

Perspectivas de los bonos flotantes high yield (FRN HY)

M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

Equipo de Renta Fija Wholesale de M&G

Julio de 2022

- Los bonos flotantes (FRN) high yield (HY) han superado de forma significativa a los bonos a tipo fijo durante ciclos de endurecimiento monetario, gracias en gran medida a su menor riesgo de duración.
- Creemos que el entorno de inversión sigue siendo favorable para la clase de activos, dado que las subidas previstas de los tipos de interés todavía no se han filtrado en los cupones de los FRN HY.
- La primera mitad de 2022 terminó con una oleada de ventas generalizadas de deuda corporativa, suscitada por una inflación más persistente de lo que se esperaba y mayores temores de recesión. En nuestra opinión, esto presenta oportunidades potenciales atractivas, sobre todo teniendo en cuenta la seguridad adicional de la deuda sénior garantizada.

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.

Los FRN HY continúan destacándose

Hasta la fecha, 2022 ha sido devastador para muchos activos de renta fija. La oleada de ventas ha presentado dos fases: la primera, impulsada por los riesgos de duración y la inflación persistente, y la segunda y más reciente, por el aumento del malestar en torno a una posible recesión y la consiguiente aversión al riesgo, sobre todo en junio.

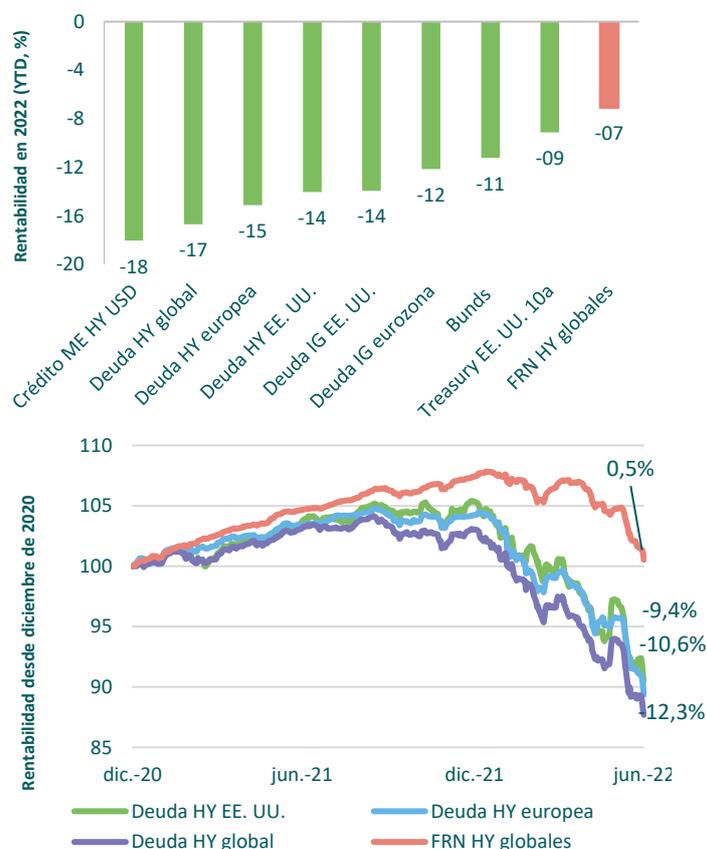
Los bonos flotantes han mostrado más solidez que sus homólogos a tipo fijo, debido sobre todo a sus cupones variables, que se mueven en línea con las tasas de efectivo de referencia. Como muestra el gráfico 1, los FRN HY han perdido terreno en lo que va de año (hasta fin de junio) debido al ensanchamiento de los diferenciales de crédito (la diferencia de TIR entre la deuda corporativa y la deuda soberana). No obstante, su falta de riesgo de duración (es decir, de sensibilidad a cambios en los tipos de interés) les ha permitido superar con creces tanto a las alternativas tanto con grado de inversión como high yield.

Este resultado superior es más pronunciado aún si se mide desde fin de 2020, momento en que los mercados comenzaban a descontar un endurecimiento de la política monetaria (básicamente, una subida de los tipos de interés). Durante este periodo, los FRN HY han aportado una rentabilidad total plana, mientras que los bonos HY a tipo fijo han registrado rentabilidades inferiores de doble dígito, como puede verse en el gráfico 2.

Creemos que el entorno actual es muy favorable para los FRN HY, al anticiparse subidas sustanciales de los tipos de interés y de los precios de consumo. En particular, creemos que tres características de los FRN deberían

permitir a la clase de activos continuar ofreciendo propiedades de diversificación potencialmente atractivas para los inversores en renta fija en el periodo venidero.

Gráficos 1 y 2. Rentabilidades de la renta fija a 6m y a 18m



Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Fuente: Índices ICE Bank of America, 30 de junio de 2022. La rentabilidad del índice se muestra cubierta en USD. La información puede ser objeto de cambios y no es garantía de resultados futuros. Deuda HY global: índice ICE BoA Global High Yield. FRN HY globales: índice ICE BofA Global High Yield Floating Rate Loan (3% Constrained). Crédito HY EE. UU.: índice ICE BoA US High Yield. Crédito HY europeo: índice ICE BoA European High Yield.

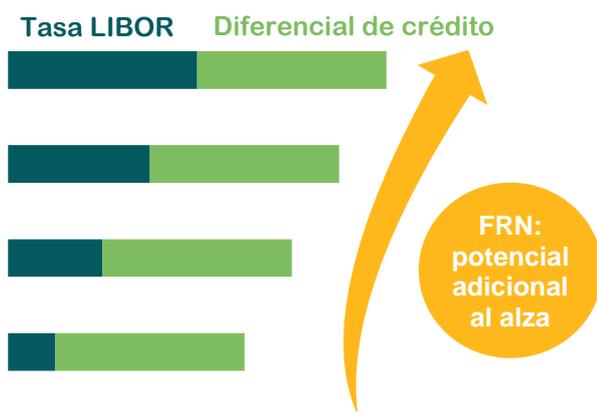
1. Duración corta

Los FRN HY apenas tienen duración. Ello significa que, en igualdad de condiciones, las subidas del precio del dinero no deberían causar minusvalías a los bonistas. Esto hace que estos títulos sean potencialmente más atractivos que el mercado global de deuda high yield para los inversores que temen que futuras subidas de tipos por parte de los bancos centrales provoquen nuevas ventas generalizadas de activos de renta fija.

2. Tipo de interés flotante

Los cupones de los FRN HY suelen ajustarse a las tasas de efectivo cada tres meses. Dado que los bancos centrales (sobre todo el BCE) todavía se hallan en las fases iniciales de sus ciclos de endurecimiento monetario, las futuras subidas de tipos todavía no están reflejadas en los cupones de los FRN HY. Así, es probable que un mayor precio del dinero beneficie a los inversores en FRN HY al ofrecer potencial de mayor renta, tal como ilustra el gráfico 3.

Gráfico 3. Los cupones de los FRN HY deberían aumentar a medida que los bancos centrales siguen elevando los tipos de interés del efectivo



Fuente: M&G. Únicamente a efectos ilustrativos.

Diferenciales elevados

En 2022 hemos asistido a un reajuste significativo de los diferenciales de crédito. Los bonos high yield descuentan actualmente una bajón económico significativo, y en nuestra opinión, impagos excesivos frente a la fortaleza

de los balances de cara a la fase actual comparado con recesiones históricas. Los FRN HY suelen ser títulos senior garantizados: esto los coloca en los tramos superiores de la estructura de capital del emisor, lo cual brinda protección adicional frente a caídas.

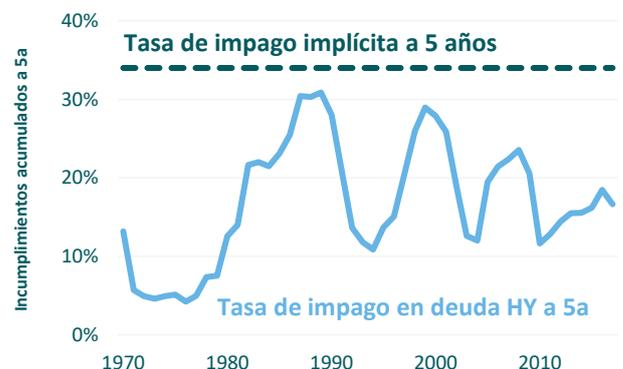
Como gestores activos, tratamos de mitigar más si cabe el riesgo de impacto mediante un análisis de crédito de tipo *bottom-up*, y hoy en día, la cartera está posicionada de forma más defensiva que el índice de referencia. Nos concentramos en sectores y compañías menos sensibles a la inflación, como por ejemplo minoristas alimentarios, empresas de software y proveedores educativos. Creemos que las valoraciones en estas áreas son atractivas y deberían beneficiarse una vez se estabilice el mercado.

Perspectivas

Creemos que las compañías afrontan este bajón económico con posiciones sólidas en términos de apalancamiento neto y cobertura de intereses, con lo que una recesión futura podría ser relativamente superficial. Esto nos lleva a anticipar impagos probablemente más bajos que en recesiones previas, con tasas de impacto en el rango del 3% al 4% en lugar del 10% al 15% visto en algunos escenarios históricos.

La buena noticia es que los diferenciales de crédito ya compensan a los inversores por tal entorno. A los niveles actuales, los mercados descuentan una recesión en toda regla, con incumplimientos del 30% al 40% en el universo high yield (gráfico 4). Por consiguiente, creemos que los FRN HY ofrecen una remuneración potencialmente atractiva del riesgo de crédito, sobre todo teniendo en cuenta su prelación en la estructura de capital.

Gráfico 4. Los cupones de los FRN HY deberían aumentar a medida que los bancos centrales siguen elevando los tipos de interés del efectivo



Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Fuente: Deutsche Bank, ICE Bank of America, Moody's Research, a 14 de junio de 2022 (datos disponibles más recientes). Calculado mediante el índice CDX HY asumiendo una tasa de recuperación del 30%.

Tal como muestra el gráfico 5, nuestra cartera sigue posicionada para afrontar un abanico de escenarios potenciales de cambiar los tipos de interés y los diferenciales. De estabilizarse el mercado y subir el precio del dinero (nuestro escenario básico resaltado en azul), anticipamos rentabilidades del 8% al 9% o incluso de doble dígito en la clase de activos.

Gráfico 5. Escenarios de rentabilidad potenciales en base a cambios en los diferenciales de crédito y los tipos de interés, sin cobertura en USD (escenario básico resaltado en azul)

		Cambio en los diferenciales de crédito (%)								
		-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	0,0	0,5	1,0	1,5	2,0
Cambio en los tipos de interés (%)	-1,0	15,4	13,7	11,9	10,2	8,4	6,6	4,9	3,1	1,4
	-0,5	15,5	13,8	12,0	10,3	8,5	6,7	5,0	3,2	1,5
	0,0	15,6	13,9	12,1	10,4	8,6	6,8	5,1	3,3	1,6
	0,5	16,1	14,4	12,6	10,9	9,1	7,3	5,6	3,8	2,1
	1,0	16,6	14,9	13,1	11,4	9,6	7,8	6,1	4,3	2,6

Fuente: M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund, ICE BoA, 30 de junio de 2022. Se asume una tasa de impago del 1% con una recuperación media del 60% para el mercado de bonos flotantes y del 30% para el mercado de renta fija high yield global. Se asume que el 70% de las posiciones del fondo tienen un suelo del SOFR del 0%. Se asume un desplazamiento paralelo de toda la curva de tipos. Únicamente a efectos ilustrativos y en base a hipótesis representativas. No constituye una proyección o garantía de resultados futuros.

Rentabilidad del M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

Rentabilidad (%)	En el año hasta el último trimestre	En el año (YTD)	A 1 año	A 3 años p. a.	A 5 años p. a.	A 10 años p. a.
Clase A-H (Acum.) en EUR	-7,77	-7,77	-6,79	-1,14	-0,61	N/A
Índice de referencia*	-7,13	-7,13	-5,09	1,09	1,42	N/A

Rentabilidad (%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Clase A-H (Acum.) en EUR	N/A	N/A	N/A	-0,43	6,51	1,62	-2,57	4,25	-0,75	4,46
Índice de referencia*	N/A	N/A	2,12	-0,69	11,13	2,73	-1,30	6,84	1,99	6,55

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

*Índice de referencia: BofA Merrill Lynch Global Floating Rate High Yield (3% constrained) USD Hedged. El índice de referencia con anterioridad al 1 de abril de 2016 era el ICE BofAML Global Floating Rate High Yield (EUR Hedged). En dicha fecha pasó a ser el ICE BofAML Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (EUR Hedged).

El índice de referencia es un comparador a partir del cual puede medirse la rentabilidad del fondo. Se ha elegido al índice como índice de referencia del fondo por ser el que mejor refleja el alcance de su política de inversión. El índice de referencia se utiliza únicamente para medir la rentabilidad del fondo y no limita la construcción de la cartera del fondo.

El fondo se gestiona activamente. El gestor tiene total libertad para elegir qué inversiones comprar, mantener y vender en el fondo. Las participaciones del fondo pueden desviarse significativamente de los integrantes del índice de referencia.

La rentabilidad del fondo hasta el 21 de septiembre de 2018 corresponde a la clase de acciones A-H (de acumulación) en EUR del M&G Global Floating Rate High Yield Fund (un OEIC autorizado en el Reino Unido), que se fusionó en este fondo el 7 de diciembre de 2018. Los cargos y tasas impositivas podrían ser distintos.

Fuente: Morningstar, Inc y M&G, a 30 de junio de 2022. Las rentabilidades se calculan a precios de cierre (*price to price*), con reinversión de rentas. Las rentabilidades del indicador de referencia están calculadas en euros.

Descripción del fondo

El fondo trata de proporcionar una rentabilidad total (compuesta de renta y crecimiento del capital) superior a la del mercado global de bonos flotantes high yield (medida por el índice BofA Merrill Lynch Global Floating Rate High Yield Index 3% Constrained USD Hedged) en cualquier periodo de cinco años. Un porcentaje mínimo del 70% de la cartera se invierte en bonos flotantes (FRN) high yield emitidos por compañías con una calificación crediticia baja, que suelen pagar intereses más elevados para compensar a los inversores por el mayor riesgo de incumplimiento que conllevan. Parte de la cartera puede invertirse en otros activos de renta fija, como por ejemplo deuda soberana. La exposición a estos activos se logra mediante posiciones directas y a través de instrumentos derivados

Principales riesgos del fondo

- Las inversiones en bonos se ven afectadas por los tipos de interés, la inflación y las calificaciones crediticias. Existe la posibilidad de que los emisores de bonos no paguen intereses o rentabilidad del capital. Todos estos supuestos pueden reducir el valor de los bonos poseídos por el fondo.
- Los bonos high yield suelen entrañar un riesgo mayor que los emisores de bonos podrían no compensar mediante el pago de intereses o rentabilidad del capital.
- El fondo podría utilizar derivados para beneficiarse de un incremento o una disminución previstos en el valor de un activo. Si el valor de dicho activo varía de forma imprevista, el fondo incurrirá en una pérdida. El uso de derivados por parte del fondo puede ser amplio y superar el valor de sus activos (apalancamiento). Dicho uso magnifica el volumen de las pérdidas y las ganancias, lo cual da lugar a mayores fluctuaciones en el valor del fondo.
- La inversión en mercados emergentes entraña un mayor riesgo de pérdida debido a la intensificación de los riesgos políticos, fiscales, económicos, cambiarios, normativos y de liquidez, entre otros. Por tanto, podrían presentarse dificultades a la hora de comprar, vender, custodiar o valorar las inversiones en tales países.
- El fondo está expuesto a diferentes divisas. Se utilizan derivados con el fin de minimizar el impacto de las variaciones de los tipos de cambio, ya que no siempre resulta posible eliminarlo.
- El proceso de cobertura trata de minimizar el efecto de las fluctuaciones en los tipos de cambio sobre el rendimiento de la clase de acciones cubiertas. La cobertura también limita la capacidad para obtener ganancias de los movimientos favorables en los tipos de cambio.

El Folleto del fondo ofrece una descripción más detallada de los factores de riesgo que le afectan.

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. 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. Promoción financiera publicada por M&G Luxembourg S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg. **JUL 22/ 786301**