

# M&G (Lux) Optimal Income Fund



## Informe de inversión y perspectivas

Richard Woolnough, gestor

Julio de 2022

- Los mercados han experimentado volatilidad en la primera mitad de 2022, y las clases de activo de renta fija han perdido terreno.
- La inflación creciente y los acontecimientos internacionales han generado incertidumbre y reducido el apetito de los inversores por los bonos.
- En base a nuestra previsión macroeconómica y las valoraciones actuales, creemos que el fondo puede beneficiarse de un estrechamiento de los diferenciales de crédito y de un aumento de pendiente de la curva de tipos.
- En lo que va de año, el fondo ha generado una rentabilidad negativa debido al aumento de los diferenciales y a las TIR crecientes de la deuda soberana. No obstante, en dicho periodo ha superado a su índice de referencia, sobre todo gracias a su menor exposición a los emisores soberanos y a sus posiciones en acciones *value*.
- Su duración ronda actualmente los 5,1 años, el mayor nivel en más de una década. La mayor parte de esta duración procede de los tramos a corto y a medio plazo de la curva, y mantenemos una duración negativa en su extremo de mayor vencimiento.

El valor y los ingresos de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. No puede garantizarse que el fondo alcance su objetivo, y es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

## Comentario de mercado

Los mercados financieros siguen mostrando una volatilidad muy pronunciada al entrar en la segunda mitad del año. El apetito de los inversores por la renta fija ya había disminuido, debido a la aceleración de la inflación y a las subidas de tipos implementadas por los bancos centrales, y los desarrollos políticos internacionales han deteriorado más si cabe el sentimiento del mercado. Pese a ello, mantenemos un optimismo razonable en torno a la economía, un hecho crucial para nuestro posicionamiento de cartera de cara a los meses restantes de un año complicado.

## La economía

Creemos que la economía goza de salud pese a estar ralentizándose, y que la reacción del mercado está siendo un tanto exagerada. También pensamos que, tarde o temprano, los bancos centrales comenzarán a desviar su atención de la lucha contra la inflación a la preservación del crecimiento (lea nuestra reciente entrada en el blog Bond Vigilantes, «[Top Gun - What is Powell's call sign?](#)»). En nuestra opinión, tal giro en la política monetaria (de combatir la inflación a evitar una recesión y proteger el empleo) podría ser beneficioso para el posicionamiento del fondo.

Está claro que existen retos en la economía, empezando por la inflación. La aceleración de los precios

estadounidenses en mayo disipó cualquier esperanza de que la inflación estuviera tocando techo en la mayor economía del mundo. La cifra general de inflación alcanzó el 8,6% (desde el 8,3% de abril) y superó la mayoría de los pronósticos. Esta subida se vio impulsada sobre todo por el encarecimiento de la alimentación y de los combustibles, aunque hubo contribuciones significativas de la vivienda (alquileres) y de otras áreas, lo cual sugirió que las subidas de precios se están tornando más generalizadas si cabe.

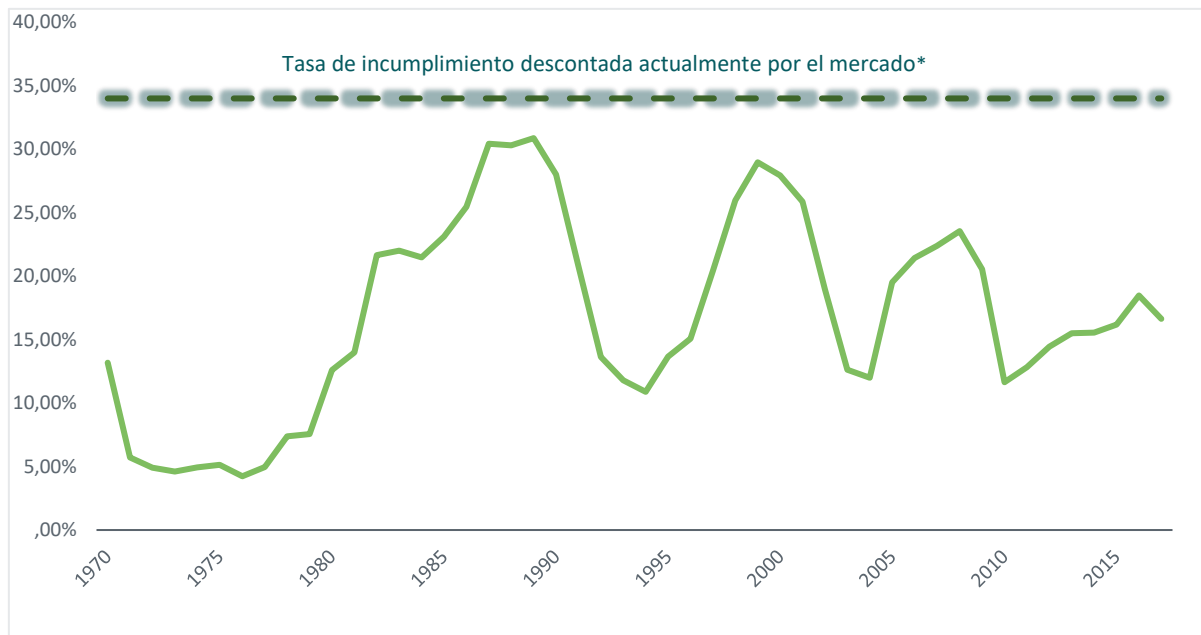
La inflación tampoco ha frenado su avance en el Reino Unido: su tasa anual alcanzó el 9,1% según los datos más recientes, y el Banco de Inglaterra advirtió de la probabilidad de que las subidas de los precios alcancen el 11% de aquí a otoño.

Dicho esto, tanto consumidores como empresas tienen una posición financiera sólida y los salarios están aumentando, lo cual ayuda a soportar la presión inflacionaria. Así, consideramos poco probable que las tasas de incumplimiento de la renta fija aumenten tanto como descuenta el mercado actualmente, lo cual nos aporta confianza a la hora de invertir en deuda corporativa.

## Gráfico 1: Actualmente, el riesgo de crédito está bien remunerado

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras

## Tasa de impago HY histórica frente a la implícita en el mercado



Fuente: M&G, Deutsche Bank, ICE Bank of America, Moody's Research, 30 de junio de 2022. \*Calculado mediante el índice CDX HY a 5a asumiendo una tasa de recuperación del 30%.

## Posicionamiento de cartera

Aunque el crédito ha experimentado una volatilidad elevada en el primer semestre, no creemos que el riesgo de incumplimiento haya cambiado de forma significativa. Al mismo tiempo, pensamos que la clase de activo remunera a los inversores con horizontes a largo plazo por el riesgo que asumen.

El gráfico 1 muestra el nivel de impagos que descuenta actualmente el mercado de deuda high yield frente al nivel *registrado* históricamente por este mercado. Los diferenciales sugieren que en torno a una tercera parte de los emisores de estos bonos incumplirán en los próximos cinco años; en el pasado, nunca hemos experimentado una tasa de impago superior al 30% en cualquier periodo de cinco años. Así, la deuda corporativa todavía nos inspira confianza y anticipamos un estrechamiento de los diferenciales en adelante.

Típicamente, como mínimo un 50% de la cartera se invierte en un amplio abanico de bonos high yield de cualquier calidad crediticia, de cualquier país (incluido el universo emergente) y denominados en cualquier divisa. El gestor también puede invertir hasta un 20% de la cartera en renta variable. El fondo aplica un enfoque con un sesgo ESG positivo, que se logra manteniendo una

calificación ESG media ponderada superior a la del índice de referencia.

Entre los cambios realizados en nuestra asignación de activos durante la primera mitad de 2022 figuran los siguientes:

- Añadimos exposición a la **deuda high yield** principalmente a través del mercado de derivados, e incorporamos **bonos de entidades financieras** al considerar que los bancos, por ejemplo, podrían beneficiarse de un entorno de tipos de interés crecientes. Al mismo tiempo, el segmento high yield debería seguir gozando de respaldo en un entorno de crecimiento económico positivo.
- Hemos operado de forma activa en el mercado primario de **crédito con grado de inversión**, pues pensamos que el aplazamiento de emisiones ha provocado trastornos en las cotizaciones (en forma de una prima de nueva emisión elevada).
- Mantenemos la cautela en áreas del mercado que se han visto más afectadas por la flexibilización cuantitativa (QE) en los últimos años: la expectativa es que estos bonos se verán presionados cuando los bancos centrales empiecen a reducir sus balances.
- En general, todavía existe bastante margen de maniobra para añadir riesgo de crédito si los diferenciales siguen ensanchándose (aunque este no es nuestro escenario básico). La **liquidez** de la cartera

sigue siendo relativamente elevada, con cerca de un 26% combinado en efectivo y deuda soberana libre de riesgo.

- El gráfico 2 muestra la dirección de algunas de nuestras posiciones principales durante el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 30 de junio de 2022. El posicionamiento de duración del fondo es una de nuestras principales perspectivas.

Gráfico 2: Cambios clave en el posicionamiento de la cartera en el primer semestre de 2022

	Comienzo de 2022		30 de junio de 2022
Duración	2,4 años	↑	5,1 años
Crédito con grado de inversión	45%	↑	47%
Deuda high yield	22%	↑	35%
Deuda soberana	23%	↑	25%
Renta variable	5,5%	↓	1,7%

Fuente: M&G. Posicionamiento de cartera del M&G (Lux) Optimal Income Fund a 31 de enero de 2022 frente al 30 de junio de 2022.

### Duración

Un cambio importante implementado en el fondo en lo que va de año ha sido en nuestro posicionamiento en términos de sensibilidad a los tipos de interés (duración). Mantenemos una duración inferior a la del índice de referencia, pero el movimiento de la rentabilidad al vencimiento (TIR) de la deuda soberana nos ha llevado a añadir cierta duración a la cartera: hasta la fecha, la hemos doblado de 2,4 a 5,1 años (frente a los 6,5 del indicador).

Este aumento de la duración ha tenido lugar eminentemente en los tramos a corto y a medio plazo de la curva de tipos, al considerar que estos bonos ofrecen actualmente un menor perfil riesgo/rentabilidad y descuentan varias subidas del precio del dinero. La mayor parte de la duración procede de deuda soberana denominada en dólares y en euros, que es donde el mercado ya descuenta varias subidas de tipos. En cambio, tenemos una duración baja en activos en libras esterlinas, y negativa en bonos japoneses.

Por otra parte, las TIR de los bonos soberanos a largo plazo todavía son históricamente bajas, y creemos que estos títulos podrían sufrir correcciones considerables, sobre todo ahora que la Reserva Federal estadounidense está reduciendo su balance. Pensamos que nuestro posicionamiento neto de duración corta en bonos soberanos a largo plazo puede contribuir a la rentabilidad del fondo en adelante, sobre todo si la inflación permanece elevada y los bancos centrales comienzan a recortar sus balances, tal como esperamos.

### Renta variable

Nuestra asignación en renta variable, compuesta predominantemente de empresas con ratios PER bajos, ha mostrado un comportamiento relativamente bueno este año. Así, el diferencial de renta entre las acciones en cartera y los bonos se ha comprimido, lo cual nos ha llevado a reducir las posiciones en acciones destacadas y elevar gradualmente las tenencias de deuda. La exposición a esta clase de activos como porcentaje del patrimonio total del fondo no llega al 2% y es algo más de la mitad que al comenzar el año.

### Análisis de la rentabilidad en la primera mitad de 2022

Una combinación de TIR crecientes de la deuda soberana y diferenciales de crédito más anchos ha provocado caídas en la mayor parte de las clases de activo de renta fija en lo que va de año.

En la cartera, la exposición al riesgo de crédito ha sido perjudicial, al haberse ensanchado los diferenciales. De hecho, la mayor parte de esta rentabilidad negativa ha procedido de bonos con grado de inversión, el área que seguimos sobreponderando en mayor medida, como mencionábamos.

La exposición a la deuda high yield también ha mermado el resultado este año, aunque la contribución respecto al índice de referencia ha sido positiva, al haberse infraponderado.

La deuda soberana también ha tenido un efecto negativo, al haber subido las TIR. No obstante, nuestro posicionamiento de duración defensivo nos ha ayudado en términos relativos en muchas ocasiones.

Por último, la rentabilidad de la renta variable, procedente sobre todo de empresas con ratios PER bajos, ha sido positiva.

Las inversiones en deuda están expuestas a los tipos de interés, a la inflación y a las calificaciones de crédito. Es posible que los emisores de bonos no puedan pagar intereses o devolver el capital principal al inversor, y

todos estos acontecimientos pueden reducir el valor de estos títulos en el fondo. Los bonos high yield suelen conllevar un mayor riesgo de que sus emisores no sean capaces de pagar intereses o de devolver el capital invertido.

## En adelante

Creemos que la combinación de tipos de interés crecientes y de ensanchamiento de los diferenciales ha creado un mayor colchón que a comienzos de año para los inversores en renta fija con horizontes de inversión a largo plazo.

En este contexto, y como resultado de los cambios implementados en la cartera, el M&G (Lux) Optimal Income Fund también ha visto crecer este colchón: a fin de junio, el fondo ofrecía una rentabilidad hasta el vencimiento esperado (esencialmente, una estimación de la rentabilidad de inversión anualizada hasta el vencimiento esperado de sus posiciones subyacentes) del 3,96% bruto comisiones, frente al 1,69% al comenzar el año.

En nuestra opinión, la TIR o rentabilidad al vencimiento (pese a no ser una medida perfecta) podría brindar un punto de partida útil para considerar las rentabilidades futuras. De no producirse cambios de posicionamiento ni en las valoraciones del mercado, los inversores pueden esperar una rentabilidad bruta básicamente en línea con la TIR de la cartera (de en torno al 3%).

No obstante, los mercados no son estáticos: al tender a ser volátiles, su rentabilidad suele diferir de la TIR que ofrece la deuda. En el gráfico 3 mostramos cómo podría evolucionar el fondo bajo diferentes escenarios de tipos de interés y diferenciales, a partir de su posicionamiento actual.

En base a nuestra previsión macroeconómica y las valoraciones actuales, estamos posicionados de cara a un entorno de diferenciales de crédito más estrechos y de ningún cambio pronunciado en las TIR de la deuda soberana (aunque todavía esperamos cierta presión en el extremo a largo plazo de la curva, al que actualmente tenemos una exposición negativa).

Gráfico 3: ¿Cuál *podría* ser la evolución del fondo en los próximos 12 meses?

Rentabilidad total en varios escenarios de tipos de interés/diferenciales en base al posicionamiento actual

		Credit spreads						
		-3%	-2%	-1%	No change	1%	2%	3%
Government bond yields	-1.50%	29.2%	23.3%	17.5%	11.6%	5.8%	-0.1%	-5.9%
	-1.00%	26.6%	20.8%	14.9%	9.1%	3.2%	-2.6%	-8.5%
	No change	21.5%	15.7%	9.8%	4.0%	-1.9%	-7.7%	-13.6%
	1.00%	16.4%	10.6%	4.7%	-1.2%	-7.0%	-12.9%	-18.7%
	1.50%	13.9%	8.0%	2.2%	-3.7%	-9.6%	-15.4%	-21.3%

Únicamente a efectos ilustrativos. En ningún caso se pretende proporcionar estimaciones de futuros rendimientos, rentabilidades o diferenciales. El análisis de la cartera se basa en un periodo de tenencia de un año, suponiendo una cartera estática y cambios paralelos en las curvas tipos; se excluye cualquier exposición a renta variable. El análisis también presupone cualquier movimiento de los tipos y/o los diferenciales como un hecho puntual.

Fuente: M&G, en base al posicionamiento del fondo y del índice, a 30 de junio de 2022.

Gráfico 4: Rentabilidad en el año hasta la fecha (YTD), en el año hasta el trimestre (YTQ, %) y por año natural (% anual)

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras

	2022 YTD	YTQ	2021	2020	2019	2018
Fondo (EUR)	-12,7	-7,9	1,2	1,4	6,8	-4,0
Índice de referencia* (EUR)	-13,0	-7,7	-0,9	5,0	7,8	n/a
Fondo (USD)	-12,0	-7,4	2,0	3,1	9,9	-1,2
Índice de ref.* (USD)	-12,1	-7,0	0,0	6,5	11,0	n/a
	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Fondo (EUR)	4,3	7,0	-1,6	4,7	7,2	13,0
Índice de referencia* (EUR)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Fondo (USD)	6,5	7,9	-1,2	4,9	7,3	13,5
Índice de referencia* (USD)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

YTQ = En el año hasta el trimestre más reciente.

\*Índice de referencia: agregado formado a partes iguales por los índices Bloomberg Global Aggregate Corporate Index EUR Hedged (1/3), Bloomberg Global High Yield Index EUR Hedged (1/3) y Bloomberg Global Treasury Index EUR Hedged (1/3). El agregado se introdujo como

índice de referencia del fondo el 7 de septiembre de 2018. La rentabilidad del fondo con anterioridad al 7 de septiembre de 2018 es la del OEIC equivalente autorizado en el Reino Unido, que se fusionó en este fondo el 8 de marzo de 2019. Los cargos y tasas impositivas podrían ser distintos.

El indicador se utiliza exclusivamente para comparar la rentabilidad del fondo y refleja el alcance de la política de inversión del fondo, pero no limita de ningún modo la construcción de la cartera. El fondo se gestiona de forma activa. Las posiciones del fondo podrían desviarse significativamente de los componentes del indicador de referencia. El índice de referencia no es un indicador ESG y no encaja con los criterios ESG.

Fuente: Morningstar, Inc., a 30 de junio de 2022, clases de acciones A (acum.) en EUR y A (acum.) cubierta en USD, en base a precios de cierre (*price-to-price*), con rentas reinvertidas. No todas las clases de acciones están registradas para la venta en todos los países. El folleto informativo proporciona detalles a este respecto.

## Otra información importante

El fondo permite el empleo extenso de instrumentos derivados.

Invertir en este fondo significa que se adquieren participaciones del mismo, por lo que no se está invirtiendo en el activo subyacente (ej., un inmueble o acciones de una compañía, que solo serían los activos subyacentes de dicho fondo).



---

**Exclusivamente para inversores profesionales. Prohibida su posterior distribución. Ninguna otra persona o entidad debe utilizar la información contenida en el presente documento.** M&G Investment Funds están inscritos para su distribución pública en virtud del art. 15 de la Ley 35/2003 sobre instituciones de inversión colectiva del siguiente modo: M&G (Lux) Investment Funds 1 nº de inscripción 1551. Esta información no constituye una oferta ni un ofrecimiento para la adquisición de acciones de inversión en alguno de los fondos mencionados en la presente. Las adquisiciones de un fondo deben basarse en el Folleto actual. La Escritura de Constitución, el Folleto, el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID), el Informe de Inversión Anual o Provisional y los Estados Financieros se pueden solicitar gratuitamente en inglés o en español al Allfunds Bank, Calle Estafeta, nº 6, Complejo Plaza de la Fuente, La Moraleja, 28109, Alcobendas, Madrid o [www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es](http://www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es). Antes de efectuar su suscripción, debe leer el Folleto y el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID), que incluye una descripción de los riesgos de inversión relativos a estos fondos. La información que aquí se incluye no sustituye al asesoramiento financiero independiente. En virtud del proceso de notificación de cese recogido en la Directiva de distribución transfronteriza, M&G Luxembourg S. A. puede rescindir los acuerdos de comercialización. Información sobre tramitación de reclamaciones están disponibles en español en [www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es/complaints-dealing-process](http://www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es/complaints-dealing-process). Promoción financiera publicada por M&G Luxembourg S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg. **JUL 22/ 787903**