



**David Daigle**  
Gestor de renta fija



**Shannon Ward**  
Gestor de renta fija



**David Bradin**  
Investment director de renta fija

## Deuda estadounidense de alto rendimiento: cinco cosas que hay que saber

### Ideas principales

- El mercado de deuda estadounidense de alto rendimiento continúa evolucionando. En la actualidad, ha crecido en tamaño, diversidad y calidad, aunque también ofrece un rendimiento inferior.
- La menor duración del mercado de deuda de alto rendimiento frente al de grado de inversión puede contribuir a aislarlo de la posible subida de tipos de interés durante un periodo de auge económico.

Hace poco, preguntamos a los gestores de deuda de alto rendimiento David Daigle y Shannon Ward y al investment director de renta fija David Bradin cuáles eran sus perspectivas sobre la inversión en el mercado estadounidense de alto rendimiento en una coyuntura de subida de tipos, diferenciales históricamente reducidos y repunte de la actividad económica. También comentamos los cambios estructurales registrados en esta clase de activos y los obstáculos a corto plazo. A continuación, incluimos algunas de sus observaciones.

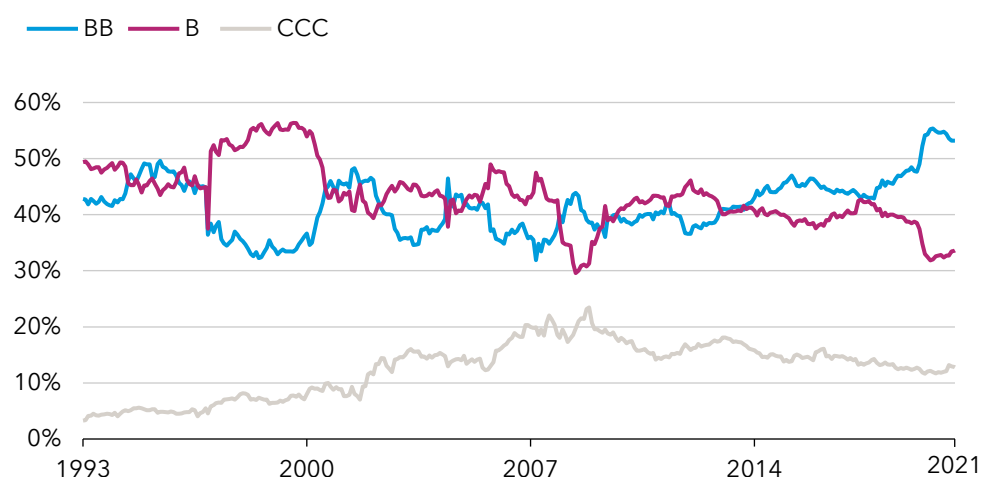
## 1. La calidad del crédito ha mejorado

La calidad crediticia global del universo de deuda de alto rendimiento (BB/Ba e inferior) lleva ya un tiempo mejorando de forma significativa, especialmente desde 2019. Las compañías con una calificación BB (la más alta que puede obtener un emisor de títulos de alto rendimiento) representan actualmente más de la mitad del mercado, cuando hace 20 años eran solo la tercera parte. Por el contrario, en el momento más crítico de la crisis económica de 2008 a 2009, las compañías con calificación CCC representaban casi una cuarta parte del mercado, mientras que ahora son solo un 13%.

En el caso de la deuda con grado de inversión ocurre lo contrario. Más de la mitad del mercado posee una calificación BBB, la más baja que existe en esta clase de activos. En consecuencia, un gran número de empresas se agolpan en torno a la línea divisoria entre grado de inversión y alto rendimiento. Y por ese motivo se registra un gran número de movimientos entre uno y otro segmento: antiguos emisores de títulos con grado de inversión (conocidos como «ángeles caídos») pasan a situarse en el nivel del alto rendimiento y compañías prometedoras (o «estrellas emergentes») ascienden al nivel de grado de inversión. De este modo, aumentan las oportunidades para los inversores en alto rendimiento a lo largo de todo el ciclo. Esta situación también pone de manifiesto la delgada línea divisoria entre ambos mercados cuando mejora la calidad de los títulos de alto rendimiento y los títulos de grado de inversión bajan.

La crisis del COVID-19 nos ha dejado un gran número de ángeles caídos, en los que antes jamás habríamos tenido la oportunidad de invertir porque se encontraban firmemente asentados en el mercado de grado de inversión. Ford es un claro ejemplo y también algunas aerolíneas. Estas compañías cíclicas emitieron deuda con calificación de alto rendimiento y muchas tuvieron que pagar cupones mucho más elevados que los tipos de interés a los que se habrían endeudado en el mercado de grado de inversión. Así se habría incrementado el atractivo de dichos bonos para los inversores en alto rendimiento que podían mantener una perspectiva a largo plazo.

### Un mercado de deuda de alto rendimiento de mayor calidad<sup>1</sup>



1. Fuente: Bloomberg Index Services Ltd. Información a 8 abril 2021. Las cifras reflejan el porcentaje del valor de mercado estadounidense. Los datos no incluyen los títulos de deuda con calificación inferior a CCC o sin calificación. La calificación de los bonos, que suele ir desde AAA/Aaa (valor superior) hasta D (valor inferior), es asignada por agencias de calificación crediticia como Standard & Poor's, Moody's o Fitch, y constituye un indicador de la solvencia del emisor.

Para entender estos cambios en la calidad crediticia, nos gusta pensar en el mercado de deuda de alto rendimiento como un segmento integrado por tres tipos de emisores.

En primer lugar, están los emisores de deuda privada apalancada, que hace una década dominaban esta clase de activos. Ahora, estas compañías prefieren endeudarse en el mercado de préstamos apalancados, donde las cláusulas de protección y las condiciones de crédito son cada vez más flexibles para los emisores. Sin estos emisores con un elevado nivel de apalancamiento, la deuda de alto rendimiento comporta ahora un nivel de riesgo relativamente inferior, pero también un menor rendimiento.

Un segundo grupo de compañías recalca en el segmento del alto rendimiento porque ha tenido dificultades, debido a una mala dirección o una gestión deficiente, y su calificación crediticia refleja dichos riesgos. Estas inversiones pueden resultar rentables en función del lugar en el que se coloquen los inversores en alto rendimiento dentro de la estructura de capital y también del precio que paguen por sus bonos.

El mercado de deuda de alto rendimiento se encuentra cada vez más dominado por un tercer grupo de compañías: usuarios avanzados del apalancamiento. En muchos casos, se trata de emisores de alto rendimiento que han llegado a este segmento por casualidad, porque consideran que una calificación BB o B es un «regalo» para su perfil financiero. Muchos de ellos pueden incrementar temporalmente el apalancamiento por motivos empresariales, como un mayor gasto de capital, adquisiciones o recompra de acciones, y no es infrecuente que se muevan entre el mercado de alto rendimiento y el de grado de inversión.

## **2. Las tasas de impago están bajando**

Antes del inicio de la pandemia de COVID-19, las tasas de impago de la deuda de alto rendimiento estaban en mínimos. Desde que alcanzaran un máximo del 14% en el peor momento de la crisis económica, en general se han mantenido por debajo de la media histórica anual, próxima al 3 %, a excepción del período comprendido entre 2015 y 2016, cuando la caída del precio del petróleo provocó una avalancha de impagos en el sector energético.

Pese a que la tasa de impagos volvió a alcanzar un pico en 2020, ya ha comenzado a recuperarse, por varios motivos. En primer lugar, la calidad de los emisores ha mejorado, en parte debido a la entrada de algunos ángeles caídos de gran envergadura, como Ford, Occidental Petroleum y Kraft Heinz. En segundo lugar, durante el reciente período de tensión en el mercado, este se vio respaldado por las ayudas de la Reserva Federal a través de su programa de compra de deuda. Gracias a dicho instrumento, los emisores, incluso aquellos más afectados por las condiciones económicas que provocó la respuesta al virus, pudieron refinanciar la deuda que estaba a punto de vencer y realizar nuevas emisiones para sostener las operaciones a tipos de interés razonables. Algunos pueden cuestionar estas decisiones políticas, pero estemos o no de acuerdo con ellas, lo cierto es que han proporcionado un amplio respaldo a los mercados de crédito. Además, pese al parón económico registrado a mitad del año pasado, salimos de él con una rapidez razonable y actualmente nos encontramos en un período de auge económico, lo que contribuye al descenso de los impagos.

### **3. El precio de los márgenes crediticios refleja ya una recuperación económica**

El mercado de deuda de alto rendimiento ha arrojado históricamente resultados positivos a lo largo del ciclo. El alto rendimiento ha presentado un comportamiento especialmente positivo en períodos de recuperación y expansión económica, y ya estamos preparados para una coyuntura de crecimiento importante. Los emisores con balances más sólidos podrían ser capaces de incrementar la capacidad y hacer crecer sus negocios, además de acceder a los mercados de capitales para refinanciar la deuda existente o financiar el gasto de capital. Las compañías con grandes niveles de deuda pueden encontrarse en una buena posición para ampliar sus actividades orgánicamente y reducir el apalancamiento.

En términos generales, esta clase de activo ha obtenido sus mejores resultados cuando la economía está saliendo de la parte más baja del ciclo y los diferenciales son amplios. En la actualidad, probablemente estemos más cerca de un ciclo tardío en términos de diferenciales crediticios, pues los precios ya han descontado la mayoría de novedades positivas. Tras el alza del mercado de deuda de alto rendimiento registrada el año pasado, ahora su rendimiento medio se sitúa en torno al 4%, cerca de un mínimo histórico. Sin embargo, en este entorno, si un inversor puede llegar a conseguir un rendimiento del 4% con tasas de impago en mínimos, se trata sin duda de un buen negocio.

### **4. El mercado se ha diversificado**

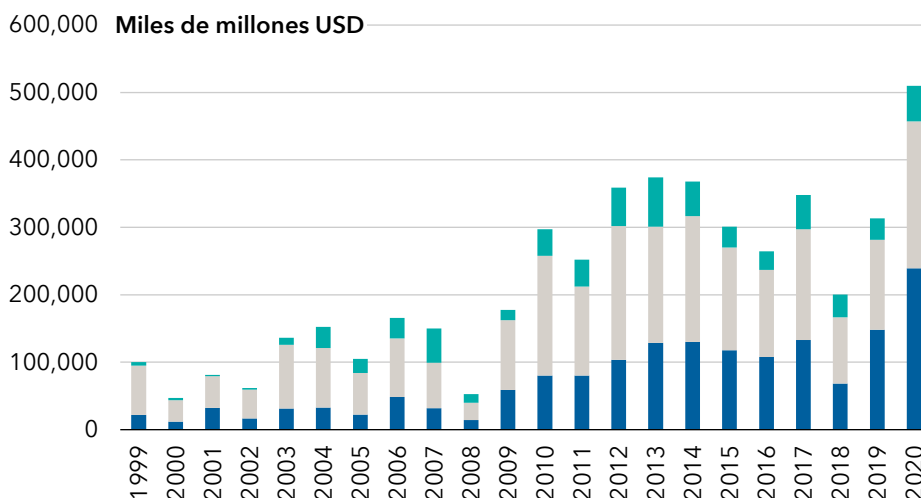
La clase de activo que conforma el segmento de deuda de alto rendimiento ha experimentado muchos cambios estructurales que la diferencian en gran medida del mercado surgido en la década de los ochenta, durante el auge de las adquisiciones apalancadas, o incluso del mercado que conocíamos antes de la crisis económica registrada hace una década.

Uno de los cambios importantes es la mayor diversidad sectorial. Las telecomunicaciones y los medios de comunicación siguen constituyendo una gran parte del mercado y nosotros, como gestores, poseemos importantes inversiones en estos ámbitos. Sin embargo, ya no dominan el mercado de deuda de alto rendimiento como solían hacerlo. Además, la profundidad existente dentro de cada sector es mucho mayor.

En la actualidad, los sectores financiero, de las materias primas, sanitario, tecnológico, de comercio minorista y de bienes inmuebles se han hecho con un mayor porcentaje del mercado. Por ello, sectores cíclicamente sensibles como el comercio minorista, los viajes y los materiales, así como ámbitos menos sensibles a la evolución de la economía, como el sanitario, pueden jugar un papel más destacado en el segmento de deuda de alto rendimiento. El mercado de deuda de alto rendimiento representa actualmente la economía estadounidense en su conjunto, pues ha dejado de estar dominado por uno o dos sectores, como ocurría en el pasado.

## Aumento del volumen y la calidad crediticia de las emisiones de deuda estadounidense de alto rendimiento<sup>2</sup>

■ BB ■ B ■ CCC



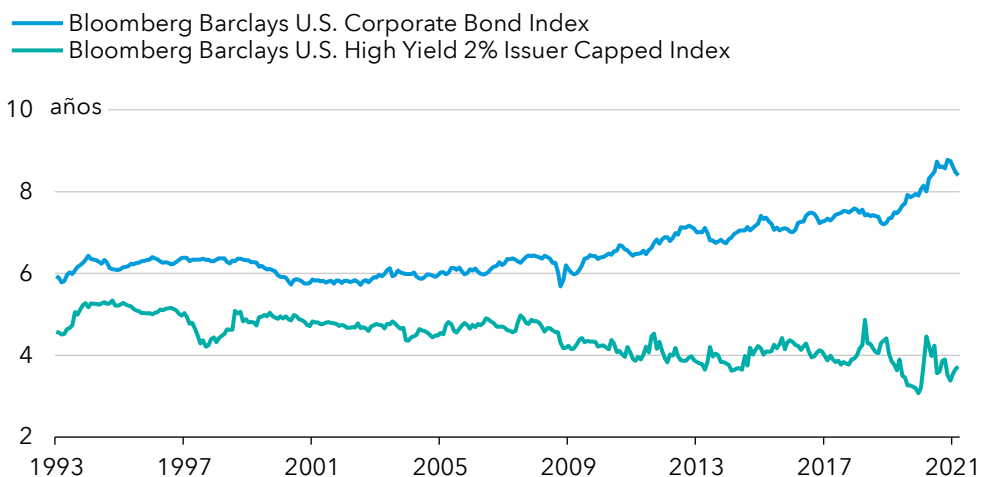
### 5. La deuda de alto rendimiento es una clase de activo de corta duración

La duración media del mercado de deuda de alto rendimiento es de unos cuatro años, frente a los cerca de ocho años de la deuda con grado de inversión. (La duración mide la sensibilidad del precio de un bono a las fluctuaciones en los tipos de interés. Cuanto mayor sea la duración, más sensible será). Las compañías de alto rendimiento suelen emitir deuda con vencimientos más cortos porque tienen una calificación inferior y en el mercado existe poca demanda de emisiones con una larga duración. Por el contrario, las compañías con grado de inversión han aprovechado el entorno de bajos tipos de interés de la última década y han ampliado los vencimientos de su deuda, lo que les ha permitido asegurar unos costes de financiación históricamente bajos.

Debido a la menor duración de la deuda de alto rendimiento, este tipo de instrumentos están menos expuestos a las subidas de los tipos de interés que suelen producirse en períodos de fuerte crecimiento del producto interior bruto. Solo por eso, esta clase de activo resulta más ventajosa que otros ámbitos de renta fija y, además, ofrece la oportunidad de diversificar. El aumento de la exposición a la deuda de alto rendimiento puede reducir la duración global de la cartera de inversión, aparte de ofrecer posibilidades de revalorización en períodos de expansión económica.

2. Fuente: BofA Global Research. Información a 31 diciembre 2020.

### Alto rendimiento, menor duración<sup>3</sup>



### Cómo invertimos en este mercado

La característica más destacada de las fases avanzadas del ciclo de los mercados y las economías es la excesiva asunción de riesgos. Las valoraciones de muchas clases de activos ya reflejan, en parte, esta singularidad. En el caso de los inversores de deuda de alto rendimiento, la respuesta fácil sería aumentar la calidad crediticia, pero así incrementarían también su exposición al riesgo de tipos de interés.

Por otra parte, en estas etapas avanzadas del ciclo, hay que tomar más precauciones con respecto a títulos de deuda menos sólidos puesto que, si la economía o los mercados bajan, no queremos encontrarnos con un puñado de compañías sensibles a la evolución de la economía y muy apalancadas que podrían encarar dificultades. Sin embargo, la adopción de un número demasiado elevado de medidas de protección y seguros innecesarios contra un riesgo que no se materializa resulta costosa. Sin duda, esta tarea es todo un ejercicio de equilibrio. A fecha de abril de 2021, el posicionamiento medio de las carteras de deuda de alto rendimiento de Capital Group presenta una duración de unos seis meses inferior a la de la referencia.

Un sector interesante es el de las materias primas. De producirse un fuerte repunte de la actividad económica, será bueno haber invertido en compañías de materias primas porque suelen ser sensibles al ciclo económico. En el universo de alto rendimiento hay varias compañías de materiales y materias primas de gran calidad.

Otro sector de gran atractivo es el de las comunicaciones. Estas compañías recurren mucho a los mercados crediticios porque necesitan un gran volumen de capital, pero esta particularidad también crea un valor de activo real. Si algo sale mal, la compañía puede seguir en activo aunque tenga que recapitalizarse. Este sector ha atravesado un proceso de maduración, en gran medida igual que ocurrió con el de la energía. Algunas de las compañías apalancadas más débiles han entrado en quiebra y otras han quebrado pero se han recapitalizado. Las compañías que siguen en activo son más fuertes, ya que han reforzado sus balances, mejorado sus calificaciones crediticias, y algunas tienen posibilidades de pasar a situarse en el universo de deuda de grado de inversión. Nuestro enfoque se basa en invertir compañía a compañía y título a título. Gestionamos las carteras prestando gran atención a mantener la diversidad, invirtiendo en sectores, perfiles de riesgo y vencimientos diferentes.

3. Fuente: Bloomberg Index Services Ltd. Los datos comienzan el 29 enero 1993 y concluyen el 31 marzo 2021.

---

**David A. Daigle** es gestor de renta fija y cuenta con 26 años de experiencia (a 31 diciembre 2020). Es licenciado en Administración de empresas por la Universidad de Vermont y tiene un MBA por la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago, donde obtuvo la máxima calificación.

**Shannon Ward** es gestora de renta fija y cuenta con 28 años de experiencia (a 31 diciembre 2020). Es licenciada en Psicología por la Universidad de California, Santa Bárbara, y tiene un MBA por la Universidad del Sur de California.

**David Bradin** es investment director de renta fija. Cuenta con 15 años de experiencia (a 31 diciembre 2020). Es licenciado en Comunicación mediada por la Universidad estatal de Carolina del Norte y tiene un MBA por la Universidad Wake Forest.

---

**Factores de riesgo que han de tenerse en cuenta antes de invertir:**

- El presente documento no pretende ofrecer un consejo de inversión y no debe ser considerado como una recomendación.
- El valor de las inversiones y sus respectivos dividendos puede subir o bajar y es posible que los inversores no recuperen los importes invertidos inicialmente.
- Los resultados históricos no son indicativos de los resultados futuros.
- Si la divisa en la que invierte se fortalece frente a la divisa en la que se realizan las inversiones subyacentes del fondo, el valor de su inversión disminuirá. La cobertura de divisas trata de limitar esto, pero no hay garantía de que dicha cobertura sea completamente eficaz.
- En función de la estrategia, pueden existir riesgos relacionados con la inversión en renta fija, derivados, mercados emergentes o en bonos de alto rendimiento. Los mercados emergentes son volátiles y pueden presentar problemas de liquidez.

Este documento, emitido por Capital International Management Company Sàrl («CIMC»), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo, se distribuye con fines exclusivamente informativos. CIMC está regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF», organismo de supervisión financiera de Luxemburgo) y es una filial de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group) y también sujeta a la correspondiente regulación en España a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a través de su filial en dicho país. Si bien Capital Group ha hecho lo posible por obtener la información de fuentes de terceros consideradas fiables, la empresa no presta afirmación o garantía alguna en relación con su precisión, fiabilidad o integridad. El presente documento no pretende ser exhaustivo ni proporcionar asesoramiento de inversión, fiscal ni de ningún otro tipo.

© 2021 Capital Group. Todos los derechos reservados. CR-391771 STR ES