

Il vantaggio della gestione attiva: costruire un portafoglio obbligazionario diversificato



Autore/i
Kevin Thozet

Data di pubblicazione
1 Dicembre 2023



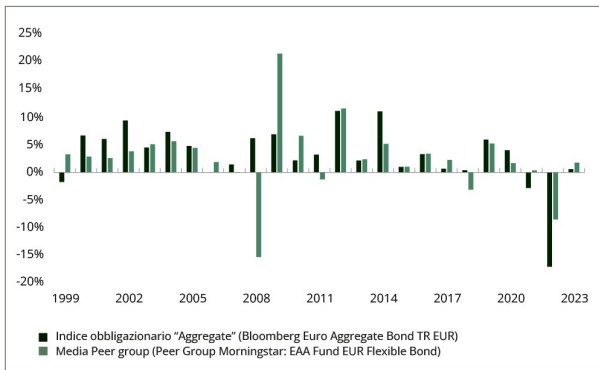
I vari momenti di stress che hanno interessato i mercati obbligazionari negli ultimi vent'anni hanno offerto l'opportunità di far risaltare la gestione attiva. Il cambiamento del regime dei tassi di interesse offre una buona occasione per riflettere sulle conseguenze e sulle implicazioni per gli investitori del reddito fisso.

Dopo oltre un decennio si è bruscamente interrotto il continuo calo dei tassi di interesse, sinonimo di aumento della valutazione degli asset e di neutralizzazione del rischio di credito da parte delle banche centrali. La gestione attiva dei portafogli obbligazionari, l'esposizione a diverse parti della curva dei rendimenti, l'allocazione a diversi segmenti del reddito fisso, la gestione della duration modificata e l'attuazione di un'analisi rigorosa dei fondamentali degli emittenti, sono ancora una volta strumenti cruciali per qualsiasi investitore.

Gli ultimi vent'anni sono stati molto favorevoli per i mercati obbligazionari. Grazie al calo dei tassi d'interesse e ai programmi di acquisto di titoli senza precedenti da parte delle banche centrali, l'indice Bloomberg Euro Aggregate Bond, che riunisce obbligazioni sovrane e societarie, ha registrato un rendimento superiore al 70% tra la metà del 2003 e la metà del 2023. Questa performance è stata, talvolta, pari a quella dei mercati azionari, ma senza l'elevata volatilità. In un contesto come questo, non c'è da stupirsi che il valore della gestione attiva sia stato talvolta messo in discussione, anche se molte strategie attive hanno sovraperformato i loro indici.

E non dimentichiamo che i gestori attivi non si limitano a partecipare alle fasi rialziste. Ci sono stati molti episodi di stress di mercato durante i quali la resilienza della gestione attiva si è ben distinta. In effetti, la sovraperformance della gestione attiva in questo periodo è meglio illustrata durante tre periodi di volatilità. In primo luogo, sulla scia della grande crisi finanziaria¹, durante la crisi del debito sovrano europeo, nel corso del "taper tantrum" del 2013² e, più recentemente, con il ritorno dell'inflazione e l'inversione delle politiche monetarie delle banche centrali nel 2022.

Rendimenti annuali dell'indice Euro Aggregate e della categoria Morningstar Obbligazioni flessibili denominate in euro



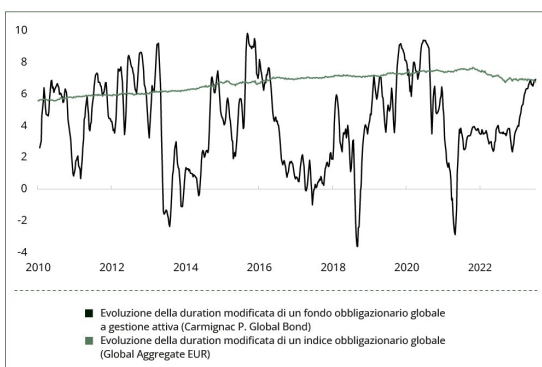
Fonte: Carmignac, Morningstar, ottobre 2023.

Mercati obbligazionari meno direzionali

Lo stimolo incondizionato all'economia da parte delle banche centrali è terminato. Le autorità monetarie sono determinate a contenere l'inflazione e daranno priorità a questo obiettivo rispetto al sostegno alla crescita. I banchieri centrali non svolgeranno più un ruolo reazionario, il che significa che non offriranno più lo stesso sostegno ai mercati obbligazionari e che il ciclo economico riprenderà il suo corso. Per gli investitori, ciò significa che un'esposizione statica, basata su una semplice replica di un indice che cattura vari segmenti dell'universo del reddito fisso (debito sovrano, obbligazioni societarie, investment grade o high yield, debito emergente) e diversi punti della curva dei rendimenti, non sarà più sufficiente a garantire un rendimento regolare, con una corretta gestione del rischio.

Oggi i gestori obbligazionari devono essere proattivi, adeguando la scadenza e la duration modificata dei loro portafogli, che torna a essere, una volta di più, un forte fattore di performance. È essenziale un'allocazione dinamica, che favorisca determinati segmenti del mercato obbligazionario, la parte lunga o corta della curva dei rendimenti, o addirittura che assuma posizioni corte su determinate parti della curva. Questa dinamica costituisce una differenza sostanziale rispetto all'investimento passivo, in cui non è possibile regolare la sensibilità alle variazioni dei tassi d'interesse, sia in un contesto altamente volatile che direzionale. Questo aspetto è particolarmente importante, in quanto il governo della duration modificata di un portafoglio è fondamentale nei momenti di svolta economica. Oggi, sui mercati obbligazionari europei, la duration modificata è in media di circa 600 punti base (bps)⁴; in confronto, nell'ambito della gestione del reddito fisso di Carmignac, un gestore può variare la duration modificata del proprio portafoglio tra, ad esempio, -350 bps (nell'ottobre 2018) e +900 bps (nell'agosto 2020⁵), a seconda della sua scelta di essere più o meno esposto ai movimenti dei tassi di interesse.

Evoluzione della duration modificata di un fondo obbligazionario globale gestito attivamente e di un indice obbligazionario globale

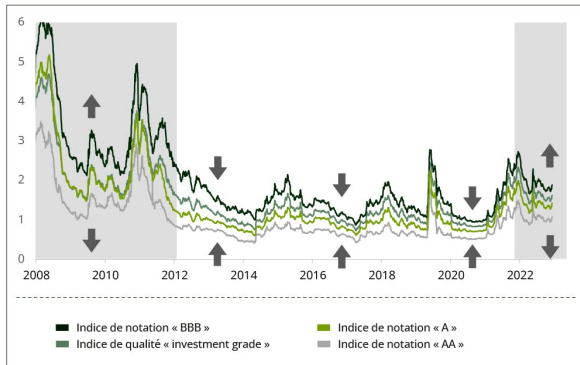


Fonte: Carmignac, Bloomberg, ottobre 2023.

Aumento dei tassi di default

Il rischio di credito, ovvero la valutazione della tenuta finanziaria di un emittente, è il secondo driver di performance dei mercati del reddito fisso. Siamo appena usciti da un periodo di "denaro facile", in cui i tassi di interesse erano così bassi che le società si finanziavano agevolmente, talvolta anche a fronte di fondamentali discutibili. I bassi tassi di default rendono meno efficace l'analisi del rischio di credito. Non era necessario distinguere gli emittenti in buona salute da quelli in cattiva salute finanziaria e, di conseguenza, non c'era alcun rischio nel mantenere una forma di esposizione passiva a questi ultimi. Le condizioni offerte dagli emittenti sovrani e societari agli investitori obbligazionari, battezzate in "repressione finanziaria", erano poco remunerative per il rischio assunto.

Convergenza dei premi di rischio sui mercati del credito: evoluzione dei rendimenti per fascia di rating, in %

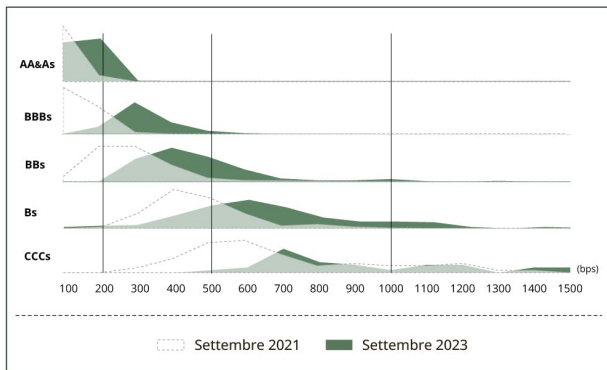


Fonti: Carmignac, Bloomberg, ottobre 2023.

Nel marzo 2021, circa il 20% dello stock globale di obbligazioni sovrane e societarie, oltre 11.000 miliardi di euro, era scambiato a tassi negativi. Ora, per i peggiori debitori, l'orizzonte si è oscurato. L'aumento dei tassi di finanziamento sta mettendo sotto pressione gli emittenti più indebitati, anch'essi indeboliti dal rallentamento economico. I tassi di default hanno ricominciato a salire e gli emittenti ad alto rendimento devono pagare cedole del 7-8%, e talvolta anche superiori al 10%, rispetto al 3-4% precedente. Il tasso di default attuale in Europa è del 2,8%, sostanzialmente in linea con le medie storiche, ma Moody's prevede che salirà a oltre il 4% entro maggio 2024.

Alla fine del 2021 era solo dell'1,2%. Date queste prospettive, sarebbe rischioso non cercare di separare il grano dalla pula. Un approccio corretto consisterà nell'individuare gli emittenti che offrono rendimenti interessanti a fronte di un rischio controllato e nell'escludere gli emittenti più fragili (sia dal punto di vista fondamentale che da quello delle valutazioni). In effetti, un'analisi rigorosa e una grande selettività sono tanto più essenziali in quanto i mercati possono essere eccessivamente ottimisti e i titoli di alcuni emittenti scambiano a valutazioni eccessivamente elevate, con spread particolarmente alti alla luce delle loro potenziali prospettive future. La dispersione dei rendimenti tra gli emittenti e le emissioni è particolarmente ampia: lo spread medio tra gli emittenti in euro con rating BB era di 400 bps (al 31/08/23), ma all'interno di questa fascia di rating, alcuni avevano uno spread di credito inferiore a 200 bps, mentre altri avevano uno spread vicino ai 1.000 bps.

Distribuzione degli spread creditizi all'interno degli indici di credito in euro per fascia di rating, in punti base



Fonti: Carmignac, Bloomberg, ICE Bank of America, ottobre 2023.

Il grafico illustra l'evoluzione della dispersione all'interno degli indici di credito. Per illustrare la dispersione, all'interno di ciascun bucket di rating, scomponiamo gli indici di credito societario europei in base al livello di spread creditizio di oggi (le aree scure sono a settembre 2023) e di due anni fa (le aree trasparenti e tratteggiate sono a settembre 2021). Spiccano due elementi. In primo luogo, la distribuzione degli spread di credito si è spostata verso destra: i premi per il rischio di credito sono complessivamente aumentati. In secondo luogo, le curve di distribuzione si sono appiattite e allargate: la dispersione è aumentata, con spread più ampi tra emittenti con un rating simile.

Questo aumento della dispersione suggerisce che il legame tra il rischio di credito percepito e la sua remunerazione è più "sfumato" rispetto a due anni fa. Questa configurazione è fonte di opportunità per i gestori di portafoglio attivi in grado di valutare il rischio fondamentale.

I vantaggi dell'implementazione di un approccio diversificato nell'allocazione all'interno di un ampio universo

Il ricorso all'investimento passivo implica la necessità di avere una visione specifica dei segmenti del mercato obbligazionario a cui l'investitore cerca di ottenere un'esposizione (credito investment grade, credito high yield, debito finanziario, mercati sviluppati, mercati emergenti, ecc.) In realtà, però, può essere difficile formulare una tale visione, soprattutto in un contesto di mercato sempre più complesso. Riteniamo pertanto che la strategia migliore sia quella di adottare un approccio agnostico, mantenendo il margine di manovra per investire in diversi segmenti del reddito fisso. Questa strategia presenta due vantaggi.

Il primo è che un'allocazione diversificata consente agli investitori di beneficiare della natura complementare dei diversi segmenti del reddito fisso. Ad esempio, in una fase di mercato come quella del 2022 e 2023, i segmenti a tasso variabile, come il credito strutturato, hanno beneficiato dell'aumento dei tassi d'interesse, mentre gli altri segmenti hanno sofferto della sottoperformance della componente prezzo delle obbligazioni. La tabella sottostante illustra che, sebbene non esistano due anni uguali – e lo stesso vale per chi fa performance – ciò è vantaggioso per gli investitori in fondi flessibili. Il secondo vantaggio è la costruzione di un portafoglio di forti convinzioni che sia anche diversificato. Un indice di credito comprende un gran numero di emissioni (ad esempio, un indice di credito "high yield" comprende circa 300 emittenti). Sebbene i mercati del credito siano meno efficienti di quelli azionari, non sono inefficienti. È quindi ragionevole supporre che si possano individuare 15-20 emittenti il cui rischio fondamentale è mal valutato e che quindi rappresentano un'interessante opportunità di investimento. Questa logica può essere applicata a ciascun segmento di credito. In termini di costruzione del portafoglio, l'utilizzo di un universo ampio (da 6 a 7 sottosegmenti, come illustrato nella tabella seguente) consente di costruire un portafoglio di 100-150 emittenti sui quali siamo riusciti a formare una forte convinzione e il cui rischio fondamentale sembra essere particolarmente poco apprezzato dal mercato.

Contributori alla performance del nostro fondo sul credito (Carmignac Portfolio Credit)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	YTD 2023
Contributori alla performance	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Credito Investment grade – Mercati Sviluppati	21%	9%	10%	47%	10%	-24%	13%
Credito High yield – Mercati Sviluppati	16%	40%	29%	31%	51%	-25%	13%
Credito Finanziario	0%	-2%	11%	7%	7%	-11%	13%
Credito Investment Grade – Mercati Emergenti	5%	10%	4%	4%	3%	-10%	4%
Credito High Yield – Mercati Emergenti	39%	9%	13%	-4%	17%	-21%	18%
Credito Strutturato	16%	11%	4%	9%	13%	-12%	39%
Posizioni short	2%	13%	28%	2%	-3%	3%	0%
Altro	1%	9%	2%	3%	1%	0%	0%

Fonte: Carmignac, ottobre 2023. Il Fondo ha sovraperformato ogni anno solare dal suo lancio. L'anno 2022 è stato l'unico con una performance relativa positiva ma una performance assoluta negativa, il che significa che alcuni contributi alla performance sono stati negativi. Un contributo negativo in un determinato periodo indica che il segmento di mercato preso in considerazione ha avuto un impatto negativo sulla performance nel periodo in questione.

« I rialzi e ribassi giornalieri dei tassi di interesse, e quindi dei prezzi degli asset obbligazionari, sono un fattore che anche gli investitori obbligazionari dovranno tenere in maggiore considerazione in futuro. »

La volatilità giornaliera dei tassi d'interesse è un aspetto che gli investitori obbligazionari dovranno tenere maggiormente in considerazione in futuro. L'indice MOVE, l'indicatore della volatilità attesa per i Treasury statunitensi, prevede attualmente movimenti giornalieri di 8 punti base (bps), in aumento o in diminuzione, a fronte di una media storica di + o - 3 bps giornalieri negli ultimi vent'anni. Queste variazioni dei tassi d'interesse porteranno naturalmente a variazioni più ampie dei prezzi delle obbligazioni, che avranno un impatto sul potenziale di rischio/rendimento della gestione passiva, e avere una visione del prezzo di questi asset consentirà agli investitori attivi di individuare le opportunità di acquisto e vendita.

¹ Da metà 2010 a metà 2011. La categoria Morningstar (EAA Fund EUR Flexible Bond) ha registrato un rendimento del +4,4%, mentre il mercato (Bloomberg Euro Aggregate Bond Index) ha registrato un -0,13%.

² Nel periodo in esame, il fondo medio a gestione attiva ha registrato un rendimento del +2,39% (Morningstar Peer Group) rispetto all'indice globale aggregato denominato in euro, che ha registrato un rendimento negativo del -0,33%.

³ La categoria Morningstar ha registrato un -8,56% rispetto al -17,17% dell'indice Euro Aggregate.

⁴ Bloomberg Euro Aggregate Bond Index, a partire da ottobre 2023.

⁵ Carmignac Portfolio Global Bond.

⁶ Bloomberg Barclays Global Aggregate index.

Principali rischi dei fondi

Carmignac Portfolio Global Bond A EUR Acc

ISIN: LU0336083497

Periodo minimo di investimento consigliato



Principali rischi del Fondo

CREDITO: Il rischio di credito consiste nel rischio d'insolvibilità da parte dell'emittente.

TASSO D'INTERESSE: Il rischio di tasso si traduce in una diminuzione del valore patrimoniale netto in caso di variazione dei tassi.

CAMBIO: Il rischio di cambio è connesso all'esposizione, mediante investimenti diretti ovvero utilizzando strumenti finanziari derivati, a una valuta diversa da quella di valorizzazione del Fondo.

GESTIONE DISCREZIONALE: Le previsioni sull'andamento dei mercati finanziari formulate dalla società di gestione esercitano un impatto diretto sulla performance del Fondo, che dipende dai titoli selezionati

L'investimento nel Fondo potrebbe comportare un rischio di perdita di capitale.

Carmignac Portfolio Credit A EUR Acc

ISIN: LU1623762843

Periodo minimo di investimento consigliato



Principali rischi del Fondo

CREDITO: Il rischio di credito consiste nel rischio d'insolvibilità da parte dell'emittente.

TASSO D'INTERESSE: Il rischio di tasso si traduce in una diminuzione del valore patrimoniale netto in caso di variazione dei tassi.

LIQUIDITÀ: Le puntuali irregolarità del mercato possono ripercuotersi sulle condizioni di prezzo che inducono il Fondo a liquidare, aprire o modificare le posizioni.

GESTIONE DISCREZIONALE: Le previsioni sull'andamento dei mercati finanziari formulate dalla società di gestione esercitano un impatto diretto sulla performance del Fondo, che dipende dai titoli selezionati.

L'investimento nel Fondo potrebbe comportare un rischio di perdita di capitale.

Comunicazione di marketing. Si prega di consultare il KID/prospetto prima di prendere una decisione finale di investimento. Questo documento è destinato ai clienti professionali.

Il presente documento non può essere riprodotto, totalmente o parzialmente, senza la previa autorizzazione della Società di gestione. Il presente documento non costituisce né un'offerta di sottoscrizione né una consulenza di investimento. Esso non intende fornire consulenza fiscale, giuridica o contabile e non deve essere utilizzato in tal senso. Il presente documento viene fornito unicamente a scopo informativo e non deve essere utilizzato per valutare la convenienza di un investimento in titoli o partecipazioni in esso illustrati né per qualsivoglia altra finalità. Le informazioni contenute nel presente documento possono essere parziali e possono essere modificate senza preavviso. Esse sono aggiornate alle data di redazione del presente documento e sono tratte da fonti proprietarie e non proprietarie ritenute affidabili da Carmignac. Non sono necessariamente esaustive o accurate. Di conseguenza, Carmignac, i suoi dirigenti, dipendenti o agenti non ne garantiscono l'accuratezza o l'affidabilità e declinano ogni responsabilità in caso di errori e omissioni (compresa la responsabilità verso terzi in caso di negligenza).

Le performance passate non sono un'indicazione delle performance future. Le performance sono calcolate al netto delle spese (escluse eventuali commissioni di ingresso applicate dal distributore). Il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni valutarie per le quote senza copertura valutaria.

La decisione di investire in detto fondo dovrebbe tenere conto di tutti i suoi obiettivi e le sue caratteristiche descritte nel relativo prospetto. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento. Scala di Rischio del KID (documento contenente le informazioni chiave). Il rischio 1 non significa che l'investimento sia privo di rischio. Questo indicatore può evolvere nel tempo. L'orizzonte di investimento raccomandato si intende come periodo minimo e non è una raccomandazione a vendere allo scadere di tale periodo.

Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati. Le informazioni contenute nel presente documento sono di proprietà esclusiva di Morningstar e/o dei suoi fornitori di contenuti, non possono essere copiate né distribuite e non se ne garantisce l'accuratezza, la completezza o l'attualità. Morningstar e i suoi fornitori di contenuti non sono responsabili di eventuali danni o perdite derivanti dall'uso di tali informazioni. Alcuni soggetti o paesi potrebbero subire restrizioni di accesso ai Fondi.

Il presente documento non è rivolto a soggetti in giurisdizioni dove (a causa della nazionalità, residenza o altro di tale soggetto) il documento o la disponibilità di tale documento sono vietati. I soggetti ai quali si applicano tali divieti non devono avere accesso al presente documento. L'imposizione fiscale dipende dalla situazione del singolo investitore. I Fondi non sono registrati per la distribuzione al dettaglio in Asia, Giappone, Nordamerica e Sudamerica. I Fondi Carmignac sono registrati a Singapore nel quadro del regime estero limitato (rivolto esclusivamente a clienti professionali). I Fondi non sono registrati ai sensi del Securities Act statunitense del 1933. I Fondi non possono essere offerti o venduti, in maniera diretta o indiretta, a beneficio o per conto di una "U.S. Person" secondo la definizione della normativa statunitense Regulation S e FATCA. I rischi, le commissioni e le spese applicate sono descritti nel KID (documento contenente le informazioni chiave). Il KID deve essere consegnato al sottoscrittore prima della sottoscrizione. Leggere il KID prima della sottoscrizione. I Fondi non sono a capitale garantito e gli investitori possono perdere parte o tutto il loro capitale. I Fondi presentano un rischio di perdita di capitale.

Carmignac Portfolio fa riferimento ai comparti Carmignac Portfolio SICAV, una società di investimento di diritto lussemburghese e conforme alla Direttiva UCITS. I Fondi sono fondi comuni di investimento disciplinati dalla legge francese (FCP) conformi alla Direttiva UCITS o AIFM. La Società di gestione può interrompere la promozione nel Suo paese in qualsiasi momento.

Italia: I prospetti, KID e rapporti di gestione annuali del Fondo sono disponibili sul sito www.carmignac.it o su semplice richiesta alla Società di Gestione [Gli investitori possono accedere a un riepilogo dei loro diritti in italiano al seguente link sezione 6.](#)

In Svizzera, i prospetti, il KID e i rapporti di gestione annui sono disponibili sul sito internet www.carmignac.ch e presso il nostro rappresentante di gestione in Svizzera, CACEIS (Switzerland), S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. Il soggetto incaricato dei pagamenti è CACEIS Bank, Montrouge, succursale a Nyon / Svizzera, Route de Signy 35, 1260 Nyon. [Gli investitori possono accedere a un riepilogo dei loro diritti in italiano al seguente link sezione 6.](#)