

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



Perché la reflazione può contribuire all'attrattività dei titoli Floating Rate High Yield

James Tomlins, gestore

Marzo 2021

- Le politiche di stimolo hanno contribuito a supportare le tipologie di asset più rischiose durante la pandemia. Siamo convinti che questo clima positivo possa continuare per i titoli a tasso variabile di categoria high yield, anche se i timori legati all'inflazione e al rialzo dei tassi d'interesse dovessero provocare battute d'arresto in altri mercati.

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, ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Non vi è alcuna garanzia che il fondo raggiungerà il proprio obiettivo ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo originariamente investito.

I FRN HY possono continuare a beneficiare di una spinta reflazionistica

I titoli a tasso variabile high yield (FRN HY) sono andati bene nei primi mesi del 2021, durante i quali è proseguito il rally degli asset rischiosi iniziato l'anno scorso. Con l'attenzione focalizzata sui rendimenti obbligazionari globali in rialzo associati allo stimolo economico (situazione nota come reflazione), questa performance positiva recente potrebbe accrescere l'attrattiva dei FRN HY agli occhi degli investitori. Uno degli aspetti che caratterizzano questi strumenti è la sensibilità quasi nulla del loro valore alle variazioni dei tassi d'interesse, in particolare rispetto alle obbligazioni a tasso fisso.

L'andamento di M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund è misurato a fronte dell'indice ICE BoA Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (USD Hedged), che ha guadagnato lo 0,8% a febbraio 2021 in termini di euro e l'8% se si considera il periodo di sei mesi. Il risultato di febbraio è stato assistito dall'ulteriore contrazione degli spread e dalla natura a tasso variabile dell'asset class, mentre i rendimenti dei titoli di Stato risalgono nell'ambiente di correzione globale.

Come si vede nel [Grafico 1](#), nel periodo di sei mesi compreso fra agosto 2020, quando i differenziali di rendimento erano tornati ai livelli pre-pandemia nella maggior parte dei mercati del credito occidentali, e la fine di febbraio 2021, i FRN HY hanno ampiamente sovraperformato i titoli HY a tasso fisso. La minore sensibilità ai tassi d'interesse e ai rendimenti in ascesa ha

avuto un ruolo cruciale ai fini dell'andamento, ma anche altri fattori hanno contribuito al rally recente, incluso l'orientamento a favore dei titoli compresi nella fascia a singola B dell'indice (da B+ a B-) durante un periodo di normalizzazione dei premi al rischio di credito in quest'area.

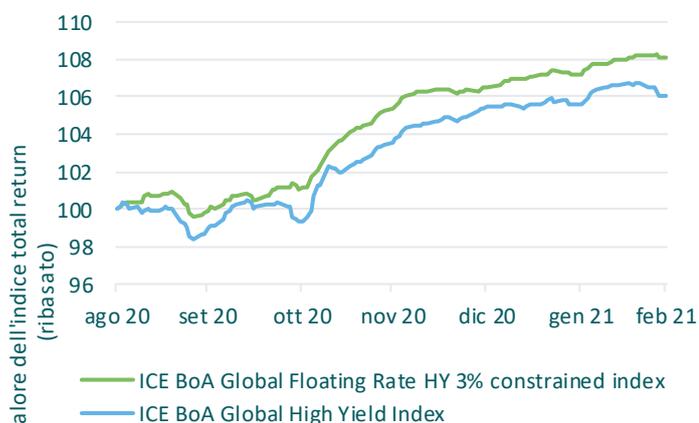
Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati dai tassi d'interesse, dall'inflazione e dai rating del credito. Può capitare che gli emittenti obbligazionari non siano in grado di corrispondere gli interessi o di rimborsare il capitale. Tutti questi eventi possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute dal fondo. Le obbligazioni high yield comportano normalmente un rischio maggiore che gli emittenti dei titoli non siano in grado di corrispondere gli interessi o di rimborsare il capitale.

Performance del fondo supportata dal contesto favorevole

Febbraio 2021 è stato un mese molto positivo, in termini assoluti, per M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund, che ha sovraperformato di poco l'indice comparativo ([Grafico 2](#)). Questo risultato è dipeso in larga misura dalla marcata preferenza all'interno del portafoglio per le obbligazioni meno costose con un margine più ampio di normalizzazione dei prezzi, in quanto tali nomi si sono comportati molto bene in questo periodo, con gli spread del credito in contrazione su tutti i mercati high yield e in particolare nel segmento dei titoli a beta più elevato. Il fondo ha invece sottoperformato l'indice nel periodo dalla fine di agosto 2020, a causa della posizione di sottopeso strutturale nei settori ciclici e, in misura minore,

dell'esposizione analoga nei confronti di settori volatili come quello dell'energia.

Grafico 1 | Mercato delle FRN HY rispetto all'HY a tasso fisso



Fonte: M&G, ICE BoA. Indice ICE BoA Global Floating Rate High Yield (3% constrained) (Rif. Q884), indice ICE BoA Global High Yield (Rif. HW00). Al 28 febbraio 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Grafico 2 | M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund

	Febbraio 2021	Sei mesi fino a fine febbraio 2021
Classe di azioni A-H in EUR (con copertura)	0,9%	7,2%
Benchmark* (EUR)	0,8%	8,0%
Classe A in USD ad accumulazione	1,0%	7,8%
Benchmark* (USD)	0,9%	8,6%

Performance del fondo per anno di calendario (% p.a.)					
	2020	2019	2018	2017	2016
Fondo (EUR)	-0,8	4,3	-2,6	1,6	6,5
Indice* (EUR)	2,0	6,8	-1,3	2,7	11,1
Fondo (USD)	1,0	7,4	0,2	3,7	7,8
Indice* (USD)	3,6	10,0	1,5	4,8	12,7

*Benchmark/indice comparativo: ICE BofAML Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (USD Hedged).

Il benchmark è un indice comparativo rispetto al quale viene misurata la performance del fondo ed è stato scelto come riferimento di questo fondo in quanto ne riflette in modo ottimale la politica d'investimento. Viene utilizzato esclusivamente per

misurare la performance del fondo e non comporta vincoli per la costruzione del portafoglio. Il fondo è gestito attivamente. Il gestore decide in piena libertà quali investimenti acquistare, detenere e vendere per il fondo, la cui composizione può quindi discostarsi in misura significativa da quella del benchmark.

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.

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.

Fonte: Morningstar Inc., al 28 febbraio 2021, azioni di classe A-H in EUR con copertura ad accumulazione e di classe A in USD ad accumulazione, reddito reinvestito, sulla base del prezzo di offerta. Non tutte le classi di azioni sono registrate per la vendita in tutti i Paesi. Si rimanda al Prospetto per i dettagli.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Variabilità nel premio di illiquidità

Durante la correzione di marzo 2020, i titoli a tasso variabile high yield (FRN HY) hanno subito un drawdown simile a quello del mercato high yield a tasso fisso, nonostante il beta inferiore che le caratterizza. Questo è dipeso principalmente dall'incremento del premio di rendimento assegnato ai FRN HY per la loro relativa illiquidità.

L'attività ridotta sul mercato delle obbligazioni garantite da prestiti (CLO), da cui tradizionalmente proviene una domanda robusta e vivace di FRN HY, è un fattore tecnico che ha fortemente contribuito all'ampliamento del divario di spread rispetto alle obbligazioni a tasso fisso (Grafico 3).

Grafico 3 | Il premio di rendimento per le FRN HY in rapporto ai titoli HY a tasso fisso si è normalizzato dopo l'impennata del 2020



Fonte: M&G, ICE BoA. Indice ICE BoA Global Floating Rate High Yield (3% constrained) (Rif. Q884), indice ICE BoA Global High Yield (Rif. HW00). Spread OAS su titoli governativi. Al 28 febbraio 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Con l'attività CLO ripartita nel 2021 e avviata a recuperare le condizioni precedenti, sembra che questa spinta tecnica stia cambiando segno mentre il premio di liquidità comincia a ritirarsi verso livelli più nella norma.

Premiata la scelta dei titoli dettata dalla convinzione

Dopo qualche drawdown profondo durante la fase peggiore della crisi da Covid-19, soprattutto per i nomi che tendono a essere meno liquidi, abbiamo continuato a dare fiducia ad alcuni titoli selezionati sulla base della nostra convinzione e questo ci ha aiutati a generare valore per chi aveva investito nel fondo.

Alcuni nomi nella fascia di rating CCC (da CCC+ a CCC-), come per esempio Groupe Ecore, mostravano chiari segnali di ipervenduto lo scorso anno, dopo che i prodotti CLO erano stati costretti a disinvestire a causa delle soglie minime di rating medio del credito. Le perdite di capitale subite sono state temporanee, ma la nostra convinzione di base riguardo all'emittente e al relativo modello di business è rimasta salda, pertanto abbiamo approfittato della debolezza per incrementare l'esposizione e adesso queste obbligazioni hanno pienamente recuperato.

Grafico 4 | Nomi meno liquidi sulle montagne russe



Issuer	Groupe Ecore
Industry	Recycling
Credit Rating	CCC+
Amount Outstanding	EUR 255mn
Issuer Exposure	1.8% (+0.7% vs BM)



Fonte: Bloomberg, 12 marzo 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

La priorità nella struttura di capitale aiuta a limitare i danni in caso di default

I default sono eventi quasi inevitabili nei mercati high yield, in particolare durante i periodi di forti tensioni, ma nei casi in cui si sono verificati, le perdite sono state mitigate dal rango delle obbligazioni in portafoglio. Nel 2020 abbiamo visto tassi di recupero superiori al 60% sui titoli di emittenti diventati inadempienti come Selecta o HEMA, a riprova di quanto sia importante detenere strumenti di debito posizionati in cima alla struttura di capitale, quando si rende necessaria una ristrutturazione dell'emittente.

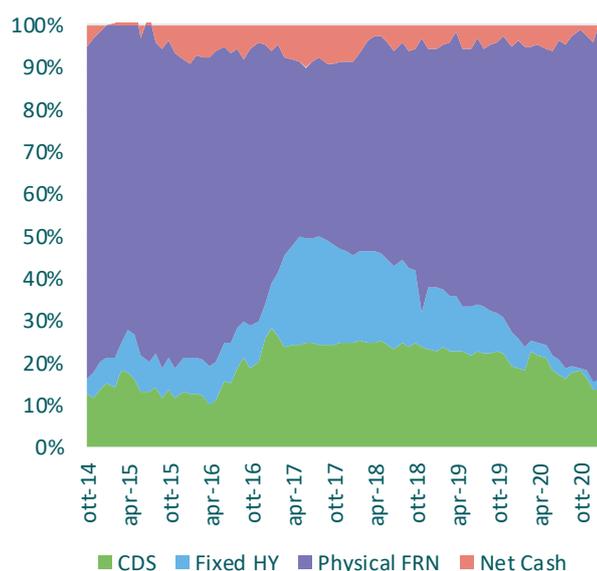
Ci aspettiamo un contesto relativamente benevolo in termini di default nel 2021, visto che ci stiamo allontanando dalla fase peggiore della pandemia e l'attività economica sta recuperando. Tuttavia, la previsione di default scontata dagli spread dei FRN HY (424 punti base al 2 marzo 2021) è quasi del 30% nell'arco dei prossimi 5 anni, presumendo un tasso di recupero del 40%, che è comunque un livello storicamente alto per l'HY. Per noi, questo è un segno che la remunerazione disponibile per assumere rischio di credito rimane attraente.

Posizionamento del fondo

Riportiamo, di seguito, le posizioni e le attività principali del fondo al momento.

- Deteniamo un rischio di mercato (beta) leggermente superiore a quello dell'indice comparativo, nella convinzione che il supporto tecnico offerto dalla domanda del mercato CLO in ripresa continuerà.
- Le posizioni del fondo sono orientate a favore dei FRN con prezzi di mercato inferiori, che a nostro avviso presentano un maggiore potenziale di rialzo delle valutazioni.
- Stiamo scalando l'esposizione ai credit default swap (CDS) e incrementando la porzione del fondo investita nei titoli FRN fisici.

Il fondo può fare uso di derivati per trarre vantaggio da un atteso aumento o calo di valore di un asset. Tuttavia, se il valore dell'asset varia in maniera diversa da quella prevista, subirà una perdita. Il ricorso ai derivati può essere consistente e superare il valore del patrimonio del fondo (leva), situazione che amplifica l'entità delle perdite e dei guadagni determinando oscillazioni più ampie del valore del fondo.

Grafico 5 | Asset allocation del fondo dal lancio

Fonte: M&G, 31 gennaio 2021. I dati riportati per il periodo precedente al 7 dicembre 2018 di riferiscono a M&G Global Floating Rate High Yield Fund, un fondo OEIC registrato nel Regno Unito lanciato l'11 settembre 2014. A partire dal 7 dicembre 2018, i dati si riferiscono a M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund, una SICAV di diritto lussemburghese.

Sfruttiamo regolarmente la flessibilità, caratteristica del fondo, per adeguare l'asset allocation del portafoglio, cosa che ci consente di puntare sulle opportunità di valore a nostro avviso più interessanti disponibili sui mercati, a prescindere che emergano tra i FRN fisici, le obbligazioni HY a tasso fisso o i CDS.

Continueremo anche a cercare di aggiungere valore attraverso un'attenta selezione degli emittenti e delle emissioni, attingendo alle vaste capacità e competenze del nostro team di analisti del credito, una risorsa che ha sempre contribuito positivamente alla performance del fondo.

Per questo fondo è consentito un ampio ricorso ai derivati.