

Bienvenidos a un nuevo universo del alto rendimiento

La primacía de «ángeles caídos» ha alterado la composición del mercado de alto rendimiento europeo. Así pues, ¿cómo podríamos afrontar la situación?

Angelina Chueh, Gestora de Carteras de Clientes

Al entrar en el cuarto trimestre de 2019, creíamos que el ciclo económico estaba tocando a su fin. Nos perturbó ligeramente el hecho de que los mercados quisieran mostrarse bastante optimistas, ya que las cifras del tercer trimestre ponían de manifiesto que las firmas habían alcanzado e incluso superado las previsiones. Sin embargo, las expectativas se han revisado a la baja y reflejan un entorno operativo más débil en general.

A medida que la expansión del coronavirus cobraba fuerza, una de las cosas que nos preocupaban era la disrupción del suministro a causa del papel que desempeña China en el crecimiento mundial, y creíamos que el efecto cascada sería sustancial. Los mercados se dieron cuenta de que este virus tenía alcance mundial. Más o menos al mismo tiempo, Rusia y la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidieron que había llegado el momento de iniciar una guerra de precios del petróleo. Los fondos cotizados (ETF) fueron los primeros en recibir un revés, y sólidas compañías con calificación BB y buenos flujos de caja se vieron penalizadas. Se produjo una venta generalizada de forma muy profunda y en ocasiones desproporcionada de créditos con calificaciones más elevadas. El mercado básicamente dejó de funcionar.

Los bancos centrales respondieron intentando mantener la liquidez del mercado. Como consecuencia de todos los programas de apoyo financiero impulsados en el marco de la pandemia, los balances de los bancos centrales han crecido: el del Banco Central Europeo



(BCE) en 645.000 millones de euros, y el de la Reserva Federal estadounidense en 2,3 billones de dólares.¹ Las medidas de la Fed iban encaminadas a comprar los «ángeles caídos» (bonos que tenían calificación *investment grade*, pero cuya calificación crediticia se revisó a la baja hasta la de «bonos basura») y los ETF de alto rendimiento. También se rumoreó que el BCE podría seguir la estela.

Digamos que las turbulencias registradas por el mercado este año comenzaron con la fase 1 (colapso total), avanzaron a la fase 2 (gran intervención de los bancos centrales y los gobiernos que dio lugar a un fuerte repunte) y luego pasaron a la fase 3 (la dura realidad), momento en el

que las cifras de la economía real están siendo peores de lo previsto en general. El riesgo de que algunos emisores no puedan hacer frente al pago de sus cupones se ha hecho realidad.

Flujos del mercado en el contexto de la pandemia por COVID-19

A medida que el coronavirus iba ganando tracción en Europa, observamos salidas de fondos relativamente pequeñas en febrero (alrededor de 1.500 millones de euros) y grandes salidas en marzo (unos 7.500 millones de euros), aunque, desde entonces, se han producido entradas de fondos: los flujos netos este año hasta el 29 de julio ascienden a -1.900 millones de euros.²

► La liquidez de mercado en los bonos subyacentes se ha situado en niveles peligrosos, pero ha mejorado en los últimos meses. Cuando el alto rendimiento se comporta bien, el mercado se contrata alrededor de un precio, con una diferencia que suele ser de entre 0,5 y 1,0 punto. En momentos de turbulencias, el diferencial entre los precios de demanda y de oferta se amplía a 2 puntos. En los últimos compases de marzo, el diferencial era de entre 3 y 5 puntos respecto del precio marcado en las pantallas, aunque en realidad podría haber sido de incluso 10 puntos más bajo que el precio en pantalla.³

Esta situación ha registrado una mejora espectacular, puesto que el diferencial entre precios de oferta y demanda es de alrededor de 1,5 puntos y el de los vencimientos más cortos podría estar situado en torno a 1 punto. No obstante, todavía no se han recuperado los niveles previos a la pandemia por COVID-19. Numerosas compañías recurrieron a los paquetes de garantías estatales, que respaldaron el tramo corto de la curva de tipos. De hecho, un informe reciente de Deutsche Bank pone de manifiesto que alrededor del 10% de los emisores europeos de alto son actualmente receptores de apoyo estatal.⁴

Un nuevo panorama en el alto rendimiento

Se ha producido un cambio en la composición y el tamaño del mercado de alto rendimiento, y esto se debe a la cantidad de «ángeles caídos» que han pasado a formar parte del universo del alto rendimiento europeo. Al mismo tiempo, dados los sectores a los que pertenecen esos «ángeles caídos», con una gran presencia de empresas automovilísticas, los desgloses sectoriales han cambiado y ha aumentado la ponderación de compañías con calificación BB (gráfico 1).

Perspectivas

Los tipos de interés implícitos en Estados Unidos, Europa y el Reino Unido sugieren que apenas se producirán cambios y, de haberlos, serán nuevos retrocesos. Prevemos que los bancos centrales seguirán ofreciendo su apoyo.

Por lo que respecta a las empresas, los beneficios se verán perjudicados. La situación de los balances era buena en general en la antesala de la crisis, y ahora están respaldados por una liquidez abundante. Los diferenciales se han ampliado y contraído de forma considerable en un periodo de tiempo relativamente breve, de un trimestre al siguiente, pero estas fluctuaciones fueron moderadas en

comparación con lo que sucedió durante la crisis financiera mundial. Además, si bien las previsiones de las tasas de impago en Europa se acercaban a las dos cifras (y en Estados Unidos fueron incluso del 14%), esos pronósticos no se han materializado y las medidas de estímulo han hecho que se revisaran a la baja hasta situar esas tasas alrededor del 4%.⁵ La liquidez es clave, pero se ha restado importancia al elevado apalancamiento. Mientras las firmas puedan pagar sus facturas, se mantendrán en pie un día más.

Sin embargo, la bifurcación del mercado entre empresas de mejor calidad y compañías más débiles se mantiene. Un aspecto clave que debe tenerse en cuenta es la fortaleza del balance de una firma al entrar en la crisis. Las compañías suficientemente robustas para sobrevivir a una crisis económica prolongada probablemente recibirán liquidez suficiente; las que ya tenían unos balances débiles lo tendrán más complicado. Otro factor importante radica en si todavía habrá negocios cuando se produzca la recuperación.

Dado que el apoyo de los bancos centrales es cada vez más amplio y profundo, no creemos que vayan a desaparecer muchas compañías a causa de problemas de liquidez. Ahora bien, en última instancia, son las compañías por sí solas las que tienen que demostrar que cuentan con un modelo de negocio sostenible en la era post-COVID-19. Al final, necesitamos comprobar si todas las medidas fiscales y monetarias adoptadas bastan para prevenir una recesión grave y prolongada. Desde la perspectiva actual, parece bastante difícil evaluarlo.

Por lo que respecta a los beneficios del segundo trimestre, se anunciaron grandes sorpresas al alza, y los factores técnicos siguen siendo muy sólidos. Los diferenciales de valoración, situados

en 485 puntos,⁶ dan la sensación de que el inversor recibe una recompensa adecuada por un riesgo de impago del 4%. Las empresas cíclicas también están realizando buenos progresos en cuanto al ahorro de costes, lo que significa que las compañías están ofreciendo unas orientaciones sobre el flujo de caja entre neutrales y positivas. Sin embargo, en el otro extremo de la balanza, una falta de orientación significa que las perspectivas son más bien poco claras y que la incertidumbre a largo plazo tiende al alza. Algunos sectores lo tienen complicado para registrar una recuperación en forma de V. Es el caso de la automoción, que prevé que alcanzará la recuperación completa en 2024. Las cifras interanuales son claves para dilucidar si estamos ante la luz al final del túnel o un camión que viene en dirección contraria.

Hasta la fecha, el mercado europeo de alto rendimiento ha recibido apoyo, y los «ángeles caídos» han propiciado un avance del universo de alrededor del 20%.⁷ Además, el mercado se ha anotado las mejores cifras de julio de la historia, que quedaron fácilmente absorbidas, quizá por miedo a perder las ayudas a este respecto.

Los inversores que consideren acertada la previsión de impagos del 4% estarán cubiertos por los diferenciales existentes, pero la cobertura no será suficiente para aquellos que crean que el panorama a largo plazo presenta una mayor incertidumbre. Como equipo, nos enmarcamos en esta segunda hipótesis.

¹ Bloomberg, julio de 2020.

² JP Morgan, julio de 2020.

³ Análisis de Columbia Threadneedle Investments.

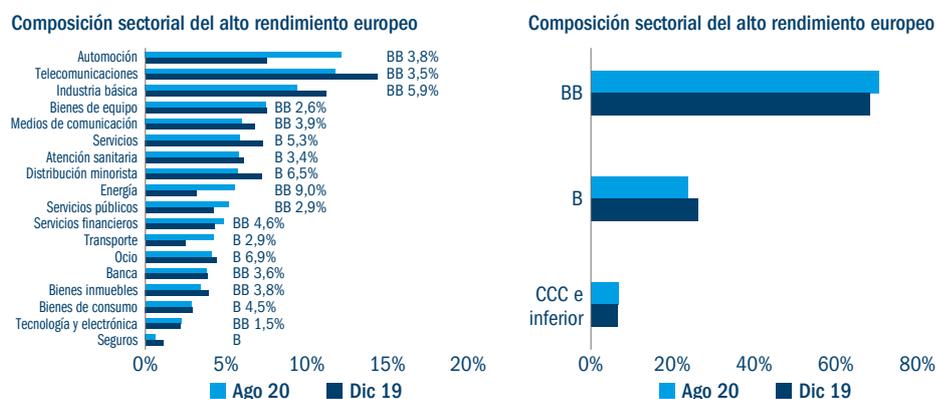
⁴ Deutsche Bank, julio de 2020.

⁵ Deutsche Bank, julio de 2020.

⁶ Índice ICE BoAML HPS2.

⁷ Análisis de Columbia Threadneedle Investments.

Gráfico 1: Un cambio de composición



Fuente: Columbia Threadneedle, Bloomberg y Aladdin a 31 de agosto de 2020.

Si desea más información, visite
COLUMBIATHREADNEEDLE.COM



Información importante: Exclusivamente para uso de inversores profesionales y/o cualificados (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en particular. No debe interpretarse ni como una oferta o una invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. **Invertir implica un riesgo, incluyendo el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos.** El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. **La inversión internacional** conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. **Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables.** Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. **La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad.** La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora.

En Australia: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [«TIS»], ARBN 600 027 414. TIS está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley australiana de sociedades (*Corporations Act*) y se fundamenta en lo dispuesto por la normativa Class Order 03/1102 relativa a la prestación de servicios financieros y de comercialización a los clientes mayoristas australianos, tal y como se define este término en la sección 761G de la Ley de sociedades de 2001. TIS está regulada en Singapur (número de registro: 201101559W) por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289), que difiere de la legislación australiana.

En Singapur: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, entidad regulada en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289). Número de registro: 201101559W. Este documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur.

En Hong Kong: Publicado por Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, firma autorizada por la Comisión de Valores Mobiliarios y Futuros de Hong Kong («SFC») para desarrollar actividades reguladas incluidas en el epígrafe 1 (CE:AQA779). Sociedad registrada en Hong Kong conforme a la Ordenanza de Sociedades (Capítulo 622) con el n.º 1173058.

En la región EMEA: Publicado por Threadneedle Asset Management Limited. Sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Reino Unido. Autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Este material lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Para distribuidores: Este documento ha sido concebido para ofrecer a los distribuidores información sobre los productos y servicios del Grupo y no está destinado a su posterior divulgación. Para clientes institucionales: 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

Publicado en septiembre de 2020 | Válido hasta marzo de 2021 | J30888 | 3235525