

# Recuperar el potencial de los bonos de alto rendimiento

Noviembre de 2022



**Franck Dixmier**  
CIO Global de  
Renta Fija

Los bonos de alto rendimiento podrían beneficiarse de una posible estabilización de la inflación y de los tipos. En el tercero de los cuatro artículos que analizan cómo los inversores pueden reajustar las asignaciones de bonos, nos fijamos en las posibles oportunidades que podrían surgir en las emisiones de alta rentabilidad y la deuda de los mercados emergentes.



**Georgios Georgiou**  
Responsable Global  
de Especialistas en  
Productos de Renta Fija

## Aspectos clave:

- Los bonos de alto rendimiento se han visto sacudidos por la volatilidad de los mercados en los últimos meses.
- Una estabilización de la inflación y de los tipos podría ayudar a los bonos de alto rendimiento a encontrar un impulso positivo.
- Los inversores pueden plantearse la búsqueda de tres factores que pueden provocar un cambio de rumbo en la deuda de los mercados emergentes.
- Tanto en el caso de la deuda global de alta rentabilidad como en el de los mercados emergentes, somos partidarios de las estrategias que apuestan por los emisores de mayor calidad.

Los bonos de alto rendimiento, activos de renta fija que suelen tener una calificación inferior a la de grado de inversión, se han visto sacudidos por la volatilidad de los mercados en los últimos meses, ya que los inversores se han centrado en las dificultades que plantean las subidas de la

inflación y de los tipos de interés. Pero una vez que la inflación y los tipos se estabilicen, creemos que los bonos de alto rendimiento podrían recibir rápidamente un impulso positivo.

Los inversores podrían esperar que los bancos centrales logren controlar la inflación y provocar un aterrizaje suave, es decir, una desaceleración económica poco severa, para las principales economías avanzadas. Pero los responsables políticos aún tendrán que demostrar la precisión necesaria para evitar que se produzca una marcada disminución de la demanda de los consumidores, del empleo y de la actividad económica en general.

Se avecinan recesiones en Europa y Estados Unidos, pero las valoraciones aún no están en niveles de recesión. Aun así, destacan dos mercados que, con las rentabilidades actuales, podrían ofrecer un colchón de ingresos y una posible rentabilidad total a largo plazo: los bonos corporativos globales de alta rentabilidad y la deuda externa soberana de los mercados emergentes (véase el Gráfico 1).

## Algunos factores favorables para los bonos de alto rendimiento

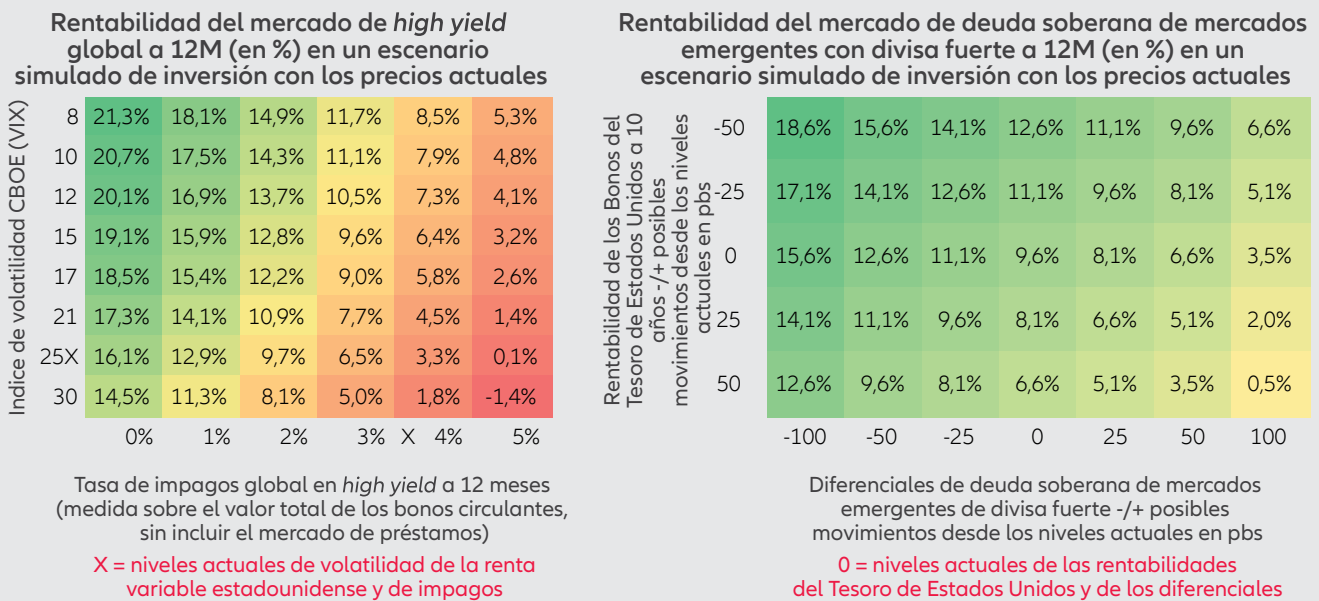
En primer lugar, nos fijamos en los bonos corporativos globales de alta rentabilidad.



Adaptarse al  
entorno de tipos

**Allianz**   
Global Investors

**Gráfico 1: con las rentabilidades actuales, la deuda corporativa de alta rentabilidad y los bonos soberanos de los mercados emergentes ofrecen un colchón de ingresos y un potencial de subida**



Fuente: Bloomberg. ICE. Allianz Global Investors. Datos para *high yield* global a 31 de octubre de 2022. Datos de deuda soberana de mercados emergentes de divisa fuerte a 2 de noviembre de 2022. *High yield* global = Índice de *High Yield* Global ICE BofA. Deuda soberana de mercados emergentes con divisa fuerte = Índice JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) Global Diversified. Los resultados pasados no predicen rentabilidades futuras. Véase la información que figura al final del documento para conocer los 'proxies' de los índices subyacentes, las cuestiones relevantes sobre el riesgo y las metodologías de simulación.

Vemos varias razones para ser optimistas, manteniendo la cautela:

- Muchos emisores de alta rentabilidad han aliviado las presiones de financiación alargando los plazos de su deuda, lo que deja un muro de refinanciación a corto plazo menos exigente que en años anteriores.<sup>1</sup>
- Unas rentabilidades iniciales mucho mayores podrían proporcionar ahora un colchón, lo que podría dificultar a su vez que el mercado ofrezca rentabilidades negativas en el futuro.
- Los factores técnicos también parecen potencialmente favorables en estos momentos. Mientras la volatilidad de los diferenciales siga siendo elevada, es posible que sean menos los emisores que acudan al mercado para emitir deuda; y el inventario de bonos existentes por parte de los *traders* también podría mantenerse bajo, lo que ayudaría a reducir el *stock* de bonos *high yield*, creando un exceso de demanda que podría dar soporte a los precios.

**Las expectativas de riesgo de impago podrían servir de guía a los inversores**

Pero los inversores deben ser conscientes de los riesgos de impago a medida que las principales economías se van ralentizando. Nuestro equipo de análisis de crédito prevé

que la tasa de impago de la deuda corporativa de los mercados desarrollados con calificación BB-B se situará en torno al 2,5% en los próximos 12 meses. El mercado mundial de alta rentabilidad podría acercarse al 5% debido a la inclusión de créditos con calificación CCC y a los mercados emergentes (particularmente Asia), donde el riesgo de impago es sustancialmente mayor.

En un entorno de mercado normal, una tasa de impago del 2,5% implicaría un diferencial de unos 410 puntos básicos, mientras que actualmente los inversores reciben en torno a 465.<sup>2</sup> Pero las condiciones actuales distan mucho de ser normales, por lo que los promedios y percentiles históricos de los diferenciales no ofrecen mucho consuelo. En las próximas semanas podrían producirse nuevas ventas empujadas por los tipos y los diferenciales. Estos episodios podrían ofrecer oportunidades de compra.

**Divergencia entre el crédito bueno y malo**

En caso de un aterrizaje brusco de las principales economías, el debilitamiento de la demanda de los consumidores podría dificultar a las empresas la repercusión del aumento de los costes de los insumos, erosionando así los márgenes. Esto es preocupante, ya que gran parte del desapalancamiento corporativo que hemos visto últimamente está impulsado más por el crecimiento de los beneficios que por la reducción de la deuda.

1. Fuente: [Tendencias crediticias: dónde buscar las vulnerabilidades de refinanciación hasta 2023 entre las turbulencias del mercado](#), S&P Global Ratings, junio de 2022.  
 2. Fuente: Índice ICE BofA Global High Yield, noviembre de 2022.

Los créditos más cíclicos y de menor calificación siguen siendo los más vulnerables. Por ejemplo, los títulos con calificación CCC han registrado un peor comportamiento. En lo que va de año se han incrementado en 580 puntos básicos, frente a los 130 puntos básicos de los BB y los 140 puntos básicos de los B, lo que demuestra que la preocupación se está centrando en la parte más débil del mercado.<sup>3</sup> Del mismo modo, el índice de consumo cíclico de Estados Unidos ha aumentado en 203 puntos básicos, mientras que el índice de consumo no cíclico ha aumentado solo en 83 puntos básicos, lo que demuestra la preocupación por la economía.<sup>4</sup>

Al margen de las fuerzas macroeconómicas, vemos que los principales riesgos residen en la posibilidad de quiebras o impagos en compañías concretas. Se espera una diferenciación más aguda de la rentabilidad potencial entre créditos buenos y malos con el paso del tiempo.

### Un contexto complicado para los mercados emergentes

La deuda externa soberana de los mercados emergentes es nuestra segunda área de interés. Para los mercados emergentes, es difícil saber hasta qué punto el flujo de noticias podría ser cada vez peor a partir de ahora. Gran parte de la deuda tiene una larga duración y los precios han ido cayendo a medida que los tipos de interés estadounidenses han ido subiendo. La venta también refleja la escasa liquidez y el aumento del riesgo de impago. Entre los países que han entrado efectivamente en impago o en proceso de reestructuración de la deuda, se encuentran Bielorrusia, Líbano, Sri Lanka, Surinam, Rusia y Zambia.<sup>5</sup> Además, es probable que las reestructuraciones no registradas de los préstamos bilaterales concedidos a las economías emergentes por entidades estatales chinas se hayan disparado, según el Fondo Monetario Internacional.<sup>6</sup>

Es importante recordar que la deuda externa de los mercados emergentes es muy variada. Existen alrededor de 80 países emergentes que emiten deuda soberana en dólares y se caracterizan por una dinámica de deuda diferente. Por ejemplo, el aumento de los precios de las materias primas ha favorecido las posiciones de la balanza de pagos en varios países de América Latina y Oriente Próximo.<sup>7</sup> En cambio, los balances exteriores han empeorado mucho para algunos países importadores de productos básicos en Europa del Este y Asia.<sup>8</sup> Otra característica de esta clase de activos es que alrededor

del 60% del valor de mercado de los bonos en dólares en circulación tiene la calificación de grado de inversión.<sup>9</sup> La prima de rentabilidad de la deuda de alta rentabilidad con respecto a la de grado de inversión ha alcanzado niveles históricamente altos en 2022, al igual que el número de bonos que cotizan a niveles de *distressed* muy por debajo de las tasas medias de recuperación.

### Señales para observar la recuperación de los mercados emergentes

Creemos que existen tres factores que debemos vigilar de cerca, para estar preparados y aumentar potencialmente la exposición a los mercados emergentes:

1. Una desaceleración (no solo una estabilización) de la inflación de la energía y los alimentos, que constituyen una parte mayor de las cestas de consumo en los mercados emergentes.
2. Una recuperación de los datos económicos de China, que es un importante comprador de bienes de los mercados emergentes.
3. Una cierta relajación de la liquidez mundial (en dólares), que tiende a subrayar los flujos hacia la deuda de los mercados emergentes.

Aun así, la posibilidad de que aumenten las tasas de impago y la volatilidad significa que es importante realizar una selección exhaustiva y una gestión dinámica de los activos para ayudar a compensar el aumento de los riesgos inherentes a los mercados emergentes.

### Dos pautas a seguir

Tanto en el caso de la deuda global de alta rentabilidad como en el de los mercados emergentes, son preferibles las estrategias de inversión que tienen dos objetivos principales. En primer lugar, las estrategias que tratan de apostar por emisores de mayor calidad con una dinámica de deuda y medioambiental, social y de gobierno sana o en vías de mejora, sin estar limitadas a la distribución de la calificación crediticia de un índice de referencia. En segundo lugar, es importante que las estrategias tengan como objetivo la asignación libre según las áreas geográficas, sin limitación por sector, para huir del peso excesivo que en algunas regiones tienen sectores como la energía o el inmobiliario. Los inversores que siguen estas dos directrices podrían estar bien posicionadas para beneficiarse de una posible recuperación del valor de los bonos de alto rendimiento.

3. Fuente: Índice ICE BofA Global High Yield, noviembre de 2022.

4. Fuente: ICE Diversified US Cash Pay High Yield Consumer Non-Cyclical Index y ICE Diversified US Cash Pay High Yield Consumer Cyclical Index, noviembre de 2022.

5. Fuente: Global Financial Stability Report, FMI, octubre de 2022.

6. Fuente: [Shining a light on debt](#), IMF, marzo de 2022.

7. Fuente: [Regional Economic Outlook for the Western Hemisphere](#) y [Regional Economic Outlook for the Middle East and Central Asia](#), IMF, octubre de 2022.

8. Fuente: [Regional Economic Outlook for Europe](#) y [Regional Economic Outlook for Asia and Pacific](#), IMF, octubre de 2022.

9. Fuente: JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) Global Diversified, noviembre de 2022.

Una calificación no supone un indicador de resultados futuros y no se mantiene constante a lo largo del tiempo.

El Índice de Volatilidad del Chicago Board Options Exchange (CBOE) (el VIX) mide la volatilidad esperada a 30 días del mercado de renta variable de Estados Unidos, basándose en la agregación de los precios ponderados de las opciones de compra y venta sobre el S&P 500 en una amplia gama de precios strike.

El índice ICE BofA Global High Yield replica la evolución de la deuda corporativa con grado de inversión inferior al dólar, el dólar canadiense, la libra esterlina y el euro, emitida públicamente en los principales mercados nacionales o de eurobonos.

El índice JP Morgan EMBI Global Diversified Index replica los instrumentos de deuda de mercados emergentes líquidos, denominados en dólares, a tipo fijo y flotante, emitidos por entidades soberanas y cuasi-soberanas.

El índice ICE Diversified US Cash Pay High Yield Consumer Non-Cyclical Index se compone de bonos denominados en dólares por debajo del grado de inversión de emisores corporativos del sector de consumo no cíclico, incluyendo los subsectores de bienes de consumo, establecimientos de descuento, alimentación y farmacia, restaurantes y servicios públicos.

El índice ICE Diversified US Cash Pay High Yield Consumer Cyclical Index se compone de bonos denominados en dólares por debajo del grado de inversión de emisores corporativos del sector de consumo cíclico, incluyendo los subsectores de automoción, ocio, desarrollo y gestión inmobiliaria, grandes almacenes y minoristas especializados.

Metodología de simulación para bonos corporativos globales de alta rentabilidad: Para calcular la rentabilidad, tomamos en primer lugar la rentabilidad efectiva actual del índice ICE BofA Global High Yield. Los diferenciales de alta rentabilidad son una función de las tasas de impago esperadas con una supuesta tasa de recuperación del 35%, más una prima de iliquidez correlacionada con el VIX. Calculamos cuáles deberían ser los diferenciales en los escenarios de impago y VIX de la tabla. A continuación, observamos el cambio en el diferencial desde el nivel actual del índice y lo multiplicamos por la duración del mismo. Este impacto se suma/resta a la rentabilidad efectiva del índice. Por último, tomamos la tasa de impago menos la tasa de recuperación del 35%, y a continuación deducimos esta cifra del cálculo de la rentabilidad para obtener la rentabilidad esperada del índice. Es importante tener en cuenta que no realizamos ninguna hipótesis sobre la evolución de los tipos.

Metodología de simulación para los bonos soberanos externos de los mercados emergentes: Las rentabilidades del índice para los bonos soberanos externos de los mercados emergentes se componen de los movimientos de las rentabilidades del Tesoro de Estados Unidos, los movimientos de los diferenciales de crédito de los mercados emergentes y el carry de las posiciones largas en el JP Morgan EMBI Global Diversified Index durante el periodo de titularidad. Observamos los cambios en la rentabilidad y el diferencial, multiplicado por la duración del índice, y sumamos/restamos esta cifra a/de la rentabilidad del índice para calcular las rentabilidades esperadas del índice.

#### La diversificación no garantiza una ganancia ni protege contra pérdidas.

**Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos.** Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. La rentabilidad pasada no es un indicador fiable de resultados futuros. La información recogida en este documento tiene carácter meramente informativo y no forma parte de, ni constituye, una oferta, solicitud o recomendación de venta o de compra de ningún título o producto.

La información contenida en el presente documento está sujeta a cambio sin previo aviso y es correcta en la fecha de su publicación; no obstante, no se ofrece garantía de la exactitud, integridad, actualización, exhaustividad o adecuación de la misma. En consecuencia, Allianz Global Investors no será responsable de ningún daño, directo o indirecto, que pueda producirse como consecuencia del uso de dicha información o de errores u omisiones de la misma, salvo en caso de negligencia grave o dolo. No está permitida la reproducción, publicación o transmisión de este contenido, independientemente de la forma.

Este material no ha sido revisado por ninguna autoridad supervisora. El único objetivo de esta comunicación es el de informar y no constituye una promoción o publicidad de los productos o servicios de Allianz Global Investors en Colombia o para residentes colombianos bajo el apartado 4 del Decreto 2555 de 2010. Esta comunicación no intenta de ninguna manera, directa o indirectamente, iniciar el proceso de compra o la prestación de un servicio por parte de Allianz Global Investors. Con la recepción de este documento, cada residente en Colombia reconoce y acepta haber contactado a Allianz Global Investors por iniciativa propia y la comunicación, bajo ninguna circunstancia, surge de ninguna actividad promocional o de mercadeo llevada a cabo por Allianz Global Investors. Los residentes colombianos aceptan que el acceso a cualquier página en redes sociales de Allianz Global Investors se realiza bajo su propia responsabilidad e iniciativa y son conscientes de que pueden tener acceso a información específica sobre productos o servicios de Allianz Global Investors. Esta comunicación es estrictamente privada y confidencial y no puede ser reproducida. Esta comunicación no constituye una oferta pública de valores en Colombia sujeta a la regulación de ofertas públicas de valores establecida en el apartado cuarto del Decreto 2555 de 2010. Esta comunicación y la información incluida en ella no deben ser consideradas, por tanto, como una oferta o solicitud por parte de Allianz Global Investors o sus filiales de venta de ningún producto financiero en Brasil, Panamá, Perú y Uruguay.

Este material ha sido emitido y distribuido por las siguientes compañías de Allianz Global Investors: Allianz Global Investors U.S. LLC, un asesor de inversiones registrado ante la U.S. Securities and Exchange Commission; Allianz Global Investors Distributors LLC, distribuidor registrado ante FINRA, y afiliado a Allianz Global Investors U.S. LLC; Allianz Global Investors GmbH, una gestora de inversiones en Alemania, supervisada por la German Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>, Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)) con el número 10. No está permitida la duplicación, publicación o transmisión de su contenido, independientemente de la forma.