

Analisi 2021 e prospettive 2022

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

Wholesale Public Fixed Income team di M&G

Gennaio 2022

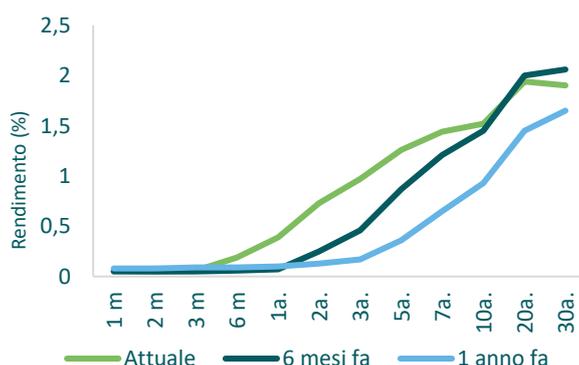
- Nel 2021 le **obbligazioni high yield a tasso variabile (HY FRN)** hanno messo a segno una **performance decisamente superiore** rispetto a molti altri mercati obbligazionari, compresi HY a tasso fisso e credito investment grade.
- L'**ambiente macroeconomico** sembra molto **favorevole** anche per il 2022, con le **cedole** a tasso variabile delle HY FRN che offrono il potenziale per **mitigare** gli effetti degli **aumenti dei tassi di interesse** previsti per quest'anno. Al contempo, i livelli più alti di reddito disponibili sul debito HY dovrebbero offrire un'ulteriore protezione contro l'inflazione.
- I solidi fondamentali economici e societari suggeriscono una **prospettiva di default vantaggiosa** per i mercati HY, con lo status di senior garantiti e la bassa duration dello spread rispetto ai titoli HY a tasso fisso a offrire ulteriori **livelli di protezione**.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbero diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito.

I titoli HY FRN sono stati ben posizionati per l'ambiente inflazionistico del 2021

L'**inflazione** è tornata alla ribalta nel 2021: l'allentamento dei lockdown, le strozzature della catena di fornitura e gli effetti di politiche monetarie e fiscali estremamente accomodanti hanno infatti spinto gli **aumenti dei prezzi al consumo a livelli record** non registrati da decenni. Per buona parte dell'anno, le banche centrali hanno continuato a parlare di un'inflazione di natura "transitoria" ma questa posizione si è in seguito affievolita, con la **Federal Reserve statunitense** che ha iniziato a ridurre i suoi acquisti mensili di asset a novembre, prima di annunciare che avrebbe **raddoppiato il ritmo del tapering** da lì a breve. A fine anno, il mercato si aspettava almeno tre aumenti dei tassi di interesse per il 2022, con pochi segnali di un calo dell'inflazione ([Grafico 1](#)).

Grafico 1 | L'aumento dell'inflazione anticipa le aspettative di aumento dei tassi di interesse (curva rendimenti USA)



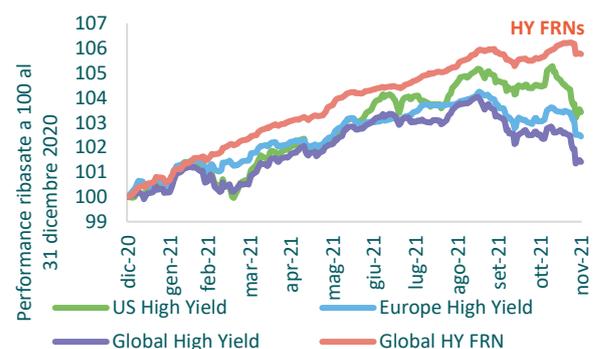
Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, al 31 dicembre 2021.

Al contempo, la **ripresa economica globale** in corso ha determinato un **miglioramento dei fondamentali aziendali**, con misure di sostegno del governo per le imprese e i consumatori in vigore per gran parte dell'anno, restrizioni di lockdown meno aspre rispetto al 2020 e i risparmi accumulati delle famiglie che hanno contribuito a creare una forte domanda dei consumatori. Molte aziende, tra cui emittenti HY, hanno registrato conseguentemente **recuperi dell'EBITDA** (*utile prima di interessi, imposte, deprezzamento e ammortamento, ovvero un parametro della performance finanziaria complessiva della compagnia*), **riduzione del debito** e un **ambiente di default favorevole**.

In questo contesto, il 2021 si è rivelato un **anno propizio per i titoli HY FRN**, poiché l'asset class ha **nettamente sovraperformato i mercati HY a tasso fisso**, nonché il credito investment grade ([Grafico 2](#)).

Grafico 2 | I titoli HY FRN hanno nettamente sovraperformato i titoli HY a tasso fisso nel 2021



Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

HY globale: Indice ICE BoA Global High Yield. **FRN HY globali:** Indice ICE BofA Global High Yield Floating Rate Loan (3% constrained). **HY USA:** Indice ICE BoA US High Yield. **HY europeo:** Indice ICE BoA European High Yield. 30 novembre 2021

Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati da tassi d'interesse, inflazione e rating di credito. È possibile che gli emittenti delle obbligazioni non paghino gli interessi o non rimborsino il capitale. Tutte queste eventualità possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute dal fondo.

Le obbligazioni ad alto rendimento comportano solitamente un rischio maggiore che gli emittenti delle obbligazioni non siano in grado di pagare gli interessi o rimborsare il capitale.

Tra i fattori più favorevoli per l'asset class figura la crescente **aspettativa** di una **politica monetaria più aspra**: gli investitori hanno infatti cercato un **debito a tasso variabile** per eliminare efficacemente il **rischio di tasso di interesse**. Le cedole degli HY FRN aumentano in linea con un tasso di riferimento, per esempio l'EURIBOR, e in genere vengono adeguate con cadenza trimestrale, il che significa che la loro **duration è prossima allo zero**.

Con minori timori di default e spread storicamente contratti nei mercati investment grade, anche l'**attrattiva del debito HY è cresciuta**, dato che gli investitori hanno cercato ulteriori livelli di reddito per proteggere il valore reale del loro patrimonio dall'inflazione.

Ci sono stati anche diversi altri vantaggi per i **titoli HY FRN nel 2021**, in particolare livelli record di emissioni da obbligazioni garantite da prestiti (CLO)¹, che sono importanti acquirenti di HY FRN, con conseguenti livelli elevati di domanda tecnica per finanziare **attività di fusione e acquisizione (M&A)**. Ciò ha portato a una gamma più ampia di nuove emissioni nel mercato primario HY FRN rispetto al 2020, creando una **maggiore diversificazione** e ulteriori **opportunità** potenziali.

Nonostante un anno complessivamente solido, sono state registrate importanti **fasi di volatilità**, quando le ondate della pandemia e, in seguito, l'emergere della nuova variante Omicron del COVID-19 hanno temporaneamente minacciato di far deragliare la ripresa economica. In questi casi, i titoli HY FRN sono andati tipicamente meglio delle loro controparti HY a tasso fisso, date le loro maggiori **proprietà difensive**.

Queste includono una volatilità intrinsecamente più modesta, con una **duration di spread** di circa **1,6 anni** rispetto ai 3,9 anni ² delle loro controparti a tasso fisso, e lo status di senior garantiti, con oltre l'**80%**³ del mercato HY FRN classificato come **senior garantito**, che pone gli investitori in prima linea per **recuperare i debiti in qualsiasi scenario** di potenziale default.

¹ Fonte: Credit Suisse, emissione mensile di CLO, settembre 2021.

² Fonte: Bloomberg, 1 novembre 2021.

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

Nel corso del 2021, M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund ha generato una **solida performance positiva**, anche se inferiore al suo benchmark principalmente per via del suo **posizionamento più difensivo** rispetto all'indice.

Performance (%)	1 anno	3 anni pa	5 anni pa	Dal lancio pa*
Fondo	4,46	2,63	1,37	1,63
Benchmark	6,55	5,11	3,32	3,40
Settore	2,74	4,74	2,61	2,46

Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

** Data di lancio della classe di azioni: 11 settembre 2014. Questa è la data di lancio dell'OEIC autorizzato nel Regno Unito. I risultati ottenuti prima del 21 settembre 2018 si riferiscono al fondo OEIC equivalente autorizzato nel Regno Unito, incorporato in questo fondo tramite fusione in data 7 dicembre 2018. Le spese e le aliquote fiscali potrebbero essere diverse.*

Performance di calendario, cinque anni (%)

Performance (%)	2021	2020	2019	2018	2017
Fondo	4,46	-0,75	4,25	-2,57	1,62
Benchmark	6,55	1,99	6,84	-1,30	2,73
Settore	2,74	2,47	9,31	-5,04	4,31

Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Il benchmark considerato è l'indice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield (Hedged) fino al 1° aprile 2016 e l'indice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (Hedged) nel periodo successivo.

Il benchmark è un target che il fondo cerca di replicare. Il suddetto tasso è stato scelto come parametro di riferimento del fondo in quanto costituisce un obiettivo di performance raggiungibile e riflette al meglio l'ambito di applicazione della politica d'investimento del fondo. Il benchmark viene utilizzato esclusivamente per misurare l'obiettivo di performance del fondo e non limita la costruzione del portafoglio del fondo. Il fondo viene gestito attivamente. Il gestore del fondo ha piena libertà nella scelta di quali attivi acquistare, detenere e vendere nel fondo. Per le classi di azioni prive di copertura e con copertura, l'indice di riferimento è indicato nella valuta della classe di azioni.

Fonte: Morningstar Inc., al 31 dicembre 2021, azioni di classe A ad accumulazione in EUR con copertura, reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta.

³ Fonte: M&G, Indice ICE Bank of America Global Floating Rate High Yield (3% Constrained), 31 dicembre 2021.

Il fondo è esposto a varie valute. Al fine di minimizzare, ma non sempre eliminare del tutto, l'impatto delle fluttuazioni dei tassi di cambio si fa ricorso a derivati.

Il processo di copertura punta a minimizzare, ma non può eliminare, l'effetto delle fluttuazioni dei tassi di cambio sul rendimento della classe di azioni oggetto di copertura. La copertura limita altresì la capacità di guadagno riconducibile a fluttuazioni favorevoli dei tassi di cambio.

Contributi favorevoli

Tra i contributi positivi alla performance figura la nostra decisione di **umentare l'esposizione** verso le **obbligazioni fisiche FRN** (rispetto all'esposizione sintetica a tasso variabile tramite i credit default swap, ovvero CDS), ai livelli più elevati dal lancio del fondo. Questa misura ha **sostenuto la performance** del portafoglio, in quanto gli HY FRN fisici hanno nettamente superato gli HY a tasso fisso, che determinano la performance dei CDS.

La **selezione dei titoli** ha rappresentato un altro fattore positivo per il risultato, con diverse obbligazioni acquistate a prezzi modesti nel 2020, tra cui il fornitore di servizi di gas naturale ETP, l'azienda di riciclaggio Groupe Ecore e il gruppo finanziario AnaCap che ha registrato un recupero verso il valore nominale.

Abbiamo anche cercato di trarre vantaggio da **potenziali opportunità di valore relativo**, con una propensione, all'interno del **settore dei servizi**, verso società che riteniamo più a prova di inflazione, come i supermercati.

Nel frattempo, il fondo ha beneficiato dell'assenza di esposizione al titolo presente sull'indice Carlson Wagonlit, tour operator fallito nel 2021. Avevamo chiuso la nostra posizione all'inizio del 2020 a causa delle preoccupazioni sulle prospettive di sopravvivenza di questo tipo di società.

Contributi negativi

Il nostro **posizionamento più difensivo** rispetto all'indice di riferimento ci ha portato a **sottopesare alcuni titoli in sofferenza** che hanno registrato un forte balzo in avanti nel 2021, in particolare l'azienda spagnola di trasporti marittimi Naviera Armas, sulla quale non abbiamo alcuna posizione. Abbiamo mantenuto una visione negativa sulla società, a causa dei suoi modesti flussi di cassa, delle elevate spese strumentali, della crescente leva finanziaria e della vulnerabilità a potenziali lockdown futuri.

Anche se abbiamo **umentato** la nostra **allocazione agli FRN fisici**, manteniamo un'esposizione di circa il **10% del valore patrimoniale netto (NAV)** del fondo ai **CDS** tramite l'indice high yield nordamericano. Questa posizione è

concepita per fornire ulteriore **liquidità** al portafoglio, data la natura liquida degli strumenti CDS, e la **diversificazione** dovuta all'ulteriore portata e profondità del più ampio mercato HY. Nel 2021, ciò ha prodotto **rendimenti assoluti positivi**, ma ha penalizzato i rendimenti relativi all'indice di riferimento.

Il fondo può fare ricorso a derivati per trarre vantaggio da un aumento o da un calo imprevisti del valore di un'attività. Se il valore di un'attività subisce una variazione imprevista, il fondo subirà una perdita. L'utilizzo di derivati da parte del fondo può essere ampio e superare il valore del suo patrimonio (leva finanziaria). L'effetto che ne deriva è un'amplificazione delle perdite e degli utili, con conseguenti maggiori fluttuazioni di valore del fondo.

Anche il nostro **posizionamento immobiliare** è stato complessivamente **penalizzante** per il risultato. Abbiamo mantenuto un sottopeso significativo sull'impresa di edilizia abitativa cinese Greenland, per via dei nostri timori relativi all'impresa. Tuttavia, l'obbligazione è giunta a scadenza senza inadempienze ed è uscita dall'indice verso la fine dell'anno. Nel frattempo, abbiamo aggiunto una piccola posizione (0,3% del NAV) fuori benchmark in Yuzhou, che a nostro avviso era stata indebitamente punita. Pur essendo un titolo relativamente forte nel suo ambiente, il bond ha subito il contagio delle crescenti preoccupazioni relative al settore verso la fine dell'anno, il che ne ha determinato la performance più deludente in portafoglio.

Attività sul portafoglio

In termini di **asset allocation**, abbiamo mantenuto un'esposizione di circa il **90% del NAV a titoli FRN fisici** nel corso del 2021. Per offrire un contesto, ciò è paragonabile a meno del 50% tra il 2016 e il 2018, che mette in luce la portata dell'**opportunità potenziale** che individuiamo nell'asset class.⁴ A nostro avviso, questo resta il modo più allettante di acquistare rischio a tasso variabile nell'ambiente attuale.

Il portafoglio è anche rimasto strutturalmente **sottopesato nei settori ciclici** rispetto all'indice di riferimento. Anche se ciò ha eroso la performance relativa nel 2021, riteniamo che possa fornire ulteriori strati di **protezione** per gli investitori HY, con questi settori che rimangono vulnerabili a potenziali sorprese al ribasso in termini di crescita economica e di lockdown.

Il notevole aumento delle emissioni sul mercato primario dello scorso anno rispetto al 2020, così come i forti afflussi di clienti al fondo, ci hanno fatto partecipare attivamente al mercato nel 2021.

⁴ Fonte: M&G. 30 novembre 2021. La performance riportata per il periodo precedente al 7 dicembre 2018 di riferimento a M&G Global Floating Rate High Yield Fund, un OEIC registrato nel Regno Unito. Da quella data in poi,

la performance mostrata si riferisce a M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund, una SICAV di diritto lussemburghese.

Siamo stati **attivi** nella **prima metà dell'anno**, in particolare nel secondo trimestre, acquistando Oriflame, un'azienda svedese di cosmetici; Pflaederer, un'azienda tedesca di materiali edili; Golden Goose, un'azienda italiana di calzature di lusso; David Lloyd, un operatore di palestre del Regno Unito; Transcom, call center scandinavi; e Picard Group, supermercati francesi. Al contempo, abbiamo ridotto alcune partecipazioni esistenti, ex investment grade: AIG e General Electric. Analogamente, abbiamo ridotto l'esposizione complessiva a Selecta e tagliato la partecipazione in Newday.

Anche la **seconda metà** dell'anno è stata intensa. Siamo stati **attivi** sia sul **mercato primario** che su quello **secondario**: nel primo caso abbiamo partecipato alle nuove emissioni di Picard, di Parts Europe nel settore automobilistico e di APCOA, la società di gestione dei parcheggi. Sui mercati secondari, abbiamo incrementato le posizioni su diversi nomi ad alta convinzione, tra cui Arrow Global, una società finanziaria, Multiversity, società italiana di servizi didattici, e TK Elevators.

Nel complesso, continuiamo a **privilegiare gli emittenti dotati di numerosi asset**, dato il miglior potenziale di recupero che queste obbligazioni offrono tipicamente in scenari di default, con oltre l'**80%** del portafoglio composto da **debito senior garantito**.

Prospettive

A nostro avviso, gli **asset a tasso variabile sono ben posizionati** per fa fronte all'ambiente di investimento del 2022: le **banche centrali** stanno inviando **forti segnali** di un imminente **inasprimento della politica monetaria**, **giocando a favore** di asset in grado di mitigare il rischio di tasso di interesse, come i **titoli HY FRN**.

All'inizio di gennaio, diverse grandi banche di investimento hanno previsto che la Federal Reserve degli Stati Uniti apporrà quattro aumenti dei tassi di interesse nel corso del prossimo anno, rispetto ai tre previsti solo un mese prima. In Europa, la **Banca Centrale Europea (BCE)** ha annunciato che **terminerà gli acquisti netti di asset** nell'ambito del suo Programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP) nel **marzo 2022**⁵. Anche se la BCE sostiene per ora che non alzerà i tassi fino al 2023, molti si aspettano che questi aumenti dei tassi vengano anticipati. Nel frattempo, nel Regno Unito, la **Banca d'Inghilterra** ha già **iniziato ad aumentare i tassi di interesse**, dopo una mossa a sorpresa a dicembre.

Anche le **prospettive di default** continuano a sembrare **favorevoli**, offrendo a nostro avviso supporto al debito HY, in particolare data la mancanza di rendimento disponibile sul credito investment grade. Nel terzo trimestre del 2021, gli **utili aziendali** hanno sorpreso al rialzo, con le aziende

che sembrano essere state in grado di trasferire costi più elevati ai consumatori. Gli **utili societari** sono attualmente **ben più elevati** mentre il debito totale è inferiore (**Grafico 3**).

Grafico 3 | Debito totale e EBITDA HY statunitense (variazione in % su 12 mesi)

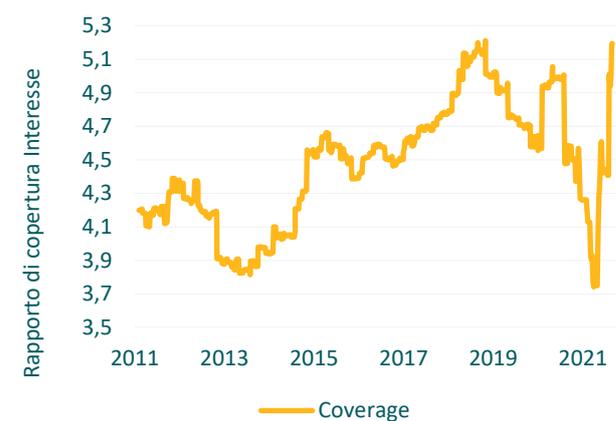


Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Rapporto ICE Bank of America HY Global Credit, settembre 2021. Universo rappresentato dall'indice ICE BofA US High Yield.

Ciò pone le **aziende** in una **posizione molto più forte** per **effettuare i pagamenti degli interessi**, come mostrato da un netto miglioramento dei rapporti di copertura degli interessi (**Grafico 4**).

Grafico 4 | Copertura di interesse HY statunitense



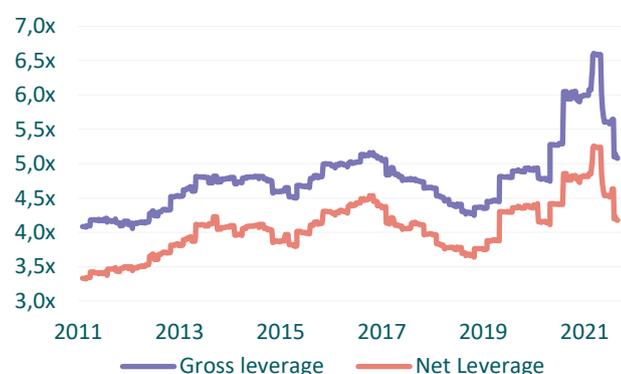
Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Rapporto ICE Bank of America HY Global Credit, settembre 2021. Universo rappresentato dall'indice ICE BofA US High Yield.

⁵ Banca centrale europea, comunicato stampa: Decisioni di politica monetaria, 16 dicembre 2021.

La **leva finanziaria complessiva è più bassa** (Grafico 5), il che significa che le aziende affrontano oneri di debito complessivi inferiori: ciò dovrebbe **ridurre le possibilità di insolvenze e migliorare le prospettive di recupero per il debito senior garantito**, come i titoli HY FRNs.

Grafico 5 | Indebitamento lordo e netto HY statunitense



Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Rapporto ICE Bank of America HY Global Credit, settembre 2021. Universo rappresentato dall'indice ICE BofA US High Yield.

⁶ Fonte: M&G, 30 giugno 2021.

⁷ Fonte: M&G, 31 dicembre 2021.

Con l'inflazione che continua a salire, crediamo che il **reddito HY** possa offrire un **maggiore guadagno di rendimenti reali positivi** e **proteggere il valore reale del capitale degli investitori**. Al contempo, i **titoli HY FRN** hanno un vantaggio potenziale rispetto agli HY a tasso fisso nella loro capacità di **rimuovere** efficacemente il **rischio di tasso di interesse** e di **offrire livelli potenzialmente più elevati di protezione**, tra cui il loro posizionamento di senior garantiti nella struttura del capitale e una volatilità intrinseca inferiore attraverso la loro duration di spread inferiore.

A nostro avviso, **M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund** è **ben posizionato** per generare questi **potenziali vantaggi**, date le ampie risorse di cui gode M&G in questo campo, con uno dei team di ricerca del credito interni più vasti d'Europa e oltre **200 miliardi di euro di patrimonio gestito in obbligazioni (AUM)⁶**, assieme al **lungo track record nella gestione** di portafogli HY FRN dal 2014, con attualmente un patrimonio gestito di oltre **2 miliardi di euro nella strategia⁷**.

**Wholesale Public Fixed Income team di M&G
Gennaio 2022**



Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute. Queste informazioni non costituiscono un'offerta o una sollecitazione di offerta per l'acquisto di azioni di investimento di uno dei Fondi qui citati. Gli acquisti relativi a un Fondo devono basarsi sul Prospetto Informativo corrente. Copie gratuite degli Atti Costitutivi, dei Prospetti Informativi, dei Documenti di Informazione Chiave per gli Investitori (KIID) e delle Relazioni annuali e semestrali sono disponibili presso M&G International Investments S.A. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it. **Prima della sottoscrizione gli investitori devono leggere il Prospetto informativo e il Documento di Informazioni Chiave per gli Investitori, che illustrano** i rischi di investimento associati a questi fondi e che descrivono i diritti degli investitori. Le informazioni qui contenute non sostituiscono una consulenza indipendente in materia di investimenti. M&G International Investments S.A. può decidere di terminare gli accordi presi per la commercializzazione in base al nuovo processo di revoca della notifica della direttiva sulla distribuzione transfrontaliera. Informazioni sulla gestione dei reclami sono disponibili in italiano presso www.mandg.com/investments/professional-investor/it-it/complaints-dealing-process Questa attività di marketing è pubblicata da M&G International Investments S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.