



Carmignac P. Credit: Lettera dei Gestori

Autore/i
Pierre Verlé, Alexandre Deneuveille

Data di pubblicazione
13 Aprile 2023



+1.30%

Performance di Carmignac P. Credit
nel 1° trimestre 2023 per la quota A EUR

+1.85%

Performance dell'Indice di riferimento
nel 1° trimestre 2023,
l'Indice di riferimento è composto per il 75% da ICE BofA Euro Corporate Index e per il 25% da ICE BofA Euro High Yield Index

+4.87%

performance annualizzata su 3 anni per il Fondo, comparato al -0.36% per l'Indice di riferimento¹

*Nel primo trimestre del 2023, **Carmignac Portfolio Credit** ha registrato una performance pari a +1,30%, rispetto al +1,85% registrato dall'indice di riferimento¹.*

Breve panoramica sul primo trimestre del 2023

Il primo trimestre è stato ricco di avvenimenti, culminati nel fallimento di una serie di banche negli Stati Uniti e del Credit Suisse in Europa.

Sebbene le tensioni nel settore bancario possano protrarsi innescando un ulteriore effetto domino, non prevediamo che questi ostacoli siano in grado di compromettere il sistema finanziario in modo irreversibile, come accaduto nel 2008. Paradossalmente, riteniamo che ciò che è stato messo in luce nelle ultime settimane siano gli effetti positivi delle riforme e delle normative messe in campo negli ultimi quindici anni (a tale proposito, è molto interessante osservare che il fallimento di SVB è stato reso possibile dall'allentamento delle normative previsto dalla precedente Amministrazione statunitense). SVB e Credit Suisse non sono stati certamente gli istituti meglio gestiti all'interno della loro categoria, ma erano state adottate misure per ammortizzare le conseguenze dei loro errori, in assenza di una crisi di fiducia. Abbiamo inoltre riscontrato che le autorità di regolamentazione, lungi dal restare inerti, si sono dimostrate pronte ad agire con determinazione per evitare qualsiasi effetto domino.

In particolare, non riteniamo che il mercato delle obbligazioni Additional Tier 1 scomparirà a seguito dell'incorporazione di Credit Suisse (CS) da parte di UBS. La reazione iniziale, il lunedì mattina successivo, non è stata significativa, probabilmente più a causa dell'effettiva subordinazione delle obbligazioni AT1 di Credit Suisse alle azioni, che non dell'azzeramento del valore dei titoli AT1. Il mercato non si è mostrato sorpreso per il totale azzeramento del valore di queste obbligazioni subordinate junior, probabilmente poiché questi strumenti sono stati progettati proprio per facilitare compromessi riparatori. Tuttavia, il pagamento di oltre 3 miliardi di dollari agli azionisti è stato problematico, e addirittura percepito come potenzialmente devastante per il mercato delle obbligazioni AT1. Le autorità di regolamentazione europee (EBA, SRB, ECB, BoE) si sono affrettate a ribadire che i titoli azionari subiscono perdite addirittura prima delle obbligazioni più rischiose, e gli operatori di mercato si sono resi conto del fatto che non si trattasse di una peculiarità svizzera, ma anche molto probabilmente di una trattativa idiosincratca e diplomatica con il principale azionista di Credit Suisse. Dopo aver raggiunto livelli che non si registravano da marzo 2020, lunedì 20 marzo, gli spread delle obbligazioni bancarie soggette a salvataggio interno sono rapidamente tornati a livelli più bassi rispetto alla chiusura della settimana precedente. Ciò non stupisce per le obbligazioni senior holdco/senior non-privilegiate e Tier 2 (anche se le obbligazioni Co.Co. Tier 2 di Credit Suisse sono state risparmiate nella delibera, e gli operatori di mercato si sono resi conto di quanto sarebbe stato difficile azzerare il valore di altre obbligazioni oltre a quelle AT1). La maggior parte degli spread AT1 è attualmente a un livello più elevato rispetto al reset registrato, il che implica il fatto che non sarebbe conveniente per la maggior parte di queste obbligazioni essere rifinanziate se fossero rimborsabili ad oggi; tuttavia, si posizionano all'interno dell'intervallo di questi reset, poiché gli spread si sono stabilizzati a un livello superiore di 100-150pb per gli emittenti di qualità elevata, rispetto all'inizio di marzo. Mantenere la stabilità è un risultato significativo per questo mercato, considerato che circa il 7% è stato azzerato nell'arco di un week-end.

Sebbene le principali notizie del trimestre non abbiano messo in luce alterazioni più ampie all'interno del sistema finanziario, hanno sicuramente illustrato ciò che accade normalmente nel ciclo del credito con l'aumentare del costo del capitale. Ciò è in linea con la nostra visione a lungo termine, secondo cui nei prossimi anni si registrerà un numero maggiore di eventi negativi nel settore del credito, il che presenta dei vantaggi e contribuirà a generare performance. Alcune circostanze diventano troppo gravose per essere superate con facilità e, a un'analisi più approfondita, si rivelano un problema complesso. **Questa specifica svolta del ciclo è particolarmente accentuata, poiché avviene alla fine di un lungo periodo di repressione finanziaria dove il capitale, a tutti gli effetti, era pressoché gratuito.** Nel corso degli ultimi dieci anni, per periodi di tempo regolari ed estesi, le società investment grade potevano finanziarsi a quasi lo 0%. **A questo costo, l'allocazione del capitale può rapidamente diventare indiscriminata, e quando lo 0% si trasforma in 5%, delle correzioni diventano sicuramente necessarie.** Analogamente, durante lo scorso decennio, le società con rating a una sola B, potevano regolarmente finanziarsi a un tasso inferiore al 5%. Anche con una posizione commerciale in difficoltà, gli emittenti potevano far fronte a una leva finanziaria molto elevata. Ciò non è più possibile quando il 5% diventa il 10% o un livello superiore (e nel corso del trimestre, ci sono state aziende solide del segmento high yield che hanno collocato emissioni a oltre il 13%!). Inevitabilmente, quindi, si assisterà a una ripresa dei casi di default rispetto al livello di base insolitamente basso registrato negli ultimi tempi.

Prospettive

Tutte queste sono ottime notizie per chi seleziona obbligazioni. **Il rischio legato ai fondamentali è ormai remunerato in modo competitivo su tutta la linea, talvolta anche generosamente se si è disposti a dedicarsi all'analisi per comprendere meglio casi di investimento più complessi.** Il portafoglio di Carmignac Portfolio Credit è ben diversificato, costruito in modo equilibrato, con ancora circa il 10% di coperture attraverso CDS su indici high yield, presenta un rating medio BB+ e offre rendimenti che superano il 10% (fonte: Carmignac, 31/03/2023). Questo prima di prendere in considerazione l'esercizio delle opzioni di rifinanziamento anticipato da parte di molti degli emittenti in portafoglio; in molti casi, sarà logico che questi ultimi facciano fronte alle scadenze prima della data finale, il che potrebbe potenzialmente incrementare tale rendimento di un ulteriore 1% o 2%. Con un rendimento così elevato, le prospettive di remunerazione sono interessanti, e riteniamo che il rischio di ribasso legato a mercati potenzialmente volatili sarà limitato (poiché il carry trade compensa rapidamente gli eventuali ribassi). **Il Fondo è fortemente esposto al settore delle risorse naturali e a quello finanziario, dove la qualità del credito migliora strutturalmente in tempi di inflazione, nonché a tranche interessanti (a tasso variabile) di CLO.** Di conseguenza, il Fondo dovrebbe registrare un andamento positivo anche qualora le pressioni inflazionistiche dovessero protrarsi più a lungo del previsto.

Al di là dell'attuale situazione favorevole, siamo molto contenti del cambio di contesto in atto. In una certa ottica, gli anni successivi alla grande crisi finanziaria sono stati caratterizzati da una repressione finanziaria senza precedenti nei 5.000 anni di storia documentata dei tassi di interesse. Non c'è mai stato letteralmente un periodo peggiore (in tempo di pace) per investire nel credito. Il ritorno a un contesto a livello globale in cui il costo del capitale non è più represso, e le buone imprese con bilanci in cattive condizioni falliscono offrendo potenziali opportunità asimmetriche, è estremamente interessante per chi seleziona obbligazioni.

Fonte: Carmignac, 31/03/2023. Performance della quota A EUR acc, codice ISIN: LU1623762843. ¹Indice di riferimento: 75% Indice BofA Merrill Lynch Euro Corporate, 25% Indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield. 231/07/2017. La performance passata non è necessariamente un indicatore affidabile di risultati futuri. **Il rendimento può aumentare o diminuire a seguito di fluttuazioni valutarie. Le performance si intendono al netto delle spese (escluse eventuali commissioni d'ingresso spettanti al distributore). Materiale pubblicitario.** Prima della decisione finale di investimento, consultare il KID/Prospetto del Fondo.

Carmignac P. Credit

Accesso all'intera gamma del credito per il massimo della flessibilità

[Consulta la pagina del Fondo](#)

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'insolubilità 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 date 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.](#)