

Razones para invertir en bonos *high yield*

Exclusivamente para inversores profesionales | Con fines comerciales |
Prohibida su distribución a terceros

Aspectos destacados

- Los bonos corporativos *high yield* han sido históricamente una fuente atractiva de rentabilidad, lo que a su vez ha contribuido a unas rentabilidades totales competitivas.
- Situados en medio entre los bonos *investment grade* y las acciones por lo que respecta al perfil de riesgo y rentabilidad, ofrecen potencial de diversificación en una cartera e históricamente han sido menos sensibles al riesgo de tipos de interés.
- Por su alto grado de riesgo idiosincrático, los bonos *high yield* son una clase de activos que puede remunerar una acertada selección de valores.

¿Qué es un bono *high yield*?

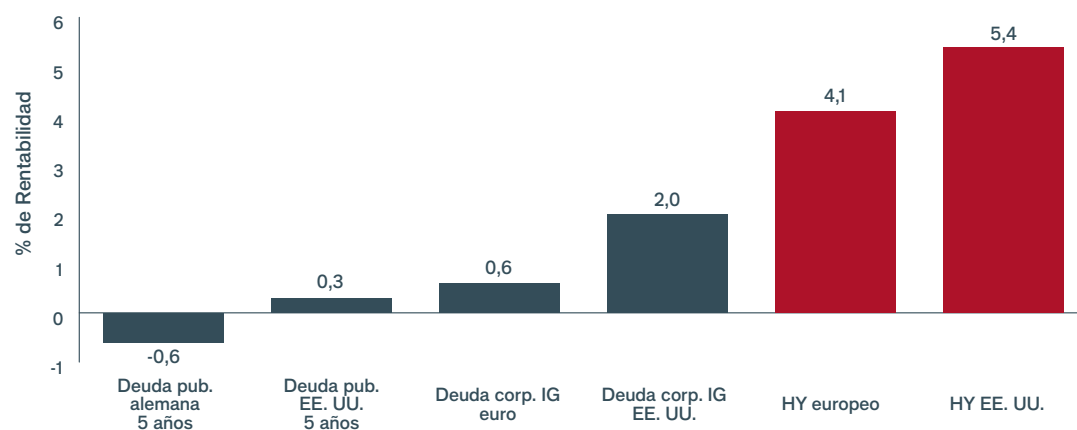
Las empresas emiten bonos corporativos para obtener financiación, con la promesa de pagar al inversor intereses (el cupón) cada año y devolver el valor nominal del bono a su vencimiento. Los bonos *high yield* son bonos corporativos con una calificación crediticia por debajo de la categoría de inversión (*investment grade*). Esto significa que tienen una calificación igual o inferior a Ba1 de Moody's o BB+ de S&P o Fitch, las agencias de calificación crediticia. Normalmente son emitidos por empresas con mayor riesgo de impago (la incapacidad de realizar los pagos a los titulares de los bonos), motivo por el que ofrecen mayores rentabilidades para atraer a los inversores.

El mercado de bonos *high yield* está muy desarrollado y consolidado, y tiene sus orígenes en EE. UU. hace más de 40 años. En la actualidad, el mercado *high yield* global está compuesto por una amplia gama de empresas emisoras, desde gigantes conocidos, como Fiat Chrysler, Netflix y Banco do Brasil, hasta pequeñas y medianas empresas que recurren por primera vez a los mercados de bonos para obtener financiación. Así surge un diverso conjunto de emisores que pueden recompensar un sólido análisis de crédito.

Una fuente de ingresos atractiva

Tratar de obtener una rentabilidad atractiva invirtiendo se ha vuelto más difícil, ya que los bancos centrales han rebajado los tipos de interés. Esto se ha visto agravado por medidas de política poco convencionales como los programas de compra de activos de los bancos centrales (expansión cuantitativa), que consiste en imprimir dinero para comprar títulos de deuda pública y deuda corporativa para mantener bajos los costes de financiación. Como se muestra en el gráfico 1, los bonos *high yield* ofrecen una rentabilidad importante comparado con otros tipos de deuda.

Gráfico 1. Rentabilidades de diferentes tipos de renta fija



Fuente: Bloomberg, deuda púb. = deuda pública; deuda pública genérica alemana a 5 años (GDBR5), deuda pública genérica estadounidense a 5 años (USGG5YR); ICE BofA Indices, deuda corporativa europea IG (*investment grade*) = ER00; deuda corporativa estadounidense IG = C0A0; HY europeo (*high yield*) = HP00; HY estadounidense = H0A0. Rendimiento al vencimiento para la deuda pública, *yield to worst* (peor rendimiento) para los bonos corporativos, a 31 de agosto de 2020. El *yield to worst* mide el rendimiento más bajo posible que puede obtenerse de un bono plenamente operativo de acuerdo con la condiciones de su contrato sin incurrir en impago. **Las rentabilidades pueden variar y no están garantizadas.**

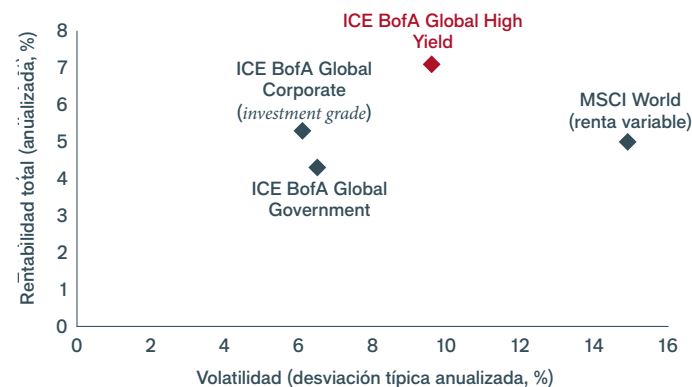
Los valores, fondos, sectores e índices mencionados en el presente documento no constituyen ni forman parte de ninguna oferta o incitación para su compra o venta.

Razones para invertir en bonos *high yield*

Riesgo y remuneración

Desde el punto de vista de riesgo/remuneración, suele considerarse que los bonos *high yield* ocupan el espacio entre los bonos con calificación de inversión (*investment grade*) y la renta variable. Como se muestra en el gráfico 2, en los últimos 20 años los bonos *high yield* globales han superado en rentabilidad a los títulos de deuda pública, a los bonos corporativos *investment grade* y a la renta variable, con mucha menos volatilidad que esta última. Esto justifica una asignación estratégica a *high yield* en carteras diversificadas. El elemento de renta elevada en los bonos *high yield* ha sido un valioso componente de la rentabilidad total.

Gráfico 2. Rentabilidad total frente a volatilidad, 1999-2019



Fuente: Refinitiv Datastream, índices de rentabilidad total en dólares estadounidenses, del 31 de diciembre de 1999 al 31 de diciembre de 2019. La volatilidad es la desviación típica, utilizando datos de rentabilidades mensuales. **La rentabilidad histórica no constituye una garantía de rentabilidad futura.**

Aunque normalmente no son tan volátiles como las acciones, los bonos *high yield* son emitidos por empresas a menudo sensibles al ciclo económico y a acontecimientos en sectores y empresas específicos. Una cartera diversa de bonos *high yield* puede ayudar a un inversor a reducir el riesgo idiosincrático de un bono en particular. Los inversores en bonos *high yield* deben estar preparados para asumir cierta volatilidad. Por ejemplo, durante las crisis financieras, el mercado *high yield* global sufrió una caída (del valor del máximo al mínimo) del 36%*. Sin embargo, como vemos en el gráfico 3, históricamente el mercado *high yield* ha tendido a repuntar con fuerza tras sus desplomes.

Gráfico 3. Índice ICE BofA Merrill Lynch Global High Yield Bond, rentabilidades en periodos sucesivos de 12 meses



Fuente: Refinitiv Datastream. Rentabilidades totales mensuales en periodos sucesivos de 12 meses, en dólares estadounidenses, del 31 de agosto de 2000 al 31 de agosto de 2020.

* Índice ICE BofA Global High Yield Bond Total Return, del 21 de mayo de 2008 al 12 de diciembre de 2008. Por cierto, el 5 de agosto de 2009 el índice había recuperado su valor máximo del 21 de mayo de 2008.

La rentabilidad histórica no constituye una garantía de rentabilidad futura.

Reducida sensibilidad al ciclo de los tipos de interés

Los bonos *high yield* suelen ser menos sensibles a las subidas de los tipos de interés o la inflación, debido a que el diferencial (rentabilidad adicional con respecto al título de deuda pública equivalente) a menudo actúa como amortiguador, absorbiendo parte del aumento de las rentabilidades cuando las rentabilidades de la deuda pública o los tipos de interés suben. La combinación de mayores rentabilidades y vencimientos más cortos hace que los bonos *high yield* tengan normalmente una menor duración (sensibilidad a los tipos de interés) que otros tipos de renta fija.

Gráfico 4. Duración en la renta fija

	Duración (años)
High yield europeo	3,7
High yield estadounidense	3,8
Investment grade europeo	5,3
Deuda pública de EE. UU.	7,5
Investment grade de EE. UU.	8,3
Deuda pública europea	8,5

Fuente: Bloomberg, índices como en el gráfico 1; deuda pública europea = índice ICE BofA European Union Government; deuda pública estadounidense = índice ICE BofA US Treasury, duración efectiva, índices de todos los vencimientos, a 31 de agosto de 2020.

Como muestra la correlación de la tabla de abajo, el *high yield* ha tenido una baja correlación con los mercados de deuda pública, ofreciendo potencial de diversificación en una cartera de renta fija.

Gráfico 5. Correlación de las clases de activos (1999-2019)

	HY global	IG global	Deuda púb. global	Renta variable global
HY global	1,00			
IG global	0,63	1,00		
Deuda púb. global	0,21	0,80	1,00	
Renta variable global	0,74	0,47	0,12	1,00

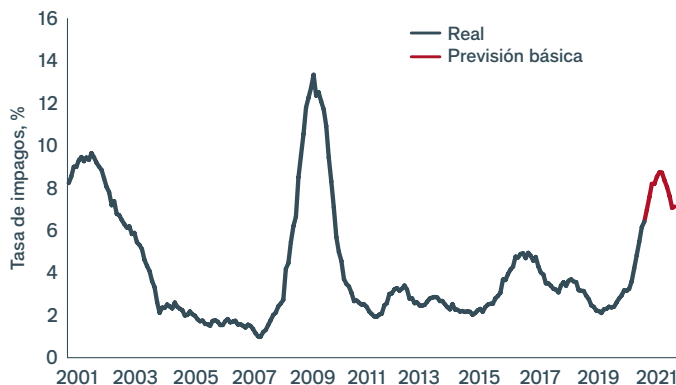
Fuente: Refinitiv Datastream, índices como en el gráfico 2, coeficientes de correlación de rentabilidades totales mensuales en dólares estadounidenses, del 31 de diciembre de 1999 al 31 de diciembre de 2019.

Tasas de impago y calificaciones crediticias

Para un inversor a largo plazo, el elevado riesgo de impago es el impulsor clave de primas diversificadas para los bonos *high yield*. Se espera que la crisis de la covid-19 provoque un aumento de las tasas de impago del *high yield* global, aunque las medidas de apoyo a gran escala de los bancos centrales y los estímulos fiscales de los gobiernos implican que la tasa de impago podría ser menor de lo que habría sido dada la magnitud prevista de la crisis económica. En 2019, los sectores de petróleo y gas y de comercio minorista registraron sus mayores tasas de impago y es probable que estos mismos sectores no dejen atrás sus dificultades en 2020, ya que a los obstáculos de la disrupción se añade el coste de la paralización económica. Un enfoque de inversión selectivo, enfocado en un análisis fundamental riguroso, puede ayudar a evitar los impagos y tratar de generar rentabilidad superior.

Razones para invertir en bonos *high yield*

Gráfico 6. Tasa de impago a 12 meses para la calificación especulativa global



Fuente: Informe sobre morosidad de Moody's, del 31 de agosto de 2001 al 31 de agosto de 2020. Previsión a 9 de septiembre de 2020 para el ejercicio cerrado a 31 de agosto de 2021. La previsión es solo una estimación y no está garantizada.

A pesar de la fase relativamente avanzada del ciclo de crédito, los emisores de bonos *high yield* han venido usando procedimientos de emisión para refinanciarse, en lugar de medidas más contundentes y menos favorables para los titulares de bonos, como las recompras de acciones y compras apalancadas. Ha habido escaso apetito de endeudamiento adicional entre los emisores de *high yield*. Por ejemplo, el apalancamiento neto como porcentaje de los beneficios de los bonos *high yield* europeos ha disminuido desde 3,8 veces en el primer trimestre de 2019 a 3,2 veces en el primer trimestre de 2020.* En 2020, es probable que el apalancamiento aumente, ya que las empresas se van a ver obligadas a cubrir los déficits de ingresos y los beneficios se verán sometidos a presión.

El segmento entre *investment grade* y *high yield* puede ofrecer rentabilidades, debido a los frecuentes desajustes que suele registrar. La perturbación económica provocada por la covid-19 puede hacer que entremos en una fase de importantes cambios en las calificaciones de crédito y los inversores probablemente deban contar con más revisiones de calificaciones a la baja que al alza. La rebaja de bonos *investment grade* al segmento *high yield* (los denominados «ángeles caídos») no es del todo inoportuna, debido a la limitada oferta de *high yield* de los últimos años. Esto puede aportar una diversidad valiosa, siempre que no se produzca una avalancha, que podría provocar una ampliación de los diferenciales. La decisión de la Reserva Federal estadounidense de permitir compras de bonos de ángeles caídos introduce una interesante dinámica al ampliar por primera vez los programas de apoyo del banco central directamente al mercado *high yield*.

* Fuente: Morgan Stanley, European Credit Strategy, 7 de septiembre de 2020.

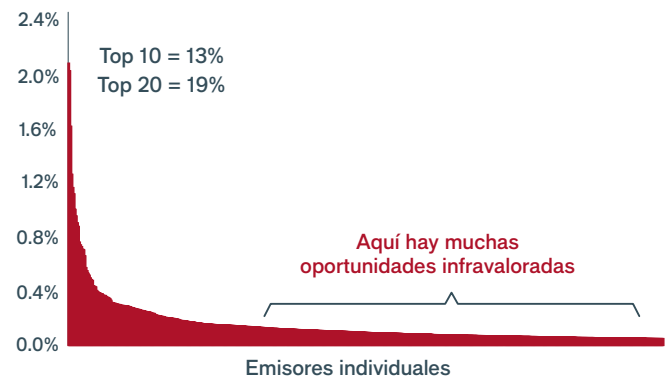
Apalancamiento neto = Deuda neta/beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Buena oportunidad para la selección de deuda corporativa

Los bonos *high yield* tienden a mostrar un mayor nivel de riesgo idiosincrático, pues los factores concretos de las empresas determinan en mayor medida los precios de los bonos que en el caso de los bonos con calificación de inversión. Por el elevado riesgo idiosincrático de los bonos *high yield*, el análisis adecuado de la deuda corporativa se recompensa, lo cual lo convierte en una inversión propicia para los gestores activos.

Emisores poco estudiados. Los fondos cotizados (ETF) y los inversores más grandes centran gran parte de su actividad de negociación en las emisiones mayores debido a su tamaño. Esto deja oportunidades para que los gestores activos encuentren valor entre los emisores más pequeños poco analizados.

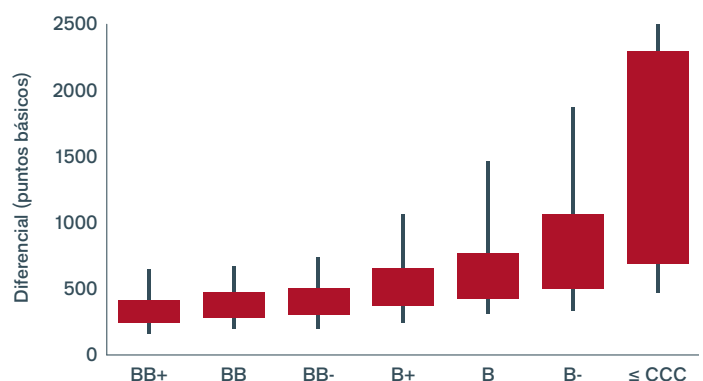
Gráfico 7. Ponderaciones de los emisores *high yield* globales



Fuente: Bloomberg, índice ICE BofA Global High Yield Constrained (HWOC), a 31 de agosto de 2020.

Amplitud con cada intervalo de calificaciones: Como demuestra la amplitud de los diferenciales del gráfico 8, el mercado puede tener puntos de vista muy diferentes sobre los emisores del mismo intervalo de calificaciones. Esto quiere decir que es posible, mediante un análisis riguroso, beneficiarse de los desajustes de precios o la volatilidad de los diferenciales de crédito.

Gráfico 8. El intervalo de los diferenciales ofrece oportunidades



Fuente: Índice ICE BofA Global High Yield Bond, a 31 de agosto de 2020. El gráfico muestra el intervalo entre cuartiles (cuadro rojo) y los percentiles 5.º/95.º por categoría de rating (línea gris).

Cross-border y crossover. Las emisiones transfronterizas han aumentado (*cross-border*), con lanzamientos por parte de las empresas en un país o en una divisa distintos a donde están domiciliadas; por ejemplo, empresas con sede en EE. UU. lanzan bonos denominados en euros para aprovechar las menores rentabilidades en Europa, lo que genera oportunidades para los inversores con alcance global. Además, el movimiento de bonos entre *investment grade* y *high yield* (ángeles caídos y estrellas nacientes) puede crear oportunidades de beneficiarse de los desajustes de precios y ventas forzosas.

Factores ESG. Los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) desempeñan un papel cada vez más importante a la hora de evaluar los riesgos y oportunidades a los que se enfrentan las empresas. Una evaluación minuciosa de cada emisor puede identificar las empresas que se beneficiarán de los cambios y, por tanto, estarán en mejores condiciones para seguir siendo más relevantes desde el punto de vista comercial y poder cumplir sus obligaciones con los titulares de bonos.

Razones para invertir en bonos *high yield*

Factores de riesgo

Los titulares de bonos de alto rendimiento (*high yield*) se sitúan por encima de los accionistas en la estructura de capital y, por tanto, tienen prioridad sobre los activos de la empresa. Sin embargo, los bonos *high yield* son emitidos por empresas con un riesgo de impago más elevado. Entre principales riesgos a los que se enfrentan los bonos *high yield* se encuentran:

- **Riesgo de impago:** el riesgo de que un emisor incumpla sus obligaciones de pago, es decir, el cupón y/o el pago final al vencimiento. En algunos casos, el titular del bono podría recuperar los cupones impagados o el valor final al vencimiento del bono, pero en el peor de los casos el inversor podría perder el capital que invirtió en el bono.
- **Riesgo de rebaja de calificación:** si la calificación crediticia de un bono se rebaja, es probable que el precio del bono disminuya, ya que los inversores del mercado entenderán que el bono comporta mayor riesgo y exigirán una mayor compensación por invertir en el bono.

• **Riesgo de tipos de interés:** aunque los bonos *high yield* suelen ser menos sensibles a las subidas de los tipos de interés que los bonos corporativos de categoría de inversión (*investment grade*), no son totalmente inmunes a los movimientos de tipos. Un fuerte aumento de los tipos de interés o de las rentabilidades de la deuda pública podría empujar al alza el rendimiento de los bonos *high yield*, provocando una caída del precio de los bonos *high yield* existentes.

• **Riesgo de liquidez:** los mayores rendimientos de los bonos *high yield* también tratan de compensar la posible falta de liquidez (dificultad para negociar el valor). En momentos de tensión en los mercados, podría resultar difícil encontrar un comprador de un bono a un precio aceptable, lo que podría provocar pérdidas al titular del bono si tiene que vender a la fuerza.

Acceso a la clase de activos

¿Desea conocer más? Para más información sobre las estrategias *high yield* gestionadas por Janus Henderson, visite nuestro sitio web o utilice los datos de contacto que figuran abajo.

La rentabilidad histórica no constituye una garantía de rentabilidad futura. El valor de las inversiones y las rentas derivadas de las mismas puede disminuir o aumentar y es posible que los inversores no recuperen la cantidad invertida en un principio.

Contacto

Consultas generales: +34 91 562 61 72

Email: janushendersoniberiateam@janushenderson.com

Sitio web: janushenderson.com/espa

Janus Henderson
— INVESTORS —

Información importante

Los puntos de vista que aquí figuran corresponden a la fecha de publicación. Se ofrecen exclusivamente con fines informativos y no deben considerarse ni utilizarse como asesoramiento de inversión, jurídico o fiscal ni como oferta de venta, solicitud de una oferta de compra o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor, estrategia de inversión o sector de mercado. Nada de lo incluido en el presente material debe considerarse una prestación directa o indirecta de servicios de gestión de inversión específicos para los requisitos de ningún cliente. Las opiniones y los ejemplos se ofrecen a efectos ilustrativos de temas más generales, no son indicativos de ninguna intención de operar y pueden variar en cualquier momento debido a los cambios en el mercado o las condiciones económicas. No se pretende indicar o dar a entender que cualquier ilustración/ejemplo mencionado forma parte o formó parte en algún momento de ninguna cartera. Las previsiones no pueden garantizarse y no es seguro que la información proporcionada sea completa o puntual, ni hay garantía con respecto a los resultados que se obtengan de su uso. Al elaborar este documento, Janus Henderson Investors confía razonablemente en la exactitud y exhaustividad de toda la información disponible de fuentes públicas. Las rentabilidades pasadas no garantizan resultados futuros. La inversión conlleva riesgo, incluida la posible pérdida de capital y la fluctuación del valor. No todos los productos o servicios están disponibles en todas las jurisdicciones. La distribución de este material o la información contenida en él podría estar restringida por ley y no podrá utilizarse en ninguna jurisdicción o circunstancias en las que su uso sea ilícito. El contenido de este material no ha sido aprobado ni respaldado por ningún organismo regulador. Janus Henderson no es responsable de cualquier distribución ilícita del presente material a terceros, en parte o su totalidad, ni de la información elaborada a partir de este material. El presente material no puede reproducirse en parte o su totalidad de ningún modo, ni mencionarse en ninguna otra publicación, sin autorización expresa por escrito. Las llamadas telefónicas podrán ser grabadas para nuestra mutua protección, para mejorar el servicio al cliente y a efectos de mantenimiento de registros reglamentario.

Para uso exclusivo de inversores institucionales y sofisticados, distribuidores cualificados, inversores y clientes comerciales, según se definen en la jurisdicción aplicable. Prohibida su visualización o distribución al público.

En Europa, publicado por Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual Janus Capital International Limited (n.º de registro 3594615), Henderson Global Investors Limited (n.º de registro 906355), Henderson Investment Funds Limited (n.º de registro 2678531), AlphaGen Capital Limited (n.º de registro 962757), Henderson Equity Partners Limited (n.º de registro 2606646), (cada una de ellas registrada en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management S.A. (n.º de registro B22848, en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier) ofrecen productos y servicios de inversión. Janus Henderson, Janus, Henderson, Knowledge Shared, y Knowledge. Shared son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.

H046414/0920