

La protección frente a tipos crecientes sigue siendo un potencial diversificador

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

Equipo de Renta Fija Wholesale de M&G

Septiembre de 2022

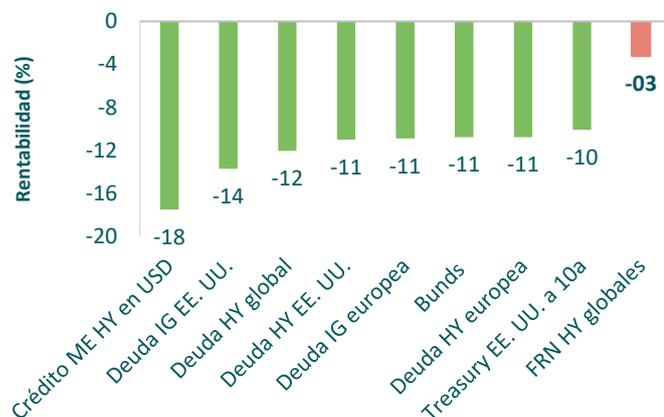
- Creemos que los bonos flotantes (FRN) podrían beneficiarse potencialmente de nuevas subidas de los tipos de interés debido a sus cupones (pagos de intereses regulares) variables, y de proteger el capital de los inversores.
- Los diferenciales de crédito (la diferencia de TIR entre la deuda soberana y la deuda corporativa, que mide el apetito de riesgo de los inversores) parecen descontar un aterrizaje forzoso de la economía pese a las expectativas de consenso de recesiones moderadas en las principales economías. En nuestra opinión, esto crea potencial de mayores rentabilidades futuras.
- La gestión activa puede ayudar a mitigar los riesgos de cartera en un entorno recesionario, reduciendo o evitando la exposición a sectores cíclicos y a emisores en apuros.

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.

Un año sólido para los FRN HY

Hasta la fecha, 2022 ha sido un año muy duro para muchos inversores en renta fija, con pérdidas de doble dígito en numerosos mercados de deuda soberana y corporativa. Sin embargo, los FRN high yield han mostrado una notable solidez, gracias a su falta de riesgo de duración (no están expuestos a riesgos al cambiar los tipos de interés, ya que sus pagos de intereses regulares a los inversores varían en función del precio del dinero), a sus mayores rentabilidades al vencimiento (TIR), a su *spread beta* (una medida de la volatilidad de los diferenciales de crédito) inferior al conjunto del universo HY y a la demanda de compradores de estos títulos.

Gráfico 1. Los FRN HY superan con creces a los bonos a tipo fijo



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

Fuente: Índices ICE Bank of America, 31 de agosto de 2022.

Rentabilidades cubiertas en USD. Deuda HY global: índice ICE BoA Global High Yield. FRN HY globales: índice ICE BofA Global High Yield Floating Rate Loan (3% Constrained). Deuda HY de EE. UU.: índice ICE BoA US High Yield. Deuda HY europea: índice ICE BoA European High Yield.

Durante este periodo, nuestra decisión de posicionar la cartera de forma más defensiva que el índice (por ejemplo tomando posiciones en compañías menos sensibles a los volátiles precios de las materias primas) parece justificada, pues ciertos emisores y sectores están más expuestos a presiones inflacionarias y conmociones de oferta que otros. No obstante, las rentabilidades relativas se han visto contrarrestadas por nuestras posiciones sintéticas en FRN HY, diseñadas para elevar la liquidez de la cartera. Las posiciones sintéticas emplean derivados (instrumentos cuyo valor se deriva del de un instrumento subyacente) para reproducir la rentabilidad de los valores subyacentes.

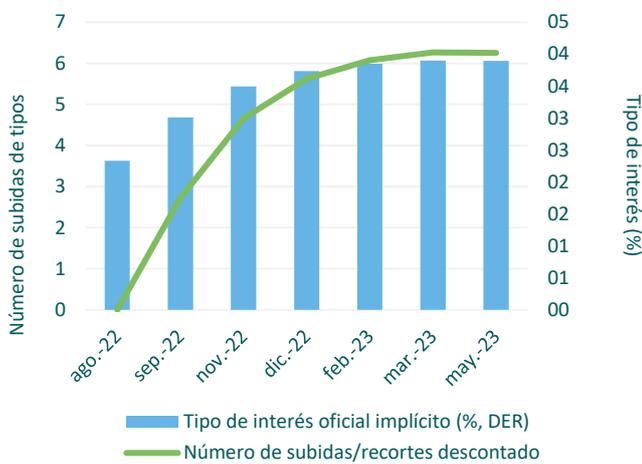
¿No están ya descontadas las subidas de tipos en los FRN HY?

No. Los cupones de FRN suelen reajustarse cada tres meses, en línea con las tasas de referencia de efectivo. Así, los precios de estos bonos no reflejan expectativas de tipos más allá de este periodo, ya que el precio de un bono se calcula como la suma de sus cupones y la devolución del capital principal descontados a la tasa de descuento. Por su parte, los precios de los bonos a tipo fijo son sensibles a cambios en las tasas de descuento a lo largo del plazo total de sus flujos de caja. Una subida del tipo de intervención de un banco central en el plazo de

seis meses, por ejemplo, no se verá reflejado en el precio actual de un FRN HY.

Esto significa que los cupones de los FRN HY podrían subir más si cabe si los bancos centrales siguen elevando sus tipos de interés oficiales (tal como anticipan los mercados), mientras que el capital de los inversores está protegido por la ausencia efectiva de riesgo de duración en estos bonos. Ello contrasta con el dilema al que se enfrentan los inversores en bonos a tipo fijo: sus TIR han comenzado a parecer más atractivas en términos nominales, pero todavía presentan riesgos para el capital si las autoridades monetarias se ven obligadas a implementar más subidas de tipos de lo previsto para combatir la inflación.

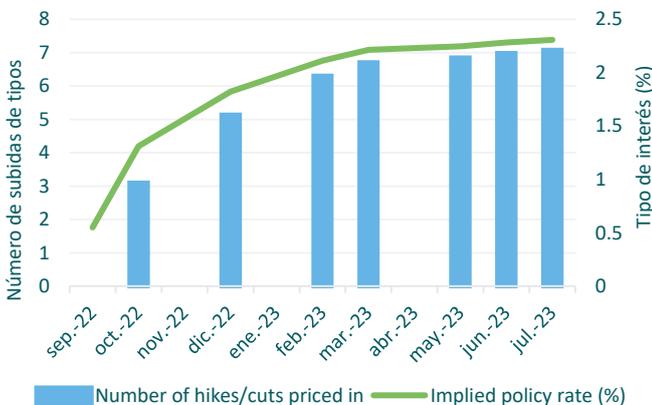
Gráfico 2. Tasa de fondos federales implícita y número de subidas de tipos descontadas por el mercado



Únicamente a efectos ilustrativos.

Fuente: Bloomberg, 31 de agosto de 2022.

Gráfico 3. Tipo del BCE implícito y número de subidas de tipos descontadas por el mercado



Únicamente a efectos ilustrativos.

Fuente: Bloomberg, 8 de septiembre de 2022.

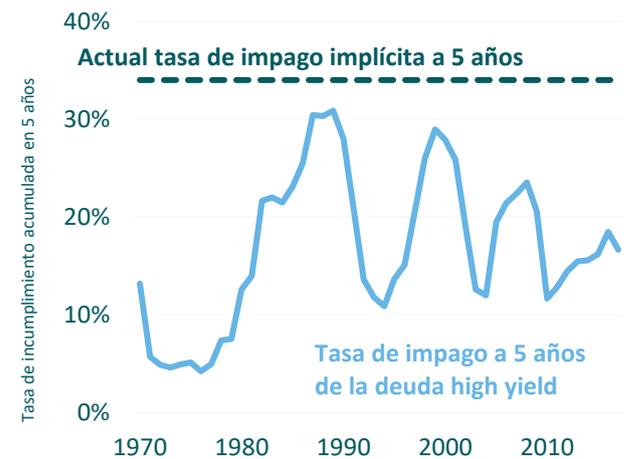
Probable recesión moderada, pero el mercado descuenta impagos superiores a la media

Es obvio que los emisores high yield presentan más riesgo de incumplimiento que sus homólogos con grado de inversión, pero creemos que los mercados exageran al descontar tasas de impago superiores a la media, pese a las expectativas de consenso de los analistas de recesión moderada en las principales economías.

Muchos emisores comenzaron 2022 con balances relativamente sólidos, habiendo reducido significativamente su apalancamiento neto y elevado su cobertura de intereses tras sus recuperaciones desde los confinamientos para combatir la pandemia. En nuestra opinión, esto ha dejado a estas empresas mejor situadas para superar un bajón económico que en muchas recesiones previas.

En la primera mitad del año, los diferenciales de crédito de los FRN HY se ensancharon algo más de 400 puntos básicos (pb), hasta más de 800 pb. Creemos que esto compensa con creces el riesgo de impago asociado en muchos casos, mientras que la gestión activa nos permite evitar o reducir la exposición a las empresas más arriesgadas, como por ejemplo emisores en apuros y aquellos en sectores cíclicos. Asimismo, pensamos que cualquier giro hacia una relajación de la política monetaria podría actuar como catalizador de un estrechamiento de los diferenciales.

Gráfico 4. Tasa de impago acumulada en 5 años



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%.

La selección de créditos *bottom-up* trata de mitigar el riesgo

Los FRN HY son una clase de activos global, y muchos emisores tienen presencia internacional. Tenemos en cuenta las tendencias macroeconómicas y sectoriales, las cuales están reflejadas en nuestro posicionamiento de cartera. Por ejemplo, hemos tomado posiciones en compañías menos expuestas a la volatilidad de los precios de las materias primas, por ejemplo en áreas como educación, finanzas, tecnología y telecomunicaciones (TMT), y reducido la exposición a grupos minoristas.

Al mismo tiempo, creemos que el motor de rentabilidad más significativo para cualquier posición individual serán los fundamentales del emisor (como flujo de caja y beneficios), junto a cualquier protección estructural que proporcione el bono. En este contexto, el análisis de crédito *bottom-up* sigue siendo el principal foco de atención de nuestro enfoque para construir una cartera de FRN HY capaz de aportar rentabilidad a lo largo del ciclo crediticio, incluido un bajón económico potencial.

Preferimos invertir en deuda senior garantizada (respaldada por un activo colateral) de empresas con activos considerables, pues estos títulos suelen proporcionar más protección frente a caídas y un mayor potencial de recuperación en cualquier escenario de impago. También hemos tratado de evitar a integrantes del índice en apuros, por ejemplo en los sectores de viajes y fabricación de componentes de automoción, para reducir el riesgo de caídas potenciales.

La actividad en el mercado secundario (en el que se negocian bonos ya emitidos) ha permanecido saludable a lo largo de 2022. No obstante, también intentamos elevar la liquidez y diversificación de la cartera creando exposición sintética a FRN HY, combinando la venta de derivados de crédito (CDS, que brindan acceso al mercado high yield en su conjunto) y la compra de FRN del tesoro estadounidense a efectos de protección frente a subidas de tipos y de exposición a cupones flotantes.

Los FRN siguen siendo interesantes

La inflación sigue complicando las cosas a muchas carteras de inversión, y en opinión de muchos, los riesgos de inflación a largo plazo todavía no están reflejados en las cotizaciones. Así, creemos que los FRN siguen siendo interesantes, con futuras subidas del precio del dinero todavía no descontadas en estos instrumentos, y cupones potencialmente atractivos de cara al futuro.

De modo similar, en un entorno de obstáculos para la economía en el corto plazo y condiciones de préstamo más ajustadas, los diferenciales del crédito high yield parecen reflejar un escenario de aterrizaje forzoso de la economía, pese a las expectativas de consenso de recesiones moderadas en las principales economías.

Dados los mayores niveles reales de renta que proporcionan los FRN HY, junto a su estatus senior garantizado y su protección de duración frente a medidas potencialmente más duras de los bancos centrales, creemos que la clase de activo puede seguir siendo una herramienta de diversificación efectiva en carteras de renta fija, y podríamos ser testigos de oportunidades únicas en el ciclo.

Por consiguiente, creemos que en adelante será importante mantener la liquidez de la cartera para aprovechar tales oportunidades, evitando a aquellos emisores con mayor riesgo de acusar presiones exacerbadas en el corto plazo. En un escenario de recesión moderada, creemos que esto podría dejar a la clase de activo bien situada para generar rentabilidades potencialmente atractivas en el periodo subsiguiente.

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 (HY) emitidos por compañías con una calificación crediticia baja, que suelen pagar intereses más elevados para compensar a los inversores por el mayor riesgo de impago 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.

Gráfico 5. Escenarios de rentabilidad potenciales de los FRN HY en base a cambios en los diferenciales de crédito y los tipos de interés, con 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	15,7	14	12,2	10,4	8,6	6,9	5,1	3,3	1,5
	-0,5	15,8	14,1	12,3	10,5	8,7	7	5,2	3,4	1,6
	0,0	15,9	14,2	12,4	10,6	8,8	7,1	5,3	3,5	1,7
	0,5	16,4	14,7	12,9	11,1	9,3	7,6	5,8	4	2,2
	1,0	16,9	15,2	13,4	11,6	9,8	8,1	6,3	4,5	2,7

Fuente: índice ICE Bank of America Global High Yield Floating Rate Loan (3% Constrained), 31 de agosto 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 los índices estarán afectados por 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	-7,8	-5,5	-4,9	-0,4	-0,2	N/A
Índice de referencia*	-7,1	-4,3	-3,1	1,6	1,9	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	-0,4	6,5	1,6	-2,6	4,3	-0,8	4,5
Índice de referencia*	N/A	N/A	2,1	-0,7	11,1	2,7	-1,3	6,8	2,0	6,6

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 31 de agosto 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.

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. **SEPT 22/ 828203**