

High yield estadounidense: Actualización de mercado

High yield estadounidense | 25 de marzo de 2020



Chris Jorel
Gestor de cartera de clientes,
High yield estadounidense

Los mercados, incluido el de *high yield*, siguen sin estabilizarse ante las dificultades de previsión de esta insólita pandemia. Por su parte, las consiguientes respuestas a nivel individual, empresarial y gubernamental se encuentran en pleno desarrollo. El objetivo de esta actualización es proporcionar cierto contexto sobre lo que está sucediendo en el sector del *high yield* estadounidense y formular algunas predicciones sobre lo que creemos que nos depara el futuro.

Rentabilidad del mercado

A lo largo de la semana pasada, las pérdidas se precipitaron en el mercado de *high yield*, así como en los mercados de financieros en general. Durante las dos primeras semanas de marzo, los peores resultados parecían proceder de las empresas más perjudicadas directamente por el COVID-19. Sin embargo, esta pasada semana las ventas fueron más indiscriminadas, ya que incluso las compañías de mayor calidad cotizaron significativamente a la baja, con la ampliación de los diferenciales de los precios de la oferta y de la demanda. Esto se debió en parte a que los inversores aumentaron el efectivo mediante la venta de la deuda que mejores resultados había registrado, así como al hecho de que las repercusiones de la paralización de toda la actividad serán generalizadas y perjudicarán a la mayoría de las empresas. A modo de referencia, cabe señalar que cinco de los seis peores días en términos de rentabilidad total registrados en la clase de activos se han producido en las últimas dos semanas, y que ni siquiera durante la crisis financiera de 2008 se registró un dato de rentabilidad de *high yield* estadounidense peor que en lo que llevamos de mes.

Gráfica 1: Resultados de *high yield* estadounidense

	Semana del 20/3	Mes hasta la fecha	Ejercicio hasta la fecha	1 año
Alto rendimiento estadounidense*	-10,55 %	-17,44 %	-18,71 %	-13,00 %
BB	-9,74 %	-15,62 %	-16,53 %	-9,57 %
BB	-10,86 %	-18,36 %	-19,99 %	-14,49 %
CCC	-12,74 %	-23,35 %	-25,43 %	-24,06 %
Energía	-16,92 %	-38,32 %	-43,84 %	-44,99 %

Fuente: Columbia Threadneedle Investments, a 20 de marzo de 2020. *ICE BofA US High Yield Cash Pay Constrained Index.

Liquidez

En el mercado de bonos de *high yield* estadounidense, la liquidez a principios del mes supuso todo un reto, pero el funcionamiento del mercado era el habitual, a pesar de que los diferenciales de los precios de la oferta y la demanda se habían ampliado. Como dato de referencia, el CDX de *high yield* (que puede suponer un indicador del mercado de *high yield*) normalmente cotiza en una horquilla de oferta y demanda de alrededor de 8/100 puntos. Hace dos semanas, aumentó de $\frac{1}{2}$ a $\frac{3}{4}$ puntos. Hacia finales de la semana pasada, la liquidez empeoró notablemente. Los diferenciales del CDX permanecen amplios, en ocasiones son hasta de 1 punto. El jueves (19 de marzo) y el viernes (20 de marzo), observamos algunos bonos de mayor calidad con unos diferenciales de los precios de la oferta y de la demanda en torno a los 3 puntos. De hecho, algunos de los instrumentos de deuda con un beta elevado llegaron a registrar una horquilla aún mayor. El problema se ve agravado por los operadores que trabajan desde casa y que dificultan las transacciones. Además, parece que las reservas de los agentes de bolsa/intermediarios se mantienen prácticamente planas tras rondar los 5.000 millones de dólares, aunque la obtención de este dato aún presenta algunas dificultades. La determinación de precios es la norma y todavía observamos varias divergencias en los precios de determinados instrumentos de deuda entre los distintos proveedores de índices.

El rendimiento del índice de referencia podría desviarse aún más, ya que Intercontinental Exchange (el proveedor del índice de referencia ICE BofA) se encuentra en pleno sondeo a los usuarios acerca de si, a modo excepcional este mes de marzo, debería omitir el reequilibrio que normalmente efectúa a finales de cada mes. De este modo, los «ángeles caídos» no se contemplarían en el segmento de *high yield*, al menos, hasta mayo, y los valores impagados se mantendrían en el índice de referencia un mes más. Según nuestros gestores de cartera de valores de *Investment grade* y valores con garantía hipotecaria, existen problemas de liquidez similares a la hora de operar en esos mercados.

Rebajas de calificación crediticia

Las agencias ya han comenzado a rebajar la calificación de la deuda, principalmente en el sector energético y en otros sectores directamente afectados por el COVID-19. S&P revisó a la baja su previsión de los precios del petróleo para 2020 hasta los 25 USD/barril, aunque el mercado de futuros estima que, en el segundo semestre de 2020, el barril superará los 30 USD y que, en 2021, se situará en 35 USD. Prevemos que esta tendencia de revisiones a la baja proseguirá tanto en el sector energético como en general.

Anteriormente, señalamos que el porcentaje de los bonos con calificación CCC en el índice de referencia se encontraba próximo a los niveles mínimos de los últimos 10 años. Este porcentaje se mantiene dada su acusada depreciación de precios. Sin embargo, aproximadamente el 21% de los créditos del índice de referencia general tienen una calificación B3 o B- de, al menos, una agencia de calificación crediticia, por lo que esperamos que se produzca un aumento de los créditos con calificación CCC.

«Ángeles caídos»

Antes, se esperaba que la actividad de los «ángeles caídos» fuera moderada. Sin embargo, dado el hundimiento del precio del petróleo y la dramática desaceleración económica, hemos descartado esa posibilidad. Hemos visto estimaciones que valoran las posibles rebajas de calificación crediticia en 200.000 millones de dólares, un dato que consideramos realista. Cabe señalar a modo de referencia que el valor nominal del mercado de *high yield* estadounidense se encuentra actualmente en torno a los 1,3 billones de USD. Según Bank of America, aproximadamente 250.000 millones de USD en bonos de alta calidad cotizan actualmente en una horquilla más amplia que los créditos con calificación BB de *high yield*.

Los bonos de Ford a 10 años cotizan actualmente a un diferencial de aproximadamente +1.100 puntos básicos (pb), lo que supone 300pb más que los bonos BB de *high yield*. Esto es indicativo de que el mercado ha descontado una alta probabilidad de degradación de la calidad crediticia. Esta cuestión no es baladí, ya que Ford representaría más del 2 % del mercado de *high yield* en índices no limitados. Esta actividad de rebaja de la calificación crediticia ya ha comenzado; una muestra de ello es que Occidental Petroleum (OXY, aprox. 31.000 millones de USD de deuda elegible para el índice) y Cenotus Energy (CVEC, aprox. 4.700 millones de USD de bonos elegibles para el índice) han visto reducida su calificación crediticia de *investment grade* a *high yield*.

Energía

La inesperada decisión de Arabia Saudí de aumentar considerablemente la producción de petróleo después de un período continuado de recortes provocó una caída espectacular de los precios del petróleo. Una cosa es aumentar la oferta, y otra muy distinta es hacerlo en medio de una de las mayores crisis de demanda de la historia.

Esta medida se ha traducido en una brusca depreciación de los bonos energéticos de *high yield*, especialmente en el sector energético de servicios petrolíferos y de producción y prospección. Por su parte, la distribución de gas (*midstream*) ha arrojado mejores resultados en términos relativos. La mayoría de las empresas energéticas emisoras de bonos de *high yield* y de *investment grade* no sobrevivirán si los precios se mantienen en estos bajos niveles. Las cuestiones clave son la duración de este entorno de bajos precios y cuándo sería conveniente que se produjera un posible aumento de la demanda.

En 2015 y 2016, cuando los precios cayeron significativamente después de que la OPEP rechazara recortar la producción de petróleo, EE. UU. registraba una producción de unos 9,6 millones de barriles al día y, en 12 meses, cayó hasta unos 8,5 millones de barriles al día, lo que representa un descenso del 11 %. Prevemos una caída aún más precipitada en los próximos 12 meses de la producción actual de petróleo en EE. UU., que se encuentra en unos 13 millones de barriles al día, por varias razones. En primer lugar, la mayor parte del incremento de la producción en EE. UU. procedía del esquisto, cuyo ritmo de descenso es más pronunciado; en segundo lugar, los productores contaban con una mayor cobertura durante el período anterior, lo que permitía mantener las inversiones en activos fijos; en tercer lugar, muchas compañías todavía se encontraban en plena delimitación de sus terrenos de explotación, por lo que las inversiones en activos fijos estaban comprometidas; y, por último, algunos de los mejores terrenos se perforaron para poder capear la recesión. Desde el anuncio de Arabia Saudí, varias grandes empresas del sector no han tardado en anunciar recortes con respecto a las inversiones en activos fijos. Según los recortes de gastos anunciados, se produciría un descenso del 15% en 12 meses, lo que reduciría la producción estadounidense en unos nada desdeñables 2 millones de barriles al día.

Las compañías de *midstream* tendrán que hacer frente a los inminentes descensos en la producción. Uno de los mecanismos cuya aplicación prevemos es la reducción de dividendos, ya que muchas empresas de *midstream* mantienen unos dividendos significativos. Esta reducción ya ha comenzado: Targa ha anunciado un recorte del 90% de sus dividendos, que se

traducirá en más de 700 millones de USD de efectivo que se quedarán en la compañía. Prevemos que otras empresas del sector no tardarán en seguir el ejemplo de Targa. A no ser que se produzca un cambio en la política de Arabia Saudí, no prevemos que aumenten de forma significativa los precios del petróleo a corto plazo. Prevemos que los precios mejorarán conforme la producción interna se reduzca y la demanda vuelva a su cauce. Sin embargo, es poco probable que vuelvan a la banda de los 50 USD de los últimos años, al menos, a corto plazo. Mientras tanto, el nivel de las reservas crece rápidamente. Si la recuperación de los precios se demora más de lo esperado, es posible que haya poca diferenciación de la deuda en el sector de la energía, ya que es probable que muchos/la mayoría se incumplan.

Posicionamiento/cambios de la cartera

Aunque las valoraciones se han ampliado, el posicionamiento no ha cambiado significativamente. Entramos en este período con una cartera energética de mayor calidad y una mayor ponderación en los sectores relacionados con el consumo, ya que la fortaleza del consumidor estadounidense era uno de los aspectos más destacados de la economía del país. Aunque hemos señalado algunos de los problemas en el segmento de la energía, los aumentos previstos del desempleo en EE. UU. han mermado los precios de los valores en los sectores relacionados con el consumo a corto plazo.

Los problemas de liquidez y los acusados descensos de los precios en el sector energético han llevado a la cartera a minimizar la actividad en ese sector, incluso en lo relativo a las compras de valores. Dado que anticipamos una posible mejora en los precios de materias primas derivada de la menor oferta y de un entorno de demanda más favorable EE. UU. —con respecto a los niveles actuales—, conforme los efectos del COVID-19 remitan con el tiempo, prevemos que los mercados volverán a discriminar (al menos hasta cierto punto) entre emisores energéticos de mayor y de menor calidad.

Fuera del sector energético, hemos permanecido más activos para aprovechar las turbulencias observadas en los precios a medida que el mercado busca liquidez en los bonos individuales. Aun así, la actividad global de la cartera ha sido moderada. Nos ha resultado difícil reducir las posiciones en sectores directamente afectados por el COVID-19 y, por lo general, comprar ha sido más fácil que vender. Reconocemos que aplicar la estrategia de seleccionar valores con potencial de crecimiento en una coyuntura de volatilidad extrema del mercado es prácticamente imposible. Por ello, hemos preferido adoptar un enfoque más modesto para aumentar gradualmente nuestra exposición a la deuda —que, en nuestra opinión, ofrece un perfil de rentabilidad atractivo ajustado al riesgo—, al tiempo que mantenemos la liquidez para aumentar la exposición si el mercado sigue debilitándose. No podemos determinar cuánto se prolongará la latencia de la actividad económica por las paralizaciones debidas al COVID-19, al igual que desconocemos cuánto durará el período de debilidad económica que seguirá. Nos centramos en deuda que ofrece liquidez suficiente y/o flexibilidad de costes para poder sobrevivir a un período prolongado de inactividad económica, así como en la cobertura de activos a través de la estructura de capital, incluso a niveles de beneficios recesivos. Entre las compras recientes se incluyen compañías del sector de alimentación y bebidas, asistencia sanitaria y algunas compras de menor envergadura en deuda directamente afectada por el virus, como Aramark y Hilton.



Información importante: Para uso exclusivo de Inversores Profesionales y/o Cualificados (no debe usarse con clientes minoristas, ni transmitirse a estos). Salvo indicación en contrario, la fuente de todos los datos e información es Bloomberg. Las rentabilidades históricas no garantizan rentabilidades futuras. El valor de las inversiones y de cualquier ingreso no está garantizado, puede caer o subir y puede verse afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esto significa que un inversor puede no recuperar las cuantías invertidas. Su capital está expuesto a riesgos. Este material se distribuye meramente a título informativo y no constituye una oferta o solicitud de un pedido para comprar o vender valores u otros instrumentos financieros, ni para ofrecer asesoramiento o servicios de inversiones. La mención de determinadas acciones o bonos no debe considerarse como una recomendación para invertir. Los análisis incluidos en este documento han sido elaborados por Columbia Threadneedle Investments para el desarrollo de sus propias actividades de gestión de inversiones. Es posible que se hayan utilizado con anterioridad a la publicación y ahora se han puesto a su disposición a título accesorio. Cualquier opinión expresada se considera realizada en la fecha de publicación y está sujeta a cambios sin previo aviso. Además, no deberá interpretarse como asesoramiento de inversión. Aunque se considera que la información obtenida de fuentes externas es fiable, no puede garantizarse su precisión o integridad. Este material incluye declaraciones prospectivas, como previsiones de condiciones económicas y financieras futuras. Ninguno de los miembros, consejeros, directivos ni empleados de Columbia Threadneedle Investments declara, garantiza, asegura ni manifiesta ninguna certeza sobre el cumplimiento de dichas declaraciones prospectivas. Este documento se distribuye a través de Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). La información contenida en este documento no debe interpretarse como asesoramiento financiero y está destinada únicamente a personas que posean los conocimientos adecuados sobre inversiones y que cumplan los criterios normativos para ser clasificados como «clientes profesionales» o «contrapartes de mercado», de modo que ninguna otra persona debe basar sus acciones en ella.

Israel: Los intereses de los fondos extranjeros solo se ofrecen en el Estado de Israel en virtud de una exención conforme a la Ley israelí de valores de 1968 y la Ley israelí de sociedades de inversión colectiva de 1994. Por lo tanto, la Oferta de los intereses del fondo no constituye una oferta realizada al público en Israel, según el significado que se le atribuye en dicha legislación (los intereses del fondo se ofrecen únicamente a los inversores enumerados en el primer anexo de la Ley israelí de valores y a no más de 35 inversores minoristas).

El interés del Fondo no se ha registrado ni se ha publicado un folleto en virtud de la Ley israelí de valores de 1968. Del mismo modo, el fondo no está regulado en virtud de lo dispuesto en la Ley israelí de sociedades de inversión colectiva de 1994. Ninguna autoridad israelí ha aprobado los intereses de los fondos ni el material publicitario sobre los mismos. No se ha realizado, ni se realizará, ninguna acción en el Estado de Israel que permita la emisión de una oferta pública sobre los intereses del fondo o la distribución de material de oferta en relación con los mismos para el público en Israel. Es responsabilidad de toda persona que desee adquirir los intereses del fondo satisfacer su propio cumplimiento de las leyes del Estado de Israel en relación con dicha compra, incluida la obtención de cualquier consentimiento gubernamental o de otro tipo, si fuera necesario.

Ni el fondo ni sus asesores cuentan con licencia en virtud del reglamento relativo a la Ley israelí de gestión de carteras, y comercialización y asesoramiento en materia de inversión de 1995. La información relativa a los intereses del fondo no constituye comercialización ni asesoramiento en materia de inversión, según la definición de estos términos en el reglamento mencionado. Al tomar una decisión de inversión, los inversores solo deben basarse en su propio análisis del fondo y en los términos de la oferta, incluidos los beneficios y el riesgo que implica. Asimismo, deben recurrir al asesoramiento de asesores competentes con respecto a los aspectos legales, contables, fiscales y financieros de la compra de los intereses del fondo. Emitido por Threadneedle Investment Services Limited. Registrado en Inglaterra y Gales, número de registro 3701768, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Reino Unido. Autorizado y regulado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera.

Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de empresas Columbia y Threadneedle.

columbiathreadneedle.com

03.20 | 3009663