

Resumen del año y perspectivas



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

Equipo de Renta Fija de M&G

Enero de 2022

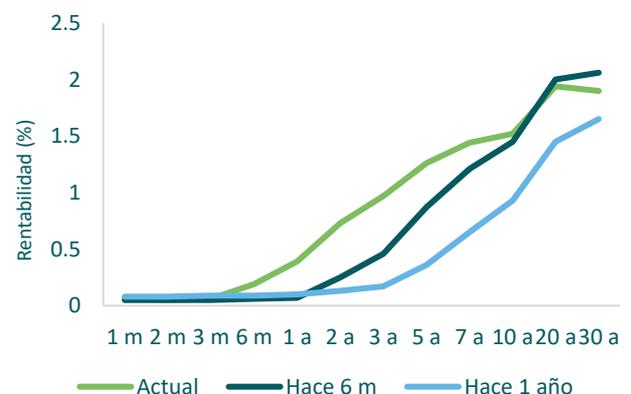
- Los bonos flotantes *high yield* registraron un mejor comportamiento que otros mercados de bonos en 2021, incluidos los *high yield* de tipo fijo y el crédito con grado de inversión.
- El contexto macroeconómico también parece muy favorable de cara a 2022, ya que los cupones de tipo flotante de los bonos flotantes *high yield* ofrecen la posibilidad de mitigar los efectos de las subidas de tipos de interés previstas para este año. A su vez, los mayores niveles de ingresos disponibles en la deuda *high yield* deberían suponer un amortiguador adicional contra la inflación.
- Los sólidos fundamentos económicos y empresariales apuntan a una perspectiva favorable de los impagos en los mercados del *high yield*, con niveles adicionales de protección en la categoría de deuda senior garantizada y el bajo *spread duration* comparado con los *high yield* de tipo fijo.

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.

Los bonos flotantes *high yield* estaban bien posicionados para el entorno inflacionista de 2021

La inflación fue el tema candente en 2021, ya que la relajación de los confinamientos, los atascos en la cadena de suministro y los efectos de las políticas monetarias y fiscales sumamente laxas se unieron para hacer que los precios al consumo registraran máximos de varias décadas. Durante la mayor parte del año, los bancos centrales mantuvieron el relato de que se trataba de una inflación «pasajera», postura que al final suavizaron, ya que la Reserva Federal de EE.UU. empezó a reducir sus compras mensuales de activos en noviembre, antes de anunciar que duplicaría el ritmo de reducción algo después. A finales de año, el mercado esperaba al menos tres subidas de tipos de interés en 2022, con pocos indicios de que la inflación vaya a disminuir (véase el gráfico 1).

Gráfico 1. El aumento de la inflación adelanta las expectativas de subida de los tipos de interés (curva de tipos de EE. UU.)



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

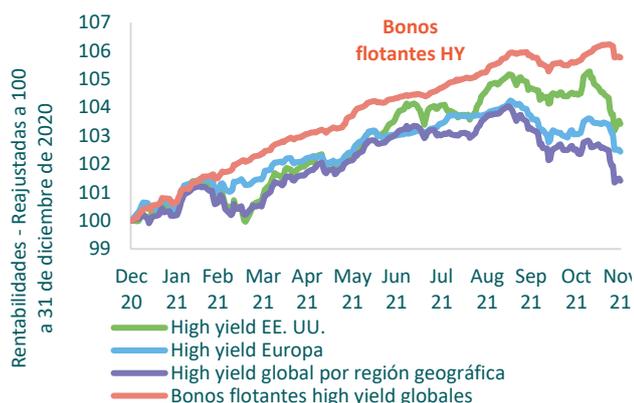
Fuente: Departamento del Tesoro de EE. UU., a 31 de diciembre de 2021.

Al mismo tiempo, la recuperación económica mundial en marcha provocó una mejora de los fundamentales empresariales, con las medidas de apoyo de los gobiernos para las empresas y los consumidores en vigor durante gran parte del año, restricciones de confinamiento más relajadas que en 2020 y un ahorro acumulado de las familias, lo cual contribuyó a generar una fuerte demanda de consumo. Como resultado, muchas empresas, incluidos los emisores de *high yield*, registraron una recuperación de su ebitda (beneficios antes de intereses,

impuestos, depreciaciones y amortizaciones, utilizado como medida del rendimiento financiero general de una empresa), desapalancamiento y un entorno de impago favorable.

En este contexto, 2021 resultó ser un año excelente para los bonos flotantes *high yield*, ya que esta clase de activos se comportó mucho mejor que los mercados de *high yield* de tipo fijo, y que el crédito de inversión (véase el gráfico 2).

Gráfico 2. Los bonos flotantes *high yield* han superado con creces la rentabilidad del *high yield* de tipo fijo en 2021



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

High yield Global: Índice ICE BoA Global High Yield. **Bonos flotantes high yield globales:** Índice CE BofA Global High Yield Floating Rate Loan (3% Constrained). **High yield EE. UU.:** Índice ICE BoA US High Yield. **High yield Europa:** Índice ICE BoA European High Yield. 30 de noviembre de 2021.

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.

Uno de los factores más favorables para esta clase de activos fue la creciente expectativa de una política monetaria más restrictiva, ya que los inversores buscaron deuda flotante para eliminar eficazmente el riesgo de tipo de interés. Los cupones de los bonos flotantes *high yield* suben en sintonía con un tipo de referencia, por ejemplo el euríbor, y suelen reajustarse cada tres meses, por lo que su duración se aproxima a cero.

Con un menor temor a los impagos y unos diferenciales históricamente reducidos en los mercados de grado de inversión, el atractivo de la deuda *high yield* también creció, ya que los inversores buscaban niveles adicionales de ingresos para proteger el valor real de su capital contra la inflación.

También hubo otros estímulos para los bonos flotantes *high yield* en 2021, especialmente los niveles récord de emisión de obligaciones de préstamos garantizados (CLO)¹, que son importantes compradores de bonos flotantes *high yield*, lo que generó unos altos niveles de demanda técnica para financiar la actividad de fusiones y adquisiciones. Esto dio lugar a una mayor variedad de nuevas emisiones en el mercado primario de los bonos flotantes *high yield* comparado con 2020, creando una mayor diversificación y oportunidades potenciales adicionales.

Pese a ser un año excelente en general, hubo notables episodios de volatilidad, ya que las olas de la pandemia y, posteriormente, la aparición de la nueva variante ómicron de la COVID-19 amenazaron temporalmente con frustrar la recuperación económica. En estos casos, los FRNs *high yield* se comportaron normalmente mejor que los de tipo fijo *high yield*, dadas sus propiedades defensivas adicionales. Entre ellas está una volatilidad intrínsecamente menor, con un *spread duration* de alrededor de 1,6 años frente a los 3,9 años² de los bonos de tipo fijo, y la categoría de deuda senior garantizada, ya que más del 80%³ del mercado de los bonos flotantes *high yield* está clasificado como tal, lo que sitúa a los inversores en primera línea para recuperar las deudas en caso de potencial impago.

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

Rentabilidad (%)	1 año	3 años anual	5 años anual	Desde lanzamiento (p.a.)*
Fondo	4,46	2,63	1,37	1,63
Índice de referencia	6,55	5,11	3,32	3,40
Sector	2,74	4,74	2,61	2,46

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

El sector es el Morningstar Global High Yield Bond (EUR Hedged).
* Fecha de lanzamiento de la clase de acción: 11 de septiembre de 2014. Esta es la fecha de creación de la OEIC autorizada en el

¹ Fuente: Credit Suisse, «Monthly CLO Issuance», septiembre de 2021.

² Fuente: Bloomberg, 1 de noviembre de 2021.

³ Fuente: Índice M&G, ICE Bank of America Global Floating Rate High Yield (3% Constrained), 31 de diciembre de 2021.

Reino Unido. La rentabilidad anterior al 21 de septiembre de 2018 corresponde a la OEIC autorizada en el Reino Unido equivalente, que se fusionó con este fondo el 7 de diciembre de 2018. Los impuestos y gastos pueden diferir.

A lo largo de 2021, M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund obtuvo una rentabilidad muy positiva, aunque inferior a la de su índice de referencia, debido sobre todo a un posicionamiento más defensivo que el del índice.

Rentabilidad por año natural, a cinco años (%)

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

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

Hasta el 1 de abril de 2016, el índice de referencia era el índice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield (Hedged). Desde entonces, es el índice ICE BofAML Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (Hedged).

El índice de referencia permite comparar la rentabilidad del fondo. El índice ha sido seleccionado como benchmark del fondo, al ser el que mejor refleja el ámbito de aplicación de la política de inversión del fondo. El índice de referencia se utiliza exclusivamente para medir la rentabilidad del fondo y no restringe la construcción de la cartera del fondo. El fondo se gestiona de forma activa. El gestor de inversión tiene plena libertad para elegir que instrumentos comprar, mantener y vender en el fondo. Las posiciones del fondo pueden desviarse considerablemente de los componentes del fondo.

Fuente: Morningstar, Inc., a 31 de diciembre de 2021, clase de acciones Euro A-Hedged, "price to price", ingresos reinvertidos.

El fondo está expuesto a diferentes divisas. Los derivados se utilizan para minimizar el impacto de las variaciones de los tipos de cambio, aunque no siempre consigue eliminarlo.

El proceso de cobertura trata de minimizar, pero no puede eliminar el efecto de los movimientos de los tipos de cambio en la rentabilidad de la clase de acciones cubierta. La cobertura también limita la capacidad de beneficiarse de los movimientos favorables de los tipos de cambio.

Contribuidores

Uno de los factores que contribuyeron positivamente a la rentabilidad fue nuestra decisión de aumentar nuestra asignación a los bonos flotantes físicos —en

contraposición con la exposición flotante sintética mediante CDS— hasta los niveles más altos desde la creación de los fondos. Esto favoreció la rentabilidad de la cartera, ya que los bonos flotantes *high yield* físicos se comportaron mucho mejor que los bonos *high yield* de tipo fijo, los cuales determinan la rentabilidad de los CDS.

La selección de valores fue otro factor positivo de rentabilidad, ya que varios bonos comprados a precios bajos en 2020, como el proveedor de servicios de gasoductos ETP, la empresa de reciclaje Groupe Ecore y el grupo financiero AnaCap, volvieron a subir hasta su valor nominal.

También intentamos aprovechar las posibles oportunidades de valor relativo, con una inclinación dentro del sector de los servicios hacia empresas que creemos que resistirán mejor la inflación, como los supermercados.

Mientras tanto, el fondo se benefició de no tener exposición al componente del índice Carlson Wagonlit, una agencia de viajes que incurrió en impago en 2021. Habíamos cerrado nuestra posición a principios de 2020, debido a la preocupación por las perspectivas de supervivencia de este tipo de empresas.

Detractores

Nuestro posicionamiento más defensivo que el del benchmark nos llevó a infraponderar algunos valores en dificultades que subieron con fuerza en 2021, especialmente el operador español de transbordadores Naviera Armas, al que no tenemos exposición. Hemos mantenido una perspectiva negativa sobre la empresa, debido a sus débiles flujos de caja, su elevado gasto de en bienes de equipo, su creciente apalancamiento y su vulnerabilidad a posibles confinamientos futuros.

Aunque hemos aumentado nuestra asignación a los bonos flotantes físicos, mantenemos una exposición de alrededor del 10% del valor liquidativo (VL) del fondo a los CDS a través del índice *high yield* norteamericano. Esta posición está diseñada para proporcionar liquidez adicional a la cartera, dada la naturaleza líquida de los instrumentos CDS, y diversificación debido a la amplitud y profundidad adicionales del mercado *high yield* más amplio. En 2021, esta posición ofreció rentabilidad absolutas positivas, pero afectó negativamente a la rentabilidad en relación con el índice de referencia.

Tenga en cuenta que 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.

Nuestro posicionamiento en el sector inmobiliario también perjudicó la rentabilidad general. Estábamos fuertemente infraponderados en el promotor chino Greenland ante nuestra preocupación por el negocio. Sin embargo, el bono venció sin incurrir en impago y salió del índice a finales de año. Mientras tanto, añadimos una pequeña posición (0,3% del VL) en Yuzhou, no incluida en el índice, que consideramos que se había visto castigada injustamente. No obstante, a pesar de ser un operador relativamente fuerte en el sector, el bono sufrió el contagio de las crecientes preocupaciones en torno al sector a finales año, lo que lo convirtió en el mayor lastre para la cartera.

Actividad de la cartera

En cuanto a la asignación de activos, durante 2021 mantuvimos una exposición de en torno al 90% del VL a FRNs físicos. Como contexto, esto supera el porcentaje de menos del 50% entre 2016 y 2018, lo que pone de manifiesto el alcance de la oportunidad potencial que vemos en la clase de activos⁴. En nuestra opinión, sigue siendo la forma más atractiva de comprar riesgo flotante en el entorno actual.

La cartera también se mantuvo estructuralmente infraponderada en sectores cíclicos con respecto al índice de referencia. Aunque esto costó rentabilidad relativa en 2021, creemos que puede ofrecer niveles adicionales de protección para los inversores en *high yield*, ya que estos sectores siguen vulnerables a posibles sorpresas negativas en cuanto al crecimiento económico y los confinamientos.

El notable aumento de las emisiones en el mercado primario el año pasado comparado con 2020, así como las importantes entradas de clientes en el fondo, nos llevaron a participar activamente en el mercado en 2021.

Nos mantuvimos activos en la primera mitad del año, especialmente en el segundo trimestre, comprando Oriflame, una empresa sueca de cosméticos; Pfeleiderer, una empresa alemana de materiales de construcción; Golden Goose, una empresa italiana de calzado de lujo; David Lloyd (un operador de gimnasios del Reino Unido), Transcom, (centros de llamadas escandinavos); y Picard Group (supermercados franceses). Al mismo tiempo, redujimos algunas de las antiguas posiciones con grado de inversión, AIG y General Electric. También hemos

reducido la exposición global a Selecta y hemos recortado la posición en Newday.

La segunda mitad del año también fue también muy ajetreada. Participamos en los mercados primarios y secundarios: en los primeros, en las nuevas emisiones de Picard, Parts Europe (sector del automóvil) y APCOA, la empresa de gestión de aparcamientos. En los mercados secundarios, aumentamos la inversión en varios valores de firme convicción, como Arrow Global, una empresa financiera; Multiversity, un proveedor de educación italiano; y TK Elevators.

En general, seguimos prefiriendo los emisores con mayor peso de los activos, dado el mayor potencial de recuperación que suelen ofrecer estos bonos en caso de impago, y más del 80% de la cartera está compuesta por deuda senior garantizada.

Perspectivas

Bajo nuestro punto de vista, los activos flotantes están en buenas condiciones para avanzar por el entorno de inversión de 2022, pues los bancos centrales están enviando clara señales de que endurecerán significativamente su política económica, lo que cabe esperar que respalde los activos que mitigan el riesgo de tipos de interés, como los bonos flotantes *high yield*.

A principios de enero, varios grandes bancos de inversión pronosticaron que la Reserva Federal estadounidense aplicaría cuatro subidas de tipos de interés a lo largo del año, frente a las tres previstas apenas un mes antes. En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) ha anunciado que pondrá fin a las compras netas de activos en el marco de su Programa de Compras por la Emergencia de la Pandemia (PEPP) en marzo de 2022⁵. Aunque el BCE sostiene por ahora que no subirá los tipos hasta 2023, muchos esperan que estas subidas se adelanten. Mientras tanto, en el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ya ha empezado a subir los tipos de interés, tras un movimiento sorpresa en diciembre.

Las perspectivas de impago también siguen pareciendo favorables, lo que creemos que apoyará a la deuda *high yield*, sobre todo teniendo en cuenta la falta de rendimiento disponible en el crédito con grado de inversión. En el tercer trimestre de 2021, los beneficios empresariales sorprendieron al alza, ya que las compañías parecen estar siendo capaces de repercutir las subidas de costes a los consumidores. Los beneficios de las empresas

⁴ Fuente: M&G. 30 de noviembre de 2021. Los datos anteriores al 7 de diciembre de 2018 corresponden a M&G Global Floating Rate High Yield Fund, una OEIC registrada en el Reino Unido. A partir de esa fecha, los datos indicados corresponden a M&G

(Lux) Global Floating Rate High Yield Fund, una SICAV registrada en Luxemburgo.

⁵ Banco Central Europeo, comunicado de prensa: Decisiones de política monetaria, 16 de diciembre de 2021.

son ahora mucho mayores, mientras que la deuda total es menor (véase el gráfico 4).

Gráfico 4. Deuda total *high yield* y ebitda de EE. UU. (% de variación en 12 meses)



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

Fuente: ICE Bank of America HY Global Credit, septiembre de 2021. Universo representado por el índice ICE BofA US High Yield.

Esto sitúa a las empresas en una posición mucho más sólida para hacer frente a los pagos de intereses, como demuestran los ratios de cobertura de intereses, que han mejorado considerablemente (véase el gráfico 5).

Gráfico 5. Cobertura de intereses del *high yield* de EE. UU.

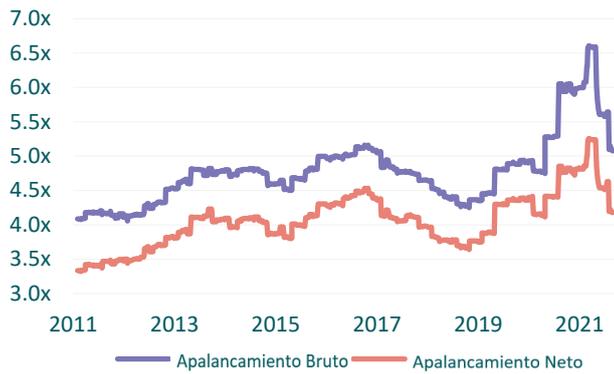


Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Fuente: ICE Bank of America HY Global Credit, septiembre de 2021. Universo representado por el índice ICE BofA US High Yield.

Y el apalancamiento general es menor (véase el gráfico 6), lo que significa que las empresas se enfrentan a un menor lastre de deuda total, lo que cabe esperar que reduzca las posibilidades de impago y mejore las perspectivas de recuperación de la deuda senior garantizada, como los bonos flotantes *high yield*.

Gráfico 6. Apalancamiento bruto y neto del *high yield* de EE. UU. fijo en su capacidad para eliminar de forma eficaz el



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

Fuente: ICE Bank of America HY Global Credit, septiembre de 2021. Universo representado por el índice ICE BofA US High Yield.

Con una inflación todavía al alza, creemos que los bonos *high yield* puede ofrecer una mayor ganancia de TIR reales positivos y proteger el valor real del capital de los inversores. Al mismo tiempo, los FRNs *high yield* tienen una ventaja potencial sobre los bonos *high yield* de tipo



riesgo de tipos de interés y ofrecer niveles de protección potencialmente más altos, incluyendo un rango senior en la estructura de capital y una menor volatilidad intrínseca gracias a su menor *spread duration*.

Bajo nuestro punto de vista, el M&G (Lux) Global Floating Rate High Yield Fund está bien posicionado para ofrecer estas ventajas potenciales, dados los amplios recursos de M&G en esta área, con uno de los mayores equipos internos de análisis de crédito de Europa y más de 200.000 millones de euros de activos gestionados de renta fija⁶, junto con una sólida trayectoria en la gestión de carteras de bonos flotantes *high yield* desde 2014, con más de 2.000 millones de euros de activos gestionados en la estrategia actual⁷.

Equipo de Renta Fija de M&G Enero de 2022

El fondo permite el extenso empleo de instrumentos derivados.

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, 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 International Investments 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 International Investments S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg. JAN 22 / 670605

⁶ Fuente: M&G, 30 de junio de 2021

⁷ Fuente: M&G, 31 de diciembre de 2021