

OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI:

L'ASSET CLASS IDEALE PER AFFRONTARE IL PROSSIMO CICLO ECONOMICO

31 Marzo 2020

- ✓ In un contesto pieno di sfide, le obbligazioni convertibili ancora una volta dimostrano la loro resilienza.
- ✓ Oggi, le obbligazioni convertibili offrono rendimenti attesi molto più alti delle obbligazioni ordinarie.
- ✓ Una strategia difensiva riduce il rischio in maniera non lineare.
- ✓ Il prossimo ciclo economico offre un promettente scenario macroeconomico per le obbligazioni convertibili.
- ✓ Le obbligazioni convertibili aumentano la diversificazione ed il "risk-adjusted return" in ogni strategia di asset allocation.

UNA CRISI DI UNA RAPIDITÀ MAI VISTA

La propagazione della pandemia ha modificato la quotidianità di una parte significativa della popolazione mondiale. Progressivamente, Asia, Europa e Stati Uniti hanno elaborato, sul piano politico, una vasta risposta per contenere la crisi sanitaria in atto. Azioni di contenimento sono state imposte con diversi gradi in tutte le regioni del mondo per proteggere il sistema sanitario dal collasso. L'improvviso arresto delle attività economiche nel mondo intero ha provocato un impatto pressoché immediato sui mercati finanziari. Negli Stati Uniti, più di tre milioni di persone hanno presentato domanda di disoccupazione la terza settimana di marzo. Questi dati confermano i timori di molti economisti i quali prevedono una contrazione storica dell'intera economia globale che può assumere dimensione mai registrate nelle precedenti recessioni.

Nonostante gli annunci importanti dei politici e delle banche centrali, i valori degli assetti finanziari hanno continuato la loro caduta libera sui mercati dovuta al panico e alla scarsa liquidità. Al momento sembra che la risposta semi-coordinata dei banchieri centrali sia riuscita a stabilizzare il sistema finanziario. La velocità di ribasso del prezzo delle azioni e l'aumento degli "spreads" del credito sono

stati non confrontabili con le precedenti correzioni di mercato. La correlazione tra le differenti classi di attivi si è mossa molto rapidamente, guidata dal bisogno di generare liquidità da parte di alcuni investitori.

LE STRATEGIE DIFENSIVE DEI CONVERTIBILI DIMOSTRANO LA LORO RESILIENZA

In un contesto così difficile, le obbligazioni convertibili hanno dimostrato, una volta in più, la loro resilienza intrinseca. In effetti, già dall'inizio dell'anno, la nostra strategia difensiva sulle obbligazioni convertibili ha subito un ribasso del 7,8% (facendo comunque meglio rispetto all'indice di riferimento "Investment grade") mentre i mercati azionari globali (MSCI World All Country EUR) sono precipitati del 19,6%.

La volatilità del mercato azionario è stata quasi cinque volte maggiore della nostra, a 25,5, rispetto al 5,6 del Fondo.

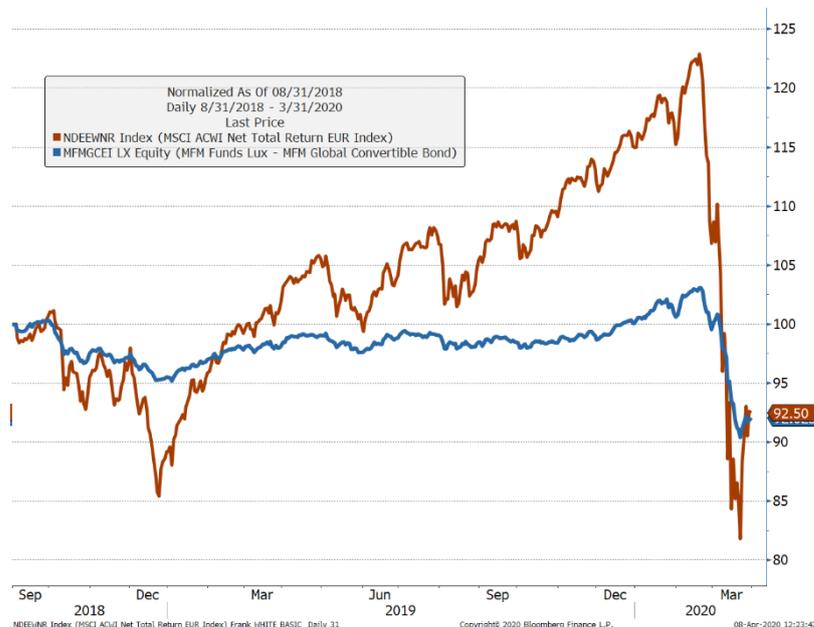


Figure 1 – Performance MSCI World All Country & MFM Global Convertible Bond from the 1st of September

Infatti, se analizziamo attentamente la performance dei fondi convertibili gestiti dalla MFM durante i periodi di stress del mercato, partendo dal 31 agosto 2018 e considerando anche l'ultimo trimestre del 2018 segnato dal tracollo borsistico (vedasi il grafico sopra), le nostre due diverse strategie sui convertibili hanno avuto un andamento migliore dei titoli azionari. La performance eccellente dei nostri fondi conferma l'utilità di tali strumenti di investimento, capaci di meglio attenuare gli effetti derivanti da shock di mercato imprevedibili.

Le obbligazioni convertibili dimostrano – ancora una volta – la loro capacità di ridurre il rischio in modo non lineare nonostante una effettiva esposizione al mercato azionario. Questa peculiarità è legata alla natura "convessa" dello strumento finanziario, in particolare, quando il "bond floor" è ben stabile, le perdite sulla componente azionaria del convertibile sono fortemente attenuate. Per questa caratteristica, le obbligazioni convertibili restano una asset class ideale durante e dopo i periodi di crisi, consentendo agli investitori di partecipare ai rialzi dei mercati azionari minimizzando sensibilmente la volatilità e, quindi, i ribassi derivanti dai periodi di instabilità.

Durante il corrente anno, uno dei principali indici delle obbligazioni convertibili (Global Focus Refinitiv index, ex UBS Thomson Reuters) ha realizzato una performance del -8,01%. I due principali fattori che hanno contribuito al citato rendimento negativo sono da individuare, dall'inizio della crisi, nella componente azionaria del titolo (il valore della opzione di conversione) e il fattore "cheapness" dato

dalla differenza tra il prezzo di mercato e il prezzo teorico dell'obbligazione convertibile. Nel corso di questa crisi, l'impatto della componente "cheapness" si è manifestato principalmente sulle obbligazioni convertibili con elevate qualità di credito. Questo si traduce in un "universo" delle obbligazioni convertibili più interessante in termini di valutazione per gli investitori che possono trarre vantaggio da rendimenti più elevati uniti ai benefici di ogni possibile rimbalzo del mercato azionario. Questa situazione può essere paragonata al 2008. Più in dettaglio, alcune obbligazioni convertibili con elevata qualità di credito, con minima sensibilità al prezzo delle azioni e con breve termine di scadenza, sono state recentemente negoziate sotto il valore del loro bond floor (l'equivalente del valore di una obbligazione ordinaria dello stesso emittente con identica scadenza e cedola), offrendo – in tal modo – un rendimento superiore alle obbligazioni ordinarie, come pure sulle azioni con diritto di opzione.

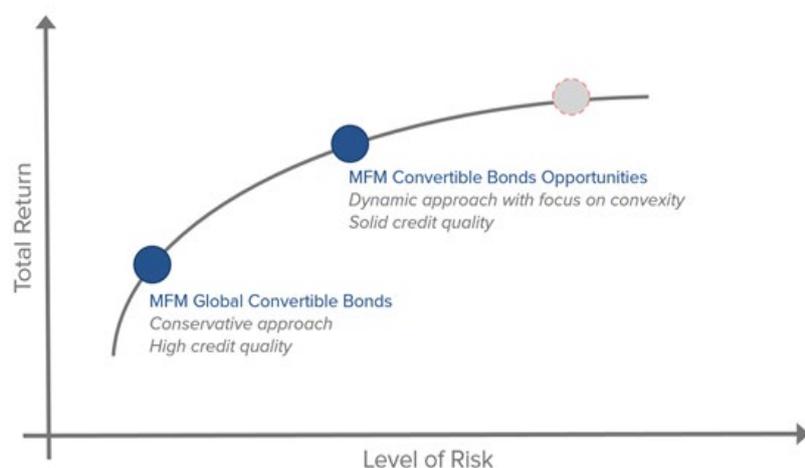
Tutte queste considerazioni offrono ottime ragioni per sovraesporre la componente obbligazionaria convertibile in una asset allocation, specialmente, nei periodi di instabilità economica che dovremo fronteggiare una volta conclusa l'emergenza della crisi sanitaria in atto.

LE NOSTRE STRATEGIE SUI CONVERTIBILI

La MFM Mirante Fund Management è specializzata in obbligazioni convertibili ed ha ricevuto diversi premi per la qualità della sua gestione sin dal 2003. Oggi la MFM propone due approcci di investimento:

— MFM Global Convertible Bonds:

Strategia difensiva basata sulla qualità di credito tesa ad assicurare – quando necessario - un *bond floor* stabile. Questa strategia si concentra sulla qualità di credito degli emittenti. Tale caratteristica, particolarmente in caso di netto allargamento dei *credit spreads*, genera un *bond floor* resiliente, mentre si riduce la sensibilità legata alle azioni che sono intrinsecamente più volatili. A titolo illustrativo, a marzo, nel cuore della crisi, l'esposizione al mercato azionario di questa strategia è stata – in automatico - vicina allo zero.



— MFM Convertible Bonds Opportunities:

Strategia più dinamica volta a trarre benefici da tutte le caratteristiche dell'universo delle obbligazioni convertibili, in modo da ottimizzare la loro convessità e, conseguentemente, il loro *Sharpe ratio*. La strategia segue un dinamico approccio "core-satellites". Il nucleo (core) applica una strategia "buy

and hold". E' basata sulla liquidità e sulla diversificazione geografica e settoriale. Lo scopo principale è mitigare i rischi finanziari idiosincratici. La performance è migliorata attraverso i "satellites boosters" mentre l'obiettivo principale dei "defensive satellites" è minimizzare i cali di mercato. Lo scopo dei "satellites" è la generazione di alpha, sia tatticamente che opportunisticamente dalle specifiche situazioni di mercato delle obbligazioni convertibili.

LA PERFORMANCE DELLE NOSTRE STRATEGIE.

La performance del fondo MFM Global Convertible Bond (Class EUR, I) per il corrente anno, fino al 31 marzo, ha segnato un -7,82% rispetto al -8,01% registrato dal suo investment grade benchmark.

In termini relativi, le posizioni sottopesate sui titoli Industriali europei ci ha aiutato alla stregua della sottoesposizione nel settore Communications Services in Asia – ex Japan. In termini assoluti, l'Europa è stata la regione più debole, seguita dal settore del mercato Immobiliare americano e degli Industriali e Tecnologici. Tuttavia, i Tecnologici nella regione Asia- ex Japan hanno beneficiato di un forte rimbalzo a fine marzo. In questa strategia difensiva, ci siamo preparati alla gestione prudente dell'esposizione al rischio e aumentato le nostre posizioni liquide per cogliere tempestivamente le eventuali opportunità di investimento presenti in questo difficile contesto.

La performance del fondo MFM Convertible Bonds Opportunities (Class EUR, I) è stata del -8,14% contro un -9,02% del suo benchmark.

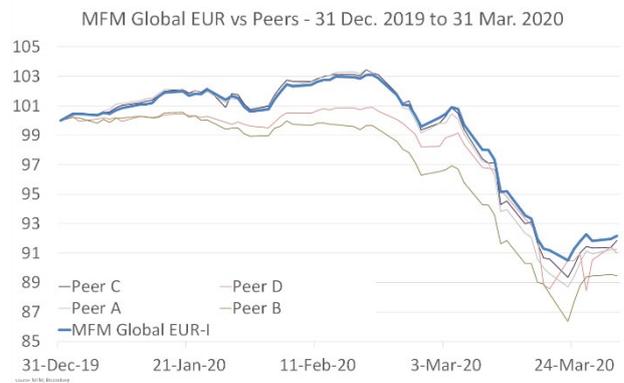
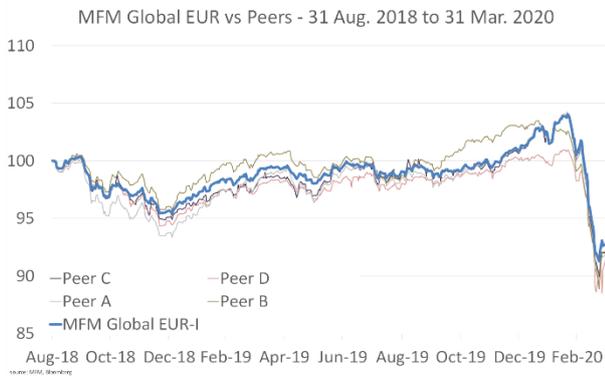
In termini relativi, abbiamo beneficiato della nostra sottoesposizione in obbligazioni Europee nei settori dei Consumi e Industriali. Inoltre, il sottopesare i settori Energy, Health Care e Communication Services negli Stati Uniti ha anche contribuito in modo positivo. In termini assoluti, i settori US Technology e Communications Services sono stati i principali detrattori, mentre il settore Consumer Discretionary è stato il principale contributore. In termini di strategia e costruzione del portfolio, il core portfolio ha agito come "attenuatore" dello shock, mentre le nostre strategie satelliti ci hanno permesso una presa di profitto all'inizio della crisi diminuendo il risk budget.

LA PERFORMANCE CONFRONTATA CON I NOSTRI PEERS.

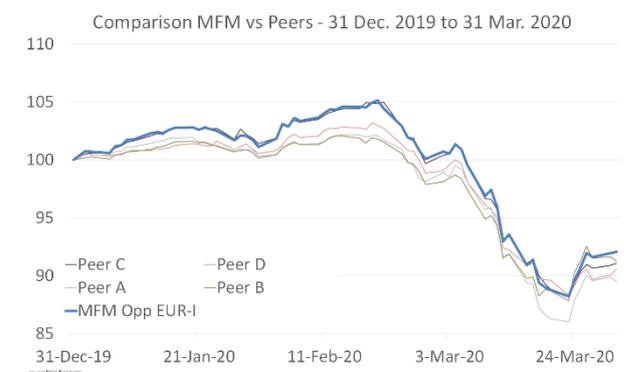
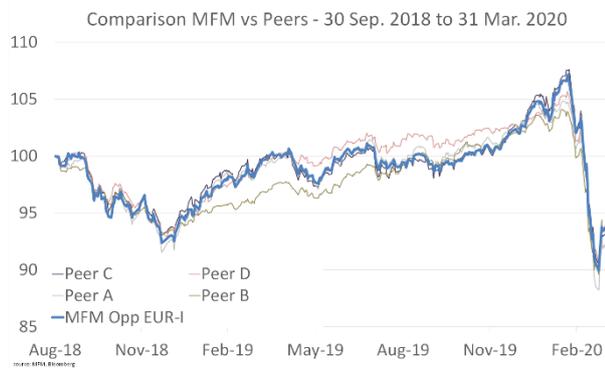
In qualità di specialisti negli investimenti in obbligazioni convertibili, abbiamo sentito il dovere di dimostrare la concretezza delle nostre strategie di investimento negli attuali contesti estremamente difficili. Qui di sotto abbiamo illustrato il comportamento delle nostre strategie in rapporto con i nostri principali competitori internazionali. Entrambe le strategie si sono classificate le migliori nel rispettivo gruppo di peers.

Vi rappresentiamo la performances su due periodi: (i) dal 31 dicembre 2019 al 31 marzo 2020 e (ii) dal 31 agosto 2018 al 31 marzo 2020.

Performance of MFM Global Convertibles Bonds Fund



Performance of MFM Convertible Bonds Opportunities Fund



ENTRARE IN UN NUOVO CICLO ECONOMICO

Fase uno: La prospettiva a breve termine dipende dalla soluzione della crisi sanitaria. Il picco della epidemia non è ancora stato raggiunto in molte parti del mondo. La situazione rimane critica negli Stati Uniti con un terrificante numero di nuovi casi. L'azzeramento dei nuovi casi in Cina dimostra – tuttavia – che le misure di contenimento possono funzionare. Il loro esempio suggerisce che la situazione dovrebbe essere tenuta sotto controllo allo stesso modo: o attraverso significativi miglioramenti dei trattamenti medici oppure con misure di contenimento efficaci. Dal punto di vista degli investimenti, la progressione del virus rimarrà il principale fattore-guida delle tensioni sui mercati finanziari in questa prima fase. Finquando il picco della epidemia non sarà raggiunto, in modo particolare negli Stati Uniti, la volatilità rimarrà probabilmente molto alta. Il rialzo del mercato azionario cinese è iniziato quando l'epidemia è stata contenuta in Cina, poche settimane fa. Si spera che il rallentamento economico indotto non durerà oltre il primo semestre di quest'anno. Questo scenario è ottimistico: si basa su una efficace risposta sul controllo del coronavirus. La situazione sarà estremamente differente se continua il totale confinamento sociale ed economico, accentuando le paure di una profonda depressione. Quest'ultimo non è tuttavia il nostro scenario di riferimento. Gli analisti e gli investitori hanno registrato numerosi segni di ripresa economica nell'iniziale epicentro del virus - in Cina – e prevedono una simile reazione nella seconda metà dell'anno negli Stati Uniti e in Europa. In aggiunta alla sua durata, l'altra misura della profondità della crisi economica indotta sarà l'estensione della disoccupazione. Nei mercati finanziari, la fine della fase dovrebbe coincidere con la normalizzazione della correlazione e una frenata della volatilità.

- ✓ Le obbligazioni convertibili partecipano ai rialzi di mercato ma preservano il capitale quando i mercati scendono. Questo effetto è persino più accentuato quando il credito sottostante e l'azione mostrano una significativa volatilità.
- ✓ Le obbligazioni convertibili offrono una interessante alternativa alle tipiche strategie di ribilanciamento, per esempio attraverso la vendita di assetti difensivi - come le obbligazioni governative - per la presa di profitti attratti dai prezzi iniziali di entrata nei mercati azionari. A dire il vero, se non si vuole aumentare sensibilmente il rischio di portafoglio attraverso lo scambio diretto tra obbligazioni governative e azioni, si dovrebbe considerare la riallocazione di una parte della quota dei titoli a reddito fisso in una strategia di convertibili. Questi offrono, a parità di volatilità delle obbligazioni, la possibilità di partecipare all'aumento dei corsi azionari.

La seconda fase segnerà il percorso tra l'uscita della pandemia e la fine della crisi economica indotta. In questo periodo, gli investitori hanno bisogno di smaltire i piani di recupero massivi. Non è semplice prevedere se i pacchetti di aiuti annunciati dalle banche centrali e dai governi saranno sufficienti. D'altra parte, con i governi e le banche centrali pronte a "fare ciò che occorre", anche se i recenti

interventi sono giudicati insufficienti, il rischio di una depressione prolungata è diminuito. Al momento, l'estensione dei danni economici non è valutabile, e un rimbalzo V-shaped nelle azioni sembra improbabile. Ciononostante, le misure di stimolo dovrebbero facilitare una ripresa dell'economia reale e ciò indurrebbe un aumento del mercato azionario.

- ✓ In tempi di incertezza, le obbligazioni convertibili possono essere un ideale asset class. Esse offrono una alternativa che elimina il bisogno per una allocazione binaria tra obbligazioni e azioni. Inoltre, l'alto livello di volatilità in questa fase ha un impatto meccanicamente positivo sulle obbligazioni convertibili, poiché l'opzione incorporata offre più valore mentre i scenari dei possibili risultati aumentano.
- ✓ Le obbligazioni convertibili offrono un efficace modo di esposizione alla volatilità con una elevata aspettativa di potenziali rendimenti senza l'utilizzo di leve finanziarie.

La terza fase sarà quella che preannuncia l'inizio di un nuovo ciclo economico. Naturalmente è prematuro prevedere l'inizio di questa fase, ma possiamo cercare di delineare i suoi contorni. Se il precedente ciclo è stato monetario, con l'interventismo globale da parte delle banche centrali, il prossimo dovrebbe essere fiscale. Infatti, il futuro ciclo economico sarà supportato dai governi centrali. Il taglio delle tasse e l'aumento della spesa pubblica, entrambi annunciati, segneranno l'andamento della economia reale. I mercati finanziari dovrebbero beneficiare del potenziamento delle attività economiche, in modo particolare gli assetti esposti direttamente a questa crescita. Allo stesso tempo, un rischio critico del prossimo ciclo sarà indubbiamente legato all'aumento, controllato o meno, dell'inflazione, che dovrebbe far salire i tassi di interesse condizionando i titoli esposti alla durata finanziaria. Un altro rischio, più politico, sarà legato al fatto che l'espansione degli stimoli fiscali è stata storicamente difficile da annullare senza generare sostanziali shock.

- ✓ In un contesto di interessi bassi, le obbligazioni ordinarie presentano un contrario rischio asimmetrico con rendimenti insufficienti oltre al rischio di lunga durata. Per contro, le obbligazioni convertibili offrono un basso rischio di durata con una attiva partecipazione alla crescita del capitale in caso di un moderato aumento dei tassi di interesse. A dire il vero, in uno scenario di una modesta crescita dei tassi di interesse, le azioni hanno storicamente realizzato rendimenti positivi come le obbligazioni convertibili.
- ✓ Le obbligazioni convertibili aggiungono diversificazione, quasi obbligatoriamente in un ciclo economico e fiscale, e rendimenti calibrati al rischio in ogni strategia di asset allocation.

CONCLUSIONI

Siamo soddisfatti che le obbligazioni convertibili abbiano potuto offrire agli investitori un prodotto solido per navigare al meglio nel turbolento primo trimestre del 2020, e siano un affidabile strumento per tutti i tipi di investitori. Siamo più che mai convinti che il prossimo ciclo economico dovrà beneficiare delle obbligazioni convertibili. Storicamente le obbligazioni convertibili hanno prodotto i rendimenti migliori dopo i periodi di grandi difficoltà, come quello che stiamo oggi vivendo. Infatti, le differenti stime sono generalmente transitorie, mentre la convenienza delle obbligazioni convertibili necessariamente è orientata verso il suo valore reale.

Dalla combinazione di una asset class che offre un valore attraente in un contesto macroeconomico promettente per le obbligazioni convertibili, si intuisce il momento favorevole per inserire questa asset class in qualsiasi strategia di asset allocation diversificata.

VUOI SAPERNE DI PIÙ?

Siamo disponibili in questo periodo di confinamento,
contattaci!

Giuseppe (Joe) Mirante
CEO/Founder - Head Convertible Bonds
+41 21 808 00 91
joe@mirante.ch

Markus Haefliger
Global Head of Sales
+41 44 251 20 42
markus.haefliger@mirante.ch

LA MFM MIRANTE FUND MANAGEMENT ED IL MFM GROUP

La MFM Mirante Fund Management è stata riconosciuta specializzata nella gestione di attivi sin dal 2003 e ha ricevuto diversi premi per la qualità della sua amministrazione. Due premi Lipper sono stati assegnati nel 2009 e nel 2013 nell'asset class "convertible bonds":

- Il premio Lipper nel 2009 è stato riconosciuto sulla base della performance fra il 2006 e il 2008, uno dei periodi più difficili per i mercati finanziari;
- Il secondo premio Lipper è stato vinto nel 2013 riconoscendo alla società la capacità di generare rendimenti costanti in un contesto di mercato variabile.

La MFM gestisce attivamente 12 strategie che coprono le principali asset classes (*convertible bonds, long-short credit and equity, sustainable fixed-income, multi-assets strategies, global long-only in fixed-income, equity, real estate and alternative*).

Le nostre sedi si trovano in Svizzera nel centro di Losanna e Zurigo.

Oggi, il Gruppo MFM conta più di 25 impiegati che sono fermamente impegnati a preservare il DNA della compagnia fondata 16 anni fa.

La nostra gamma di servizi è rivolta sia agli Istituzionali che ai clienti Private.

DISCLAIMER

Rappresentanti: FundPartner Solutions (Suisse) S.A., Route des Acacias 60, 1211 Geneva 73, Switzerland. Paying Agent: Banque Pictet & Cie SA, Route des Acacias 60, 1211 Geneva 73, Switzerland. Lo Statuto, i Prospetti, i Documenti di informazione chiave per l'investitore, l'ultimo Rapporto annuale e semestrale possono essere chiesti – senza spese – ai Rappresentanti.

I rendimenti passati non debbono essere considerati come indicatori o garanzie di future prestazioni, e i destinatari di questo documento sono totalmente responsabili per gli Investimenti che intendono fare. Nessuna espressa o implicita garanzia è data sui futuri rendimenti.

Il Fondo non è rivolto, né è inteso per la distribuzione o uso, a persone o entità che sono cittadini o residenti o domiciliati in una località, stato, paese o giurisdizione in cui la distribuzione, pubblicazione, disponibilità o uso è contrario alla legge o ai regolamenti. Le ultime versioni dei Prospetti, Statuto, Rapporti annuali e semestrali dovrebbero essere consultati prima di assumere ogni decisione di investimento. Questi documenti sono disponibili su www.fundsquare.net, e presso la FundPartner Solutions (Europe) S.A., 15 Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg ovvero presso i locali rappresentanti. Le informazioni e i dati presenti in questo documento non sono da considerare come una offerta o sollecitazione a comprare, vendere o sottoscrivere titoli o strumenti finanziari. Le informazioni, opinioni e stime contenute in questo documento riflettono il giudizio e le valutazioni alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. Nessuna misura è stata considerata per assicurare che i titoli finanziari riportati in questo documento siano adatti a particolari tipologie di investitori e questo documento non potrà essere esibito in caso di giudizio indipendente. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può essere soggetto a cambiamenti in futuro. Prima di prendere ogni decisione di investimento, gli investitori sono invitati ad accertarsi se l'investimento è adatto a loro in base alla propria conoscenza e esperienza in campo finanziario, secondo gli obiettivi da conseguire e la propria situazione finanziaria, oppure avvalersi di specifica consulenza di professionisti del settore. I prezzi e le rendite dei titoli o strumenti finanziari menzionati in questo documento sono basati su tassi presi da fonti di informazione finanziaria consueti e possono variare. I valori di mercato possono variare sulla base di cambiamenti economici, finanziari, politici, dei restanti termini, condizioni di mercato, volatilità e solvenza degli emittenti o dei gestori degli indici di riferimento. Inoltre, i tassi di cambio possono avere un effetto positivo o negativo sui valori, i prezzi o le rendite dei titoli finanziari o strumenti di investimento citati in questo documento.