
Crédito *high yield* europeo: Actualización de la estrategia

Renta fija | 1T 2020



Roman Gaiser
Director de Alto Rendimiento, EMEA

Si bien el mercado de crédito *high yield* europeo arrojó unos resultados considerablemente negativos y exhibió unos diferenciales sustancialmente más amplios hacia finales del primer trimestre, las valoraciones del mercado se muestran ahora mucho más atractivas que a principios de año. Comenzamos el año 2020 con un posicionamiento conservador en nuestras carteras de *high yield* europeo, y tras nuestra revisión de las valoraciones y la respuesta política ante el COVID-19, mantenemos nuestro posicionamiento defensivo, al tiempo que tratamos de apostar por créditos de mayor calidad y reforzar los créditos que anteriormente considerábamos caros, pero que ahora parecen atractivos.

Análisis del mercado del 1T

La probabilidad de que se produzca una recesión económica en numerosos mercados desarrollados tras el parón económico relacionado con el COVID-19 y las correspondientes medidas de aislamiento vino acompañada de un aumento de la aversión al riesgo y de la falta de liquidez en los mercados, lo que se tradujo en un significativo aumento de los rendimientos y en una considerable ampliación de los diferenciales de crédito, hasta niveles no vistos desde 2011/12.

La distorsión quedó de manifiesto en la disparidad de las rentabilidades generadas por los mercados. El mercado de alto rendimiento en dólares estadounidenses impulsó la ampliación de los diferenciales, que aumentaron más de 600pb hasta un máximo de 1.100pb. Cuando el mercado se hallaba totalmente inmerso en una espiral de ventas, observamos que los títulos que solían estar mejor posicionados recibían un castigo más duro que los títulos de menor

calidad, ya que las ventas masivas se vieron alentadas en gran medida por preocupaciones de liquidez. Esto ayudó a acelerar la caída de los precios de los bonos, mientras que los fondos cotizados (ETF) registraron descuentos en su valor liquidativo (VL) de hasta un 8%.

El entorno era muy unilateral con ofertas reales a menudo por debajo de los precios de la pantalla. Se podía operar, pero con una prima de liquidez. Al mismo tiempo, las operaciones de cualquier tamaño resultaban difíciles, y las ejecuciones bursátiles tardaban mucho más tiempo que en condiciones de mercado normales. No se trataba de un problema específico del mercado de *high yield*, ya que algo similar sucedía en el mercado con calificación «investment grade», sobre todo en los vencimientos más cortos.

Por sectores, los más penalizados fueron los segmentos más cíclicos del mercado, como la automoción y la energía, además del transporte, el ocio y los distribuidores no alimentarios. Los sectores que exhibieron un mejor comportamiento relativo fueron aquellos con menor exposición al ciclo, como la atención sanitaria, los servicios públicos y las telecomunicaciones.

Si bien la liquidez de mercado sigue atravesando dificultades, y aunque la operativa en general sigue viéndose distorsionada, se ha observado una cierta mejora en el último tramo de marzo. Gracias al apoyo de los principales bancos centrales, como el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal estadounidense, y a las contundentes respuestas fiscales por parte de los gobiernos, la situación mejoró con una liquidez más favorable para los títulos más sólidos. Cuando el mercado se tornó más racional, comenzó a distinguir entre los títulos más defensivos de mayor calidad y los títulos más cíclicos y más débiles —y los mejores títulos registraron una rentabilidad superior a su índice de referencia.

También se perciben las primeras señales de que los títulos de mejor calidad parecen hallar más fácilmente un mercado bilateral. La venta es ahora relativamente más fácil, pero la compra se ha complicado, dado que algunos títulos se han encarecido varios puntos. No obstante, la venta de los títulos más cíclicos y frágiles sigue siendo muy difícil. Por su parte, las nuevas emisiones, a diferencia del mercado con calificación «investment grade», se han paralizado.

Seguimos asistiendo a esta segunda ola de mejora relativa del mercado y observamos sustanciales dispersiones entre los mejores y los peores títulos: los títulos más sólidos cotizan con una prima significativa y los títulos de menor calidad cotizan con una prima mucho menos considerable o incluso con un notorio descuento.

Actividad y perspectivas

Los diferenciales del crédito *high yield* europeo se sitúan aproximadamente a 0,6 desviaciones típicas del promedio a largo plazo (20 años), en comparación con el nivel plano observado a finales de 2019.

Las ingentes medidas de política monetaria y fiscal anunciadas contribuirán a mejorar la sustancial (aunque temporal) interrupción de la producción económica y el empleo. Más concretamente, gran parte de la repuesta política se enfoca a mantener abierto el canal del crédito. Los responsables políticos quieren evitar que una perturbación económica acabe desembocando en una crisis financiera. Políticas como la compra directa por parte de la Reserva Federal estadounidense de bonos corporativos con calificación «investment grade», por ejemplo, han sido concebidas teniendo en cuenta los diferenciales de crédito y deberían ayudar a estabilizar el mercado de crédito en general, como ya ha comenzado a suceder.

Las agencias de calificación crediticia han sido rápidas en actuar, y la posibilidad de que apliquen nuevas rebajas de las calificaciones perseguirá al mercado durante los próximos meses. En los últimos tiempos, se ha hablado mucho de los «ángeles caídos». Desde principios de año, los «ángeles caídos» en el universo europeo ascienden a 30.000 millones de euros y 3.500 millones

de libras esterlinas, un importe superior al de 2018 y 2019 en su conjunto, y ya representan en torno al 10% del mercado europeo de *high yield* en circulación. Las rebajas de calificación crediticia se han acelerado, como consecuencia de las continuas perturbaciones provocadas por el COVID-19; por otro lado, los gobiernos de todo el mundo se esfuerzan a la desesperada por adoptar políticas monetarias y fiscales para poner freno al deterioro.

En su publicación más reciente, JP Morgan considera que unos 100.000 millones de euros o el 4,3% del universo con calificación «investment grade» podría pasar a formar parte del espacio europeo de *high yield*. Y si tenemos en cuenta que este universo representa 350.000 millones de euros en valor nominal y 300.000 millones de euros en valor de mercado, en caso de materializarse esas proyecciones, el universo europeo de alto rendimiento se verá incrementado en casi un 30%, con el riesgo de provocar problemas de digestión para el relativamente pequeño mercado europeo de alto rendimiento. Los efectos de las revisiones a la baja de las calificaciones crediticias ya se observan en la actualidad, por ejemplo en Ford. Estas consecuencias tienen un amplio alcance y se prevé su continuación. Algunos de estos «ángeles caídos» presentan fundamentales relativamente sólidos y podríamos considerarlos oportunidades de inversión. En resumen, en estos momentos creemos que los diferenciales compensan en gran medida el creciente riesgo crediticio.

Desde principios de año, nuestra estrategia de *high yield* europeo ha estado, y sigue estando, posicionada de forma defensiva, con una moderada infraponderación de la beta de mercado (al tiempo que mantenemos un nivel de liquidez), y conserva a escala sectorial una infraponderación en los sectores cíclicos, como el automóvil, el transporte y las industrias básicas, al tiempo que sobrepondera la atención sanitaria (IQVIA), la tecnología (SFR y Netflix), los medios de comunicación y los servicios financieros.

La preferencia por los bonos de elevada calidad con respecto a los bonos de baja calidad fue uno de nuestros temas de inversión en el arranque de 2020, y volvemos a hacer hincapié en ese tema. Los bonos de reducida calidad se verán amenazados por una mayor tasa de impagos en los sectores cíclicos, sobre todo aquellos relacionados con la situación del petróleo y las medidas de confinamiento en todo el mundo (por ejemplo, la energía, el transporte y el automóvil). Habida cuenta de las distorsiones del mercado, buscamos, en la medida de lo posible, la manera de mejorar la calidad crediticia global de la estrategia, apostando por créditos de mayor calidad, con énfasis en los títulos BB y de mayor prelación.

También deseamos añadir algunos «ángeles caídos» y créditos con calificaciones más elevadas tras el reciente golpe a los precios, dada la indiscriminada ola de ventas experimentada por el mercado en marzo. Creemos que estamos obteniendo una buena compensación con rentabilidades potenciales por el riesgo de inversión asumido. Cabe destacar que, con los actuales niveles de diferenciales, los mercados están compensando a los inversores con varios múltiplos sobre la peor situación de impagos de la historia.

Resumen sobre la rentabilidad

En términos generales, nuestra estrategia de *high yield* europeo ha exhibido un buen comportamiento durante el primer trimestre de 2020 por las razones expresadas con anterioridad.

Nota: datos de Bloomberg a 31 de marzo de 2020, a menos que se indique otra cosa.



Información importante: Exclusivamente para uso de inversores profesionales y/o cualificados (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). La fuente de los datos y la información es Bloomberg, a menos que se indique lo contrario. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de los resultados futuros. El valor de las inversiones y de los ingresos no está garantizado y puede tanto aumentar como disminuir; dicho valor puede verse afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esto significa que un inversor podría no recuperar el importe invertido. Su capital está sujeto a riesgos. El presente documento tiene carácter meramente informativo y no debe considerarse como una oferta o una invitación para realizar una oferta de compra o venta de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. La referencia a acciones o bonos específicos no debe interpretarse como recomendación de negociación. El análisis incluido en este documento ha sido elaborado por Columbia Threadneedle Investments para sus propias actividades de gestión de inversiones, puede haber servido de base para la toma de decisiones antes de su publicación y su disponibilidad tiene carácter accesorio. Todas las opiniones formuladas en el presente documento son válidas en la fecha de publicación, pueden sufrir cambios sin previo aviso y no deben ser consideradas como asesoramiento de inversión. La información obtenida de fuentes externas se estima fidedigna, si bien su precisión o integridad no pueden garantizarse. Este material incluye declaraciones sobre perspectivas futuras, incluidas previsiones de las condiciones financieras y económicas futuras. Ni Columbia Threadneedle Investments ni sus consejeros, directivos o empleados ofrecen garantía alguna de que dichas declaraciones sobre perspectivas futuras vayan a resultar acertadas. Este material lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). La información contenida en este documento no constituye asesoramiento financiero alguno, y está dirigida exclusivamente a personas con el conocimiento adecuado en materia de inversión, que satisfagan los criterios normativos para ser considerados Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado; ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información.

Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial en todo el mundo del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.

columbiathreadneedle.com

04.20 | 3028468