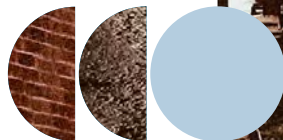


La gran contracción

Navegando por los
mercados de alto
rendimiento

ABRIL DE 2024

Comunicación de marketing



Sobre el autor.

Nicolas Jullien, CFA

Head of High Yield & Credit Arbitrage



Nicolas Jullien ocupa el puesto de Head of High Yield & Credit Arbitrage desde el año 2020. Se incorporó a Candriam como Junior Portfolio Manager en 2007, justo antes de la crisis financiera. En 2011, fue nombrado Portfolio Manager de Euro High Yield, la estrategia por excelencia de Candriam, y Co-manager de otras estrategias de retorno absoluto. En 2017, añadió el cargo de Deputy Head of High Yield & Credit Arbitrage. Más tarde, en 2021, Nicolas introdujo una estrategia alternativa innovadora, Credit Alpha, con el ambicioso objetivo de generar retornos interesantes en todas las condiciones de mercado.

Nicolas tiene un máster en ciencias actuariales y financieras por la Universidad Claude Bernard de Lyon (2007). Se graduó en el Institut des Sciences Financières et d'Assurances (ISFA) y es analista CFA desde 2010.

Índice.

Los mercados de alto rendimiento se están contrayendo	04
¿Cómo pueden los inversores capear este complicado entorno?	10
Riesgos	11



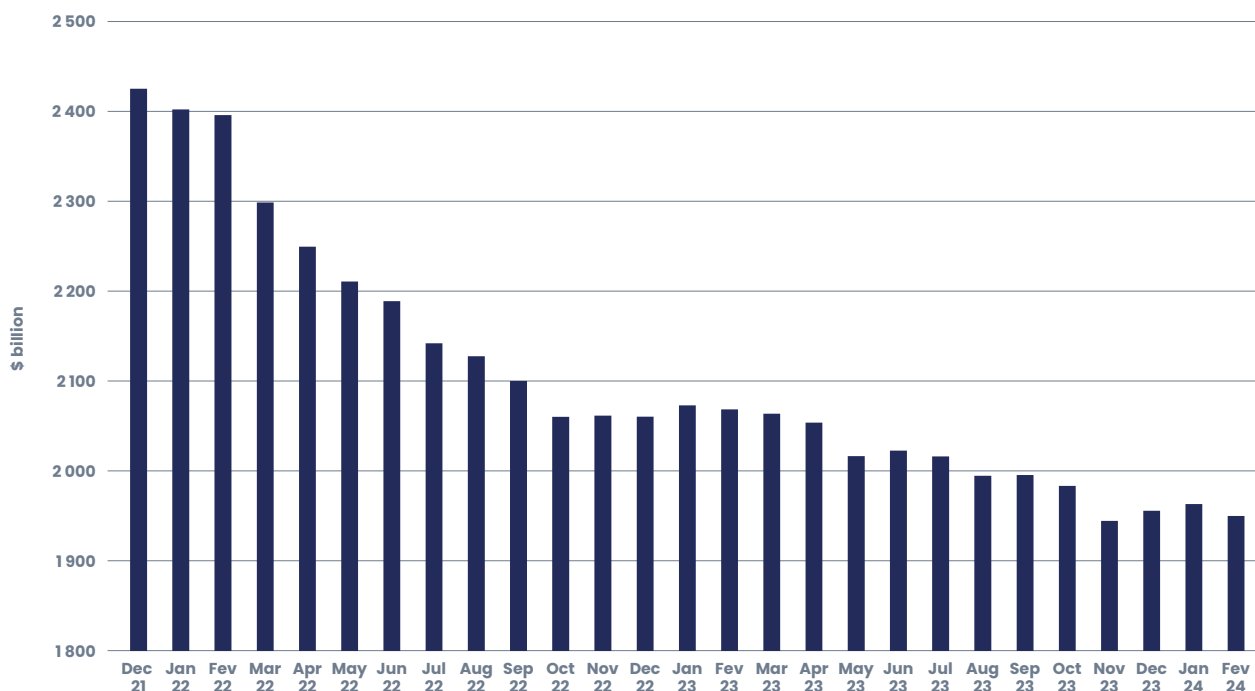
Desde finales de 2021, y como resultado de unos cambios estructurales en la economía que van desde la descarbonización hasta la reubicación de las cadenas de suministro y unos mayores riesgos geopolíticos, los tipos de interés entraron en un nuevo régimen. Después de dos años con unos tipos considerablemente más elevados que en la década anterior, ¿cuáles son las implicaciones para los mercados de alto rendimiento?

Los mercados de alto rendimiento se están contrayendo.

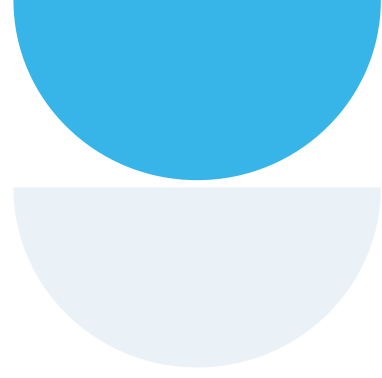
Si examinamos la trayectoria de los mercados de alto rendimiento durante los dos últimos años, observamos una tendencia: están experimentando su contracción más rápida hasta la fecha.

Figura 1:

Índice ICE BofA BB-B Global High Yield - Tamaño de mercado (valor nominal)

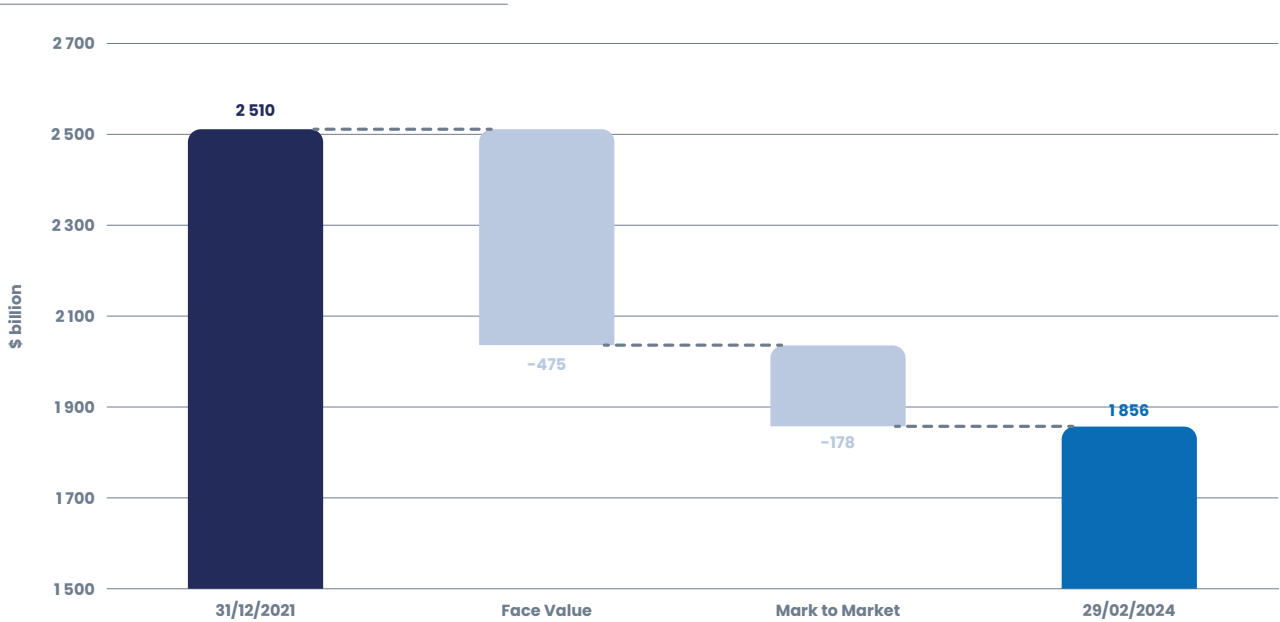


Fuente: ICE, Febrero de 2024



Si tenemos en cuenta los valores de mercado, los mercados de alto rendimiento se han contraído aún más, ya que la mayoría de los bonos cotizan actualmente con descuento. Desde finales de 2021, el índice ICE BofA BB-B Global High Yield ha perdido 654 000 millones de dólares, lo que representa más de un cuarto de su tamaño. El tamaño del mercado se ha reducido de 2510 mil millones de dólares a 1856 mil millones de dólares¹.

Figura 2:
ICE BofA BB-B Global High Yield Index - Market size



Fuente: ICE, Febrero de 2024

¹ - Fuente: Bloomberg®, Índice ICEBofA BB-B Global High Yield (HW40) en USD. Datos comparados entre finales de 2021 y febrero de 2024.

Creemos que esta contracción está respaldada por tres factores principales.

- **El comportamiento de las empresas**

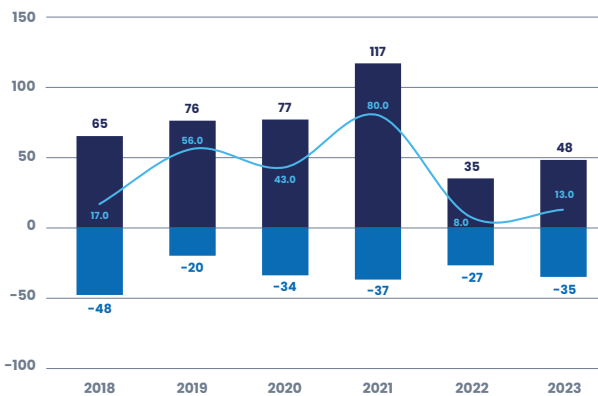
Debido a los tipos de interés más altos y, por lo tanto, a los mayores costes de la deuda, muchas empresas cambiaron sus prioridades en términos de asignación de capital, de las fusiones y adquisiciones y recompras de acciones a la reducción de la deuda. Como resultado, algunos bonos que llegan a vencimiento no se están refinanciando con una nueva emisión, sino que se reembolsan con el flujo de caja libre generado por los emisores, lo que genera una oferta negativa para el mercado.

Figura 3:

La oferta neta más baja de los dos últimos años

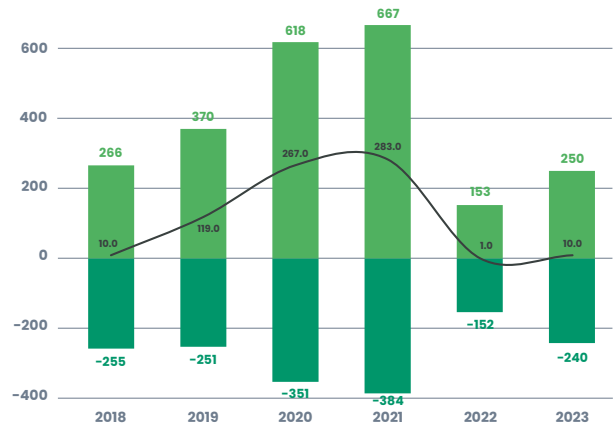
■ Oferta bruta € ■ Reembolsos € — Oferta neta €
■ Oferta bruta \$ ■ Reembolsos \$ — Oferta neta \$

Oferta neta - Alto rendimiento Euro
(miles de millones de euros)



Fuente: JP Morgan

Oferta neta - Alto rendimiento US
(miles de millones de dólares estadounidenses)



Fuente: JP Morgan



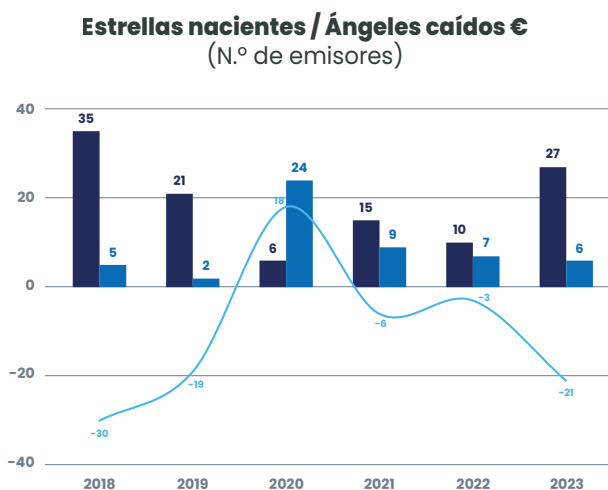
- **Más estrellas nacientes que ángeles caídos**

En los últimos dos años, las estrellas nacientes han superado significativamente a los ángeles caídos², como se muestra en los gráficos siguientes para emisores en euros y dólares. Si bien muchas empresas decidieron cambiar sus prioridades y reducir la deuda, la mayoría de las de calificación BB alta (la mejor calificación en los mercados de alto rendimiento) fueron un poco más lejos e incluso se comprometieron a llevar su calificación al grado de inversión para beneficiarse de unos costes más baratos de la deuda en el futuro.

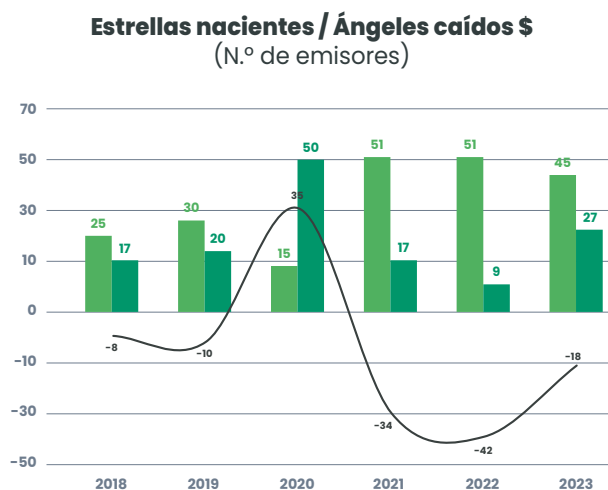
Figura 4:

El mayor número de estrellas nacientes netas de los dos últimos años

■ Estrellas nacientes € ■ Ángeles caídos € — Importe neto €
 ■ Estrellas nacientes \$ ■ Ángeles caídos \$ — Importe neto \$



Fuente: Moody's Investors Service



Fuente: Moody's Investors Service

- **Tasas de impago más elevadas**

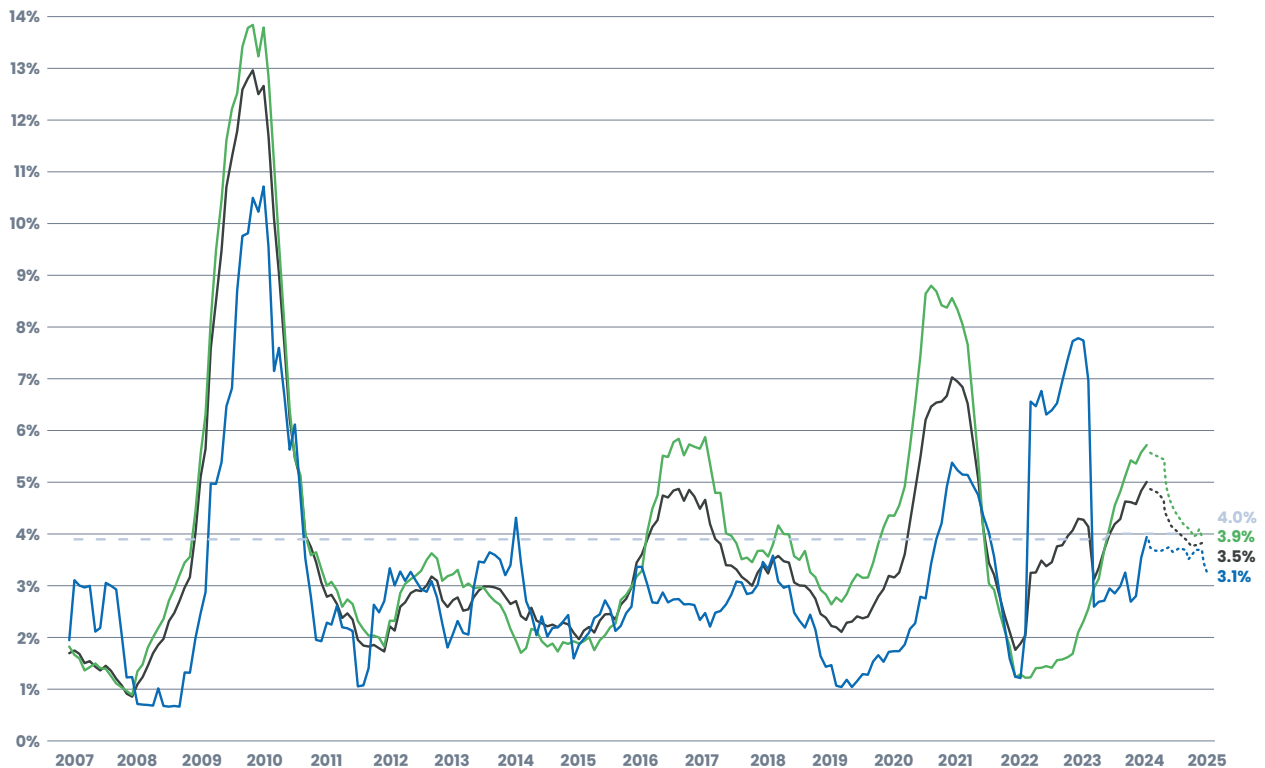
Otra consecuencia de los tipos elevados es el aumento de las tasas de impago. Tras una década de dinero gratis, algunas estructuras de capital han acumulado demasiada deuda y han dejado de ser sostenibles en el entorno actual. Como resultado, las tasas de impago y las situaciones de dificultades aumentaron sustancialmente desde unos niveles muy bajos.

2 - En el segmento de alto rendimiento, las estrellas nacientes son bonos que se consideraban de grado especulativo cuando se emitieron, pero que han mejorado sus finanzas, reduciendo el riesgo de impago. Por otra parte, los bonos denominados ángeles caídos son aquellos que en un momento se consideraron de grado de inversión y ahora se catalogan como bonos «basura» debido a una reducción de la calificación crediticia del emisor.

Figura 5:

Las tasas de impago se normalizaron hacia niveles saludables
Tasas de impago (12 meses consecutivos)

— Global ••• Previsión global — EE. UU. ••• Previsión EE. UU.
— Europa ••• Previsión Europa ••• Media desde 2009



Fuente: Moody's Investors Service

De cara al futuro, esperamos que esta tendencia continúe, aunque a un ritmo más lento.

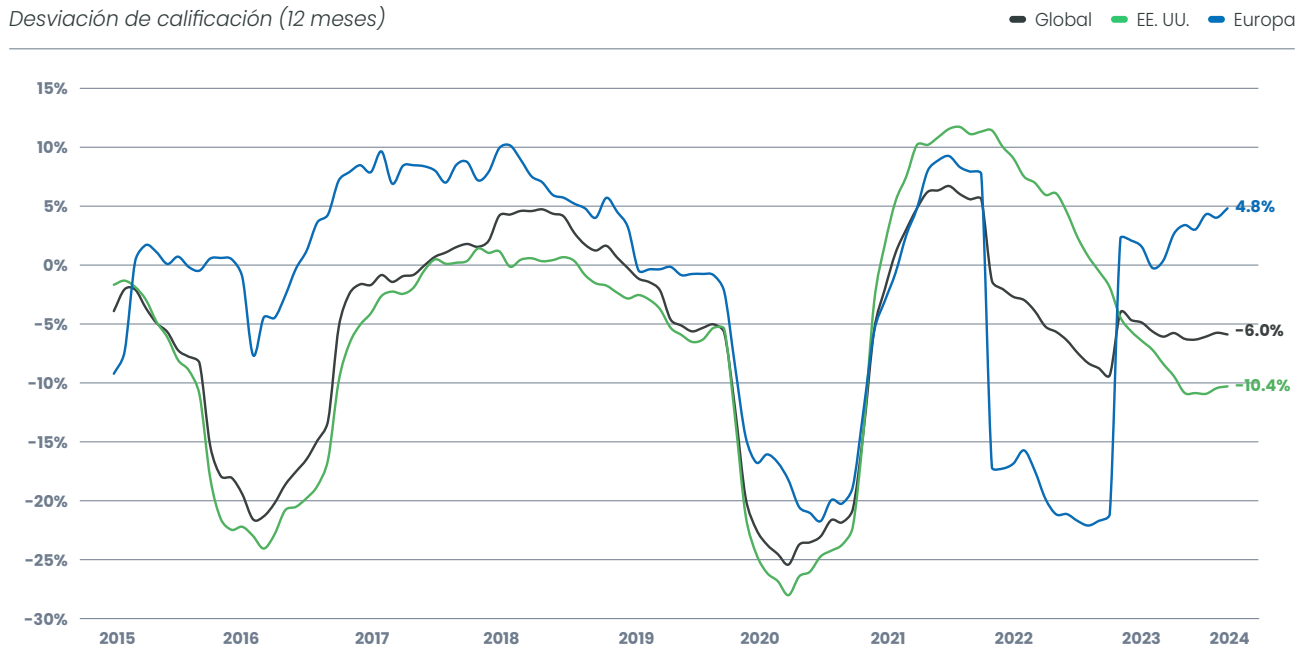
- **Los comportamientos de las empresas son menos favorables al crédito:** después del fuerte repunte de los diferenciales de crédito en Estados Unidos hasta cotas históricas de varias décadas, comenzamos a ver algunos cambios en los comportamientos de las empresas (fusiones y adquisiciones, recompras de acciones y acuerdos de dividendos de créditos de capital riesgo). Esto debería generar una oferta neta positiva.
- **El crédito privado es una nueva alternativa al alto rendimiento:** gracias a los tipos más altos, el crédito privado atrajo un capital significativo de los inversores y puede verse como una alternativa al mercado de alto rendimiento para los emisores, lo que puede resultar en una mayor oferta neta negativa.
- **Sigue habiendo grandes candidatos a ser estrellas nacientes en Europa, aunque no en Estados Unidos:** creemos que las estrellas nacientes seguirán apoyando considerablemente los aspectos técnicos en Europa, mientras que deberían ser más equilibradas en Estados Unidos, una situación contrastada que exige selectividad.



Figura 6:

Los fundamentales siguen mejorando en Europa, pero se deterioran en Estados Unidos

Desviación de calificación (12 meses)



Fuente: Moody's Investors Service

- Las tasas de impago seguirán siendo más altas que en la década pasada:** esperamos un ciclo de impago lento pero prolongado, ya que las empresas más endeudadas tendrán que incurrir gradualmente en mayores costes de deuda mientras intentan refinanciar su muro de vencimiento en los próximos años. Algunas estructuras de capital con calificaciones B y CCC ya no son sostenibles en el nuevo entorno y deberán abordarse en los próximos años.

¿Cómo pueden los inversores capear este complicado entorno?

Esta tendencia creó un contexto técnico muy sólido en los mercados de alto rendimiento, que se ha visto exacerbado por el giro de los bancos centrales a finales del año pasado y la fuerte demanda resultante de crédito y alto rendimiento por parte de los inversores.

1. No luche contra los aspectos técnicos

Aunque el telón de fondo de los técnicos fuertes proporciona apoyo al mercado, es importante mantener una estrecha vigilancia sobre los fundamentales para cuando baje la marea. Si bien la demanda de deuda corporativa es muy fuerte, como lo demuestran los flujos de fondos desde finales de octubre de 2023, el entorno macroeconómico sigue siendo incierto y la situación técnica podría volver a cambiar en los próximos meses. Dado que la dispersión crediticia es temporalmente baja, creemos que es muy importante seguir centrados en los fundamentales y estar preparados para el regreso de un régimen de mayor dispersión.

2. De beta a alfa

Con unos diferenciales de crédito en cotas históricas de varias décadas creemos que es hora de cambiar el enfoque de beta a alfa, es decir, de estrategias pasivas a activas.

3. Globalizarse

En un mercado en contracción, es fundamental que los inversores amplíen su universo de inversión y se globalicen para aprovechar una mayor diversificación, oportunidades adicionales de valor relativo y asignación táctica en mercados regionales.

¡Amplíe sus oportunidades con expertos en alto rendimiento!

En este entorno, nos centramos en detectar cualquier oportunidad prometedora, apoyándonos en un riguroso enfoque de análisis fundamental que integra factores ESG. La fluida colaboración entre nuestros gestores de carteras, analistas ESG y analistas de crédito ha sido nuestra clave del éxito desde que empezamos a gestionar estrategias de bonos de alto rendimiento hace más de veinte años.

Riesgos.

Todas nuestras inversiones implican riesgos, incluido el riesgo de pérdida de capital.

Los riesgos más importantes de las estrategias de bonos de alto rendimiento son:

- **Riesgo de pérdida de capital**
- **Riesgo de tipos de interés**
- **Riesgo de crédito**
- **Riesgo de alto rendimiento**
- **Riesgo de contraparte**
- **Riesgo de inversión ESG**

Esta lista no es exhaustiva. Encontrará más detalles sobre los riesgos asociados con la inversión en estrategias de bonos de alto rendimiento en los documentos regulatorios de las estrategias relacionadas.



**145.000
mill. de €**

**en activos gestionados
Diciembre de 2023***



+600

**expertos
a su servicio**



+25 años

**liderando el camino
en inversión sostenible**

Este documento comercial se proporciona únicamente con fines informativos. No constituye una oferta de compra o venta de instrumentos financieros, una recomendación de inversión o una confirmación de ningún tipo de operación, a menos que se especifique lo contrario. A pesar de que Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes usados, no se puede excluir a priori la existencia de algún error u omisión. Candriam no se hace responsable de ningún daño directo o indirecto derivado del uso de este documento.

Los derechos de propiedad intelectual de Candriam se deben respetar en todo momento y no se podrá reproducir el contenido del documento sin una autorización previa por escrito.

Atención: la rentabilidad histórica, las simulaciones de rentabilidades pasadas y las previsiones de rentabilidad futura de un instrumento financiero, un índice, una estrategia o un servicio de inversión no son indicadores fiables de rentabilidades futuras. Las rentabilidades brutas pueden verse influenciadas por comisiones, honorarios u otras cargas. La rentabilidad expresada en una moneda distinta a la del país de residencia del inversor está sujeta a las fluctuaciones de los tipos de cambio y esto puede influir en las ganancias de manera positiva o negativa.

Candriam recomienda a los inversores que consulten el documento de datos fundamentales para el inversor, el folleto y el resto de información pertinente, incluido el valor liquidativo de los fondos, en su web www.candriam.com antes de invertir en cualquiera de sus fondos. El procedimiento relativo a los derechos de los inversores y a las quejas se puede consultar en las páginas web específicas de la web de Candriam: www.candriam.com/en/professional/legal-information/regulatory-information/.

Esta información está disponible en inglés o en el idioma local de cada país donde el fondo está autorizado para su venta. De acuerdo con las leyes y normativas aplicables, Candriam puede decidir finalizar la comercialización de los fondos determinados en cualquier momento.

*A partir del 31/12/2022, Candriam cambió la metodología de cálculo de los activos gestionados, que ahora incluyen ciertos activos, como activos gestionados no discretivos, selección de fondos externos, servicios de superposición, incluidos los servicios de análisis ESG, servicios [de consultoría de asesoramiento], servicios de marca blanca y servicios de carteras modelo que no se clasifican como activos gestionados regulatorios, tal como se definen en el Formulario ADV de la SEC. Los activos gestionados se expresan en USD. Los activos gestionados no denominados en USD se convierten al tipo de cambio al contado a 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY