo?

In effetti, in passato è andata così, ma bisogna sottolineare che la duration non è l'unico fattore di performance in un mercato rialzista, a maggior ragione nel caso di una strategia obbligazionaria come M&G (Lux) Optimal Income Fund, basata sul valore e gestita con la **massima flessibilità** (fra credito, titoli di Stato, high yield, azioni e valute).

In termini di **rischio/rendimento**, le **valutazioni non sono così convincenti** come all'inizio del 2019: nel segmento dei titoli di Stato, considerando i prezzi e la singolare situazione in cui un numero crescente di investitori sceglie di pagare alcuni governi ([Grafico 5](#)) per il privilegio di detenere il loro debito, è difficile guardare con interesse ai flussi di reddito derivanti da gilt, Treasury e bund, ma d'altro canto dobbiamo notare che c'è stato un deterioramento delle valutazioni anche nei nostri segmenti preferiti del credito.

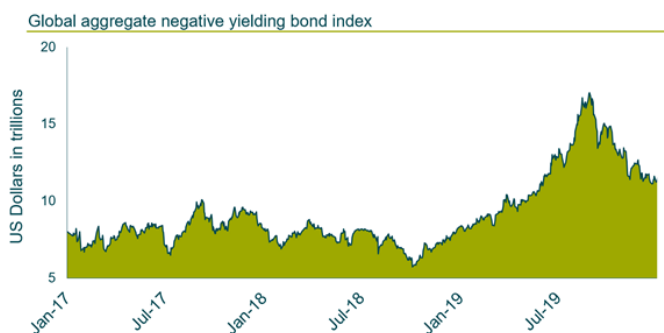
Per esempio, gli spread dei titoli europei investment grade si sono contratti drasticamente, soprattutto dopo la ripresa degli acquisti di obbligazioni da parte della Banca centrale europea verso la fine dell'anno scorso.

Una risposta attiva alle valutazioni più alte nel credito

La **contrazione** delle **valutazioni nel credito investment grade** vista negli ultimi mesi ci offre l'occasione di utilizzare una gamma di strumenti più ampia. Quando gli asset quotati a livelli ragionevoli diventano costosi, non significa necessariamente che dobbiamo venderli, e ci sono **opportunità interessanti in ambito obbligazionario**, soprattutto nel segmento dei titoli BBB a lunga scadenza denominati in dollari USA.

Grafico 5 - Obbligazioni con rendimenti negativi

Più di 11 trilioni di USD di debito su scala globale rendono meno di zero



Fonte: Bloomberg, 31 dicembre 2019

Un buon esempio è rappresentato dalle operazioni che abbiamo effettuato su titoli emessi dalla stessa società, l'azienda telefonica statunitense **AT&T**, per ottenere un profilo di rischio-rendimento più vantaggioso. Il premio di spread ottenibile nella componente creditizia cedendo un titolo AT&T in scadenza nel 2026 in cambio di un altro rimborsabile nel 2057 giustifica il rischio aggiuntivo associato alle emissioni a più lungo termine.

Siamo convinti che gli investitori possano ancora essere remunerati per assumere questo tipo di rischio nell'ambito dell'esposizione investment grade, ma come ci poniamo nei confronti di asset più rischiosi, come il debito high yield e le obbligazioni dei Paesi emergenti? **Attualmente l'high yield è sottopesato intorno all'8%** del fondo, il livello più basso dai tempi del lancio, a fronte di una ponderazione neutrale del 33%. Il mercato dell'alto rendimento è tuttora piuttosto affollato, con un alto numero di "turisti" a caccia di rendimento, il che lo rende una classe di attivi relativamente poco attraente. Vale la pena notare che 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.

Un altro elemento per cui il fondo si è distinto nel 2019 e continua a differenziarsi è la **ritrosia a modificare l'atteggiamento prevalente riguardo al debito emergente**: le obbligazioni dei Paesi emergenti in valuta forte in generale sono andate bene, pur essendo esposte a diverse minacce, inclusi gli attriti commerciali e l'epidemia di coronavirus in Cina, e noi abbiamo ritoccato costantemente l'esposizione all'asset class, dal 3% al -3% nel corso del 2019, attraverso posizioni corte sull'indice CDS dei mercati emergenti, ritenendo che questa fosse una buona strategia per ridurre il rischio di credito in portafoglio.

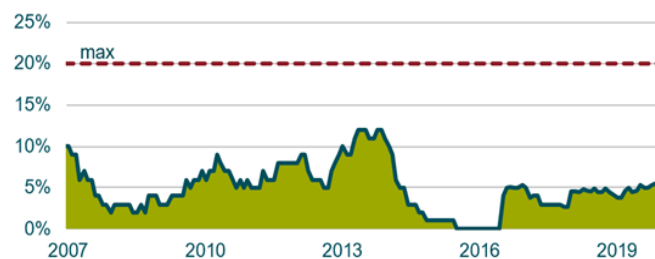
Si noti che investire nei mercati emergenti comporta un rischio di perdita maggiore a causa di diversi fattori, inclusi i più elevati rischi politici, fiscali, economici, normativi, di cambio e di liquidità. Potrebbe essere difficile acquistare, vendere, custodire o valutare investimenti in tali Paesi.

Azioni: un'alternativa credibile?

Un'altra domanda che ci viene rivolta di frequente riguarda il nostro giudizio sulle azioni, alla luce della performance vigorosa mostrata dall'asset class negli ultimi anni. Attualmente **l'azionario assorbe circa il 5% del patrimonio del fondo**, a fronte di un massimo consentito del 20%, il che conferma il nostro atteggiamento prudente a riguardo ([Grafico 6](#)).

Grafico 6 - Asset allocation azionaria nel tempo

Possiamo spingerci fino al 20%, ma la norma è un 5%



Fonte: M&G, 31 dicembre 2019. Si noti che i dati relativi al portafoglio sono basati su fonti interne, non sono certificati e potrebbero differire dalle informazioni riportate nella Review mensile del fondo.

Le azioni sono una componente utile e importante per il mandato flessibile di M&G (Lux) Optimal Income Fund, ma **preferiamo ottenere flussi reddituali attraverso il debito delle società**, piuttosto che dai titoli di capitale. Nei casi in cui privilegiamo le azioni, si tratta in genere di titoli ciclici e orientati al valore. La nostra modesta esposizione azionaria si è rivelata una preziosa fonte di performance per il fondo,

nelle fasi in cui l'esposizione al credito e alla duration non ha dato l'esito auspicato.

Outlook per il 2020

Nel complesso, riteniamo che il **2020 sarà un anno favorevole per gli asset rischiosi** e si spera anche per le aree che prediligiamo, come quella dei **titoli corporate** di alta qualità emessi da società statunitensi, britanniche ed europee ben gestite e trasparenti. Tuttavia, come abbiamo spiegato in precedenza, le valutazioni non sono più così allettanti come un anno fa. Per questo abbiamo **ridotto il rischio di credito nel fondo**, mantenendo l'esposizione alle azioni e all'high yield rispettivamente intorno al 5% e all'8% del patrimonio.

Dal nostro punto di vista, **l'economia reale è in buona salute**, grazie all'atteggiamento benevolo delle Banche centrali (con la politica monetaria tuttora espansiva) e dei governi, preoccupati dallo spettro incombente di una domanda anemica (leve di politica fiscale per stimolare l'attività).

Nonostante gli elementi non controllabili, come l'instabilità politica e la diffusione del coronavirus in Cina, ci aspettiamo che la **duration continuerà a costare cara** sia nell'anno in corso che nel prossimo, senza offrire una remunerazione adeguata in confronto al credito.

Grafico 7 - Duration e rischio di credito

Il nostro posizionamento attuale prevede bassa duration/credito di alta qualità



Fonte: M&G, dal 31 dicembre 2006 al 31 dicembre 2019. Nota: azionario considerato con rating CCC.

M&G Febbraio 2020

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).

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.mandigitalia.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.