

Alto rendimiento europeo: Alto rendimiento, altas expectativas

Autores



Benoit Anne
Managing Director
Grupo de soluciones de inversión



Peter McCandless
Analista de alto rendimiento europeo

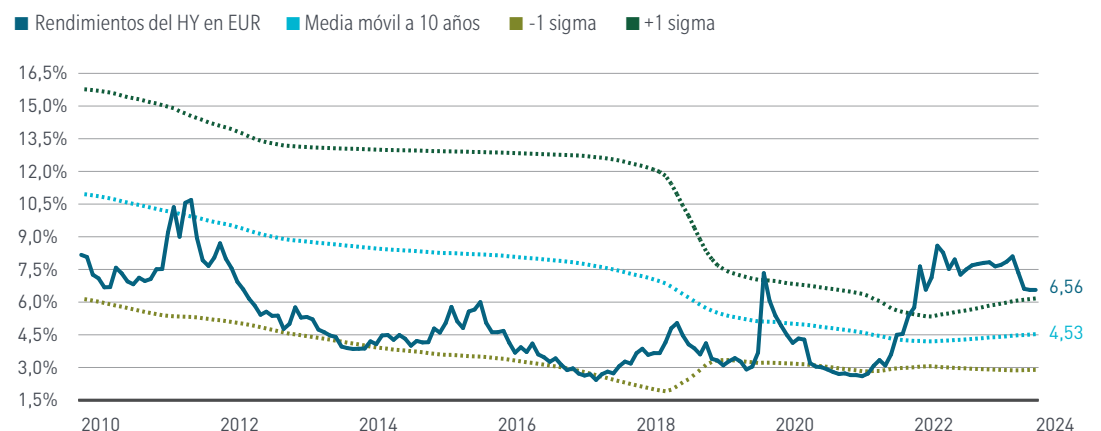


Laura Homsy
Analista de alto rendimiento europeo

Aunque las valoraciones de varias clases de activos actualmente se muestran altas, no es el caso del alto rendimiento europeo, que se encuentra entre los segmentos más atractivos de la renta fija mundial. Dado que el alto rendimiento en EUR sigue contando con el respaldo de unos fundamentales sólidos y que el entorno macroeconómico se está volviendo más favorable — incluidos los recortes de tipos que se prevén de los bancos centrales—, consideramos que este podría ser el momento para plantearse un incremento en la exposición al alto rendimiento en EUR. En MFS®, expresamos nuestros puntos de vista en torno a dicha clase de activos principalmente a través de nuestra cartera de alto rendimiento mundial, nuestro mandato multisectorial global y nuestra estrategia de crédito en EUR.

Las rentabilidades del alto rendimiento en EUR revisten atractiva si atendemos a su evolución histórica. Aproximadamente en el 6,56%, las rentabilidades del alto rendimiento en EUR del índice se sitúan muy por encima de su media de periodos de 10 años consecutivos, del 4,53% (gráfico 1). Se trata de una cuestión de peso dado que el rendimiento actual incide directamente en las expectativas de rentabilidad.

Gráfico 1: HY en EUR: Rendimientos históricos

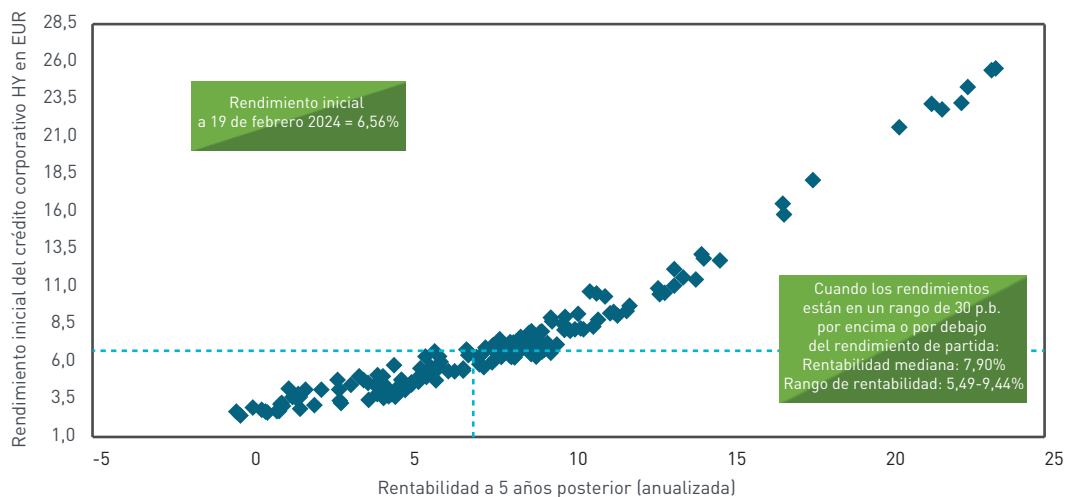


Fuentes: Bloomberg, ICE BofA. Rendimiento del HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, rendimiento mínimo («yield to worst»). Datos mensuales de mayo de 2010 a febrero de 2024 (datos a 16 de febrero) 1 sigma = una unidad de desviación típica de la media a largo plazo.

Los puntos de entrada importan en renta fija, también en el caso del alto rendimiento en EUR. Dada la atractiva magnitud de los rendimientos actuales, las perspectivas de las rentabilidades proyectadas son sólidas, a nuestro juicio. Esto obedece a que, en términos históricos, ha existido un estrecho vínculo entre unos rendimientos iniciales como los actuales y unas rentabilidades posteriores de atractivo relativo. A modo de ejemplo, con un rendimiento inicial del 6,56% para el alto rendimiento en EUR, la rentabilidad mediana de los cinco años posteriores —utilizando un rango de 30 puntos básicos por encima y por debajo del rendimiento inicial— se sitúa en un 7,9%, mientras que el rango de rentabilidad oscila entre un 5,49% y un 9,44% (gráfico 2). Además, las perspectivas sobre las rentabilidades previstas de la renta fija se han visto reforzadas a raíz de que los principales bancos centrales, incluido el Banco Central Europeo, emitiesen recientemente señales de próximos recortes de tipos. Al analizar el mapa de calor del alto rendimiento en EUR (gráfico 3), queda claro que la probabilidad de rentabilidades más altas ha aumentado, en comparación con hace unos años, en reflejo de un rendimiento inicial mayor. Asimismo, la perspectiva de unas rentabilidades más altas también cuenta con el respaldo de la sólida posibilidad de que se avecinen rebajas de los tipos, según las señales emitidas recientemente por el BCE. Concretamente, con base en un rendimiento inicial del 6,56% y suponiendo ausencia de variación de los diferenciales en el próximo año, en combinación con un descenso de los tipos de 60 p.b., podría materializarse una rentabilidad hipotética del 8,19% en un año, con base en el impacto de una variación de los tipos de 60 p.b. multiplicados por la duración del índice ($60 \times 2,71 = 162,6$, que, sumado al 6,56%, lleva a un 8,19%). A título comparativo en términos históricos, la rentabilidad anualizada de 20 años correspondiente a la clase de activos es del 6,6%.

Entretanto, también cabe destacar que un escenario extremo —por ejemplo, un aumento combinado al menos de 270 p.b. de los diferenciales y los tipos— llevaría al alto rendimiento en EUR a arrojar una rentabilidad negativa en el próximo año.

Gráfico 2: HY en EUR: Rendimientos iniciales frente a rentabilidades posteriores



Fuentes: Bloomberg, ICE BofA. Rendimiento del HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00. Datos mensuales de enero de 2005 a enero de 2024. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

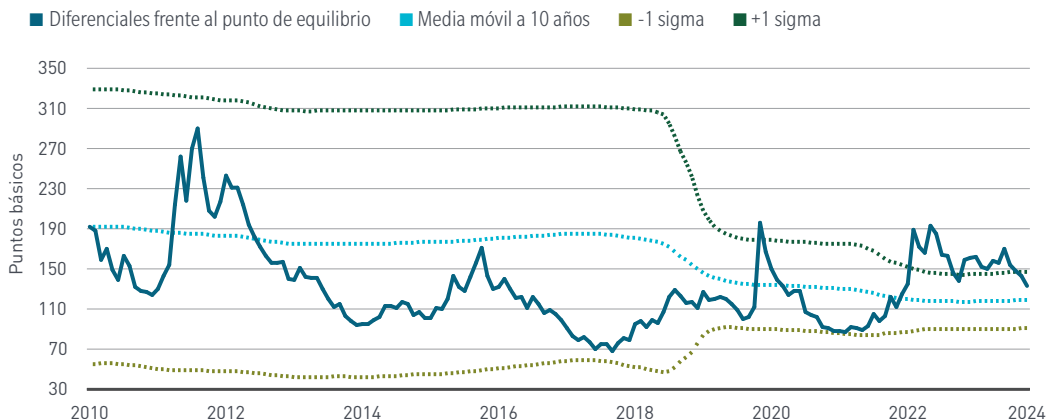
Gráfico 3: Rentabilidades previstas hipotéticas del HY en EUR en el próximo año, con base en las variaciones de los diferenciales y de los tipos

HY en EUR		Variaciones de los diferenciales en el próximo año (p.b.)										
		-90	-60	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
Evolución de los tipos en el próximo año (p.b.)	+150	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40	-3,21
	+120	5,74	4,93	4,12	3,80	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58	-2,40
	+90	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77	-1,58
	+60	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04	-0,77
	+30	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86	0,04
	0	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67	0,86
	-30	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49	1,67
	-60	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30	2,49
	-90	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12	3,30
	-120	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93	4,12
	-150	13,07	12,26	11,44	10,63	9,81	9,00	8,19	7,37	6,56	5,74	4,93

Fuentes: Bloomberg, ICE BofA: HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00. Rendimiento actual a 19 de febrero de 2024. Duración actual a 19 de febrero de 2024. La rentabilidad prevista a un año se calcula como el rendimiento actual + la variación neta entre el tipo y los diferenciales multiplicada por la duración. La tabla ilustra un rango de rentabilidad utilizando el rendimiento mínimo y aplicando variaciones progresivas de los tipos de interés o los diferenciales de crédito. Este análisis supone que si los tipos de interés y los diferenciales de crédito no varían, el rendimiento mínimo publicado del índice pasa a ser el factor dominante para determinar la rentabilidad materializada en el próximo año, lo que permite captar todo el potencial de beneficio del rendimiento mínimo inicial. Este análisis supone que ningún bono cae en impago ni entra o sale del índice y que todos los bonos se mantienen hasta el vencimiento. Las variaciones de los tipos de interés representan un cambio paralelo en la curva de tipos que se produce al final del periodo; las medidas de duración y de la duración de los diferenciales son ajustadas por las opciones. Ninguna referencia a la rentabilidad y beneficios esperados en el futuro constituye una promesa, ni una estimación de la rentabilidad efectiva que puede obtener un inversor, y no debe considerarse fiable. Las previsiones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse un consejo ni una recomendación o garantía de rentabilidad. Las previsiones se basan en estimaciones subjetivas y en supuestos que aún no han tenido lugar o que pueden producirse. Las proyecciones tienen limitaciones porque no se basan en operaciones reales, sino en los modelos y datos recopilados por MFS®. Los resultados no representan ni son indicativos de los resultados reales que pueden lograrse en el futuro. La rentabilidad de los inversores particulares puede variar significativamente. Se supone que estos cálculos hipotéticos muestran cómo un índice de renta fija podría comportarse en diferentes entornos de mercado en vista (1) del nivel actual del rendimiento mínimo, (2) de la duración ajustada por las opciones y (3) de la duración de los diferenciales. Este análisis supone que si los tipos de interés y los diferenciales de crédito no varían, el rendimiento mínimo publicado del índice pasa a ser el factor dominante para determinar la rentabilidad materializada en el próximo año. El análisis también supone que las variaciones de los tipos de interés representan un cambio paralelo en la curva de tipos que se produce al final del periodo, lo que permite captar todo el potencial de beneficio del rendimiento mínimo inicial. La duración y la duración de los diferenciales son medidas de la sensibilidad de los precios a las variaciones del rendimiento y el diferencial, respectivamente.

Los diferenciales del alto rendimiento en EUR todavía gozan de atractivo. Esto se revela particularmente cierto si nos fijamos en los diferenciales frente al punto de equilibrio (gráfico 4). En consonancia con otras clases de activos de renta fija mundial, los diferenciales del alto rendimiento en EUR se han estrechado sustancialmente en las últimas semanas. Sin embargo, a diferencia de sus homólogos, consideramos que las valoraciones de los diferenciales siguen siendo atractivas en general.

Gráfico 4: HY en EUR: Diferenciales históricos frente al punto de equilibrio

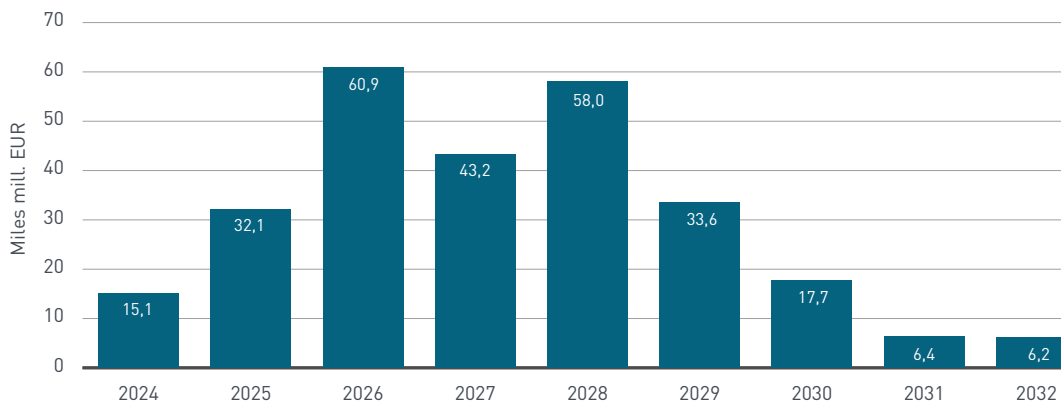


Fuente: Bloomberg. Diferenciales frente al punto de equilibrio del HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, diferenciales de la deuda pública divididos entre la duración. El diferencial frente al punto de equilibrio es una medida de cuánto tendría que subir el diferencial para hacer desaparecer el exceso de rentabilidad (es decir, la rentabilidad derivada de la exposición al crédito, excluido el efecto de los tipos). Datos mensuales de mayo de 2010 a febrero de 2024 (datos a 19 de febrero) 1 sigma = una unidad de desviación típica de la media a largo plazo.

El alto rendimiento en EUR sigue contando con el respaldo de unos fundamentales sólidos.

En general, no nos preocupa que se produzca un aumento pronunciado de las tasas de impago o el denominado «muro de vencimientos». El riesgo de refinanciación sigue resultando limitado en vista de las perspectivas de recortes de tipos y un máximo de los vencimientos que solo podría materializarse en 2026 (gráfico 5). Fundamentalmente, esta clase de activos se ha reforzado en los últimos trimestres, según nuestro Indicador fundamental (gráfico 6). La fuente principal de solidez es el cociente entre flujo de caja libre y deuda, junto con la situación del apalancamiento neto.

Gráfico 5: HY en EUR – Vencimiento alcanzado

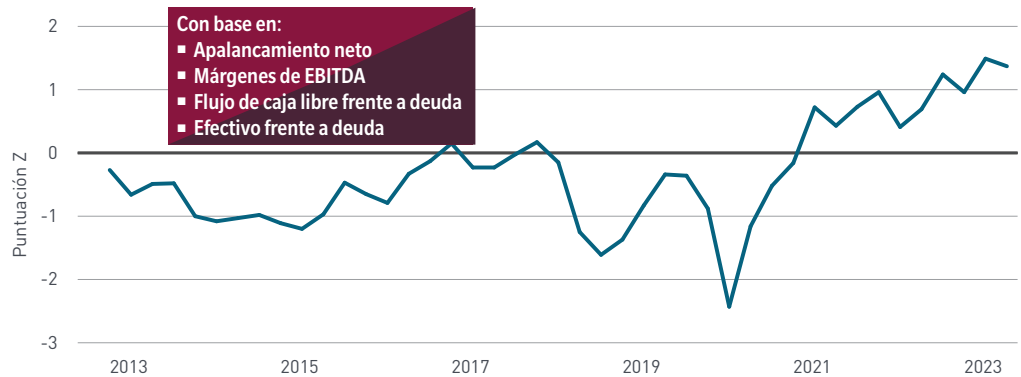


Fuente: Bloomberg. Datos a 14 de febrero de 2024.

El entorno macroeconómico se está volviendo más favorable para los activos en EUR. En lo relativo al crecimiento, estamos detectando algunos brotes de mejora en las condiciones macroeconómicas de la zona euro, si bien el escenario de referencia sigue siendo prácticamente de estancamiento. Sin embargo, la buena noticia es que parecen desvanecerse los riesgos de una recesión grave. Nuestro Indicador del ciclo económico para Europa, que aglutina diversos indicadores relevantes, apunta un destacado repunte desde hace un par de meses (gráfico 7). Por ejemplo, el popular indicador ZEW relativo a las expectativas de crecimiento de la zona euro acaba de alcanzar su nivel más alto en un año.

Además, puede que el BCE pronto dé comienzo a un ciclo de rebajas de los tipos, tal vez ya en el segundo trimestre de este año. Pensamos que esto impulsará la apetencia de activos en EUR, lo cual debería favorecer al alto rendimiento en EUR.

Gráfico 6: Puntuación fundamental del HY en EUR



Fuente: Morgan Stanley. Datos trimestrales hasta el tercer trimestre de 2023. Con base en la media simple de las puntuaciones z individuales de 10 años: apalancamiento neto, márgenes de EBITDA, flujo de caja libre frente a deuda y efectivo frente a deuda. Una puntuación z es una medida de la desviación frente a la media en unidades de desviación típica.

Gráfico 7 – Indicador del ciclo económico de la zona euro



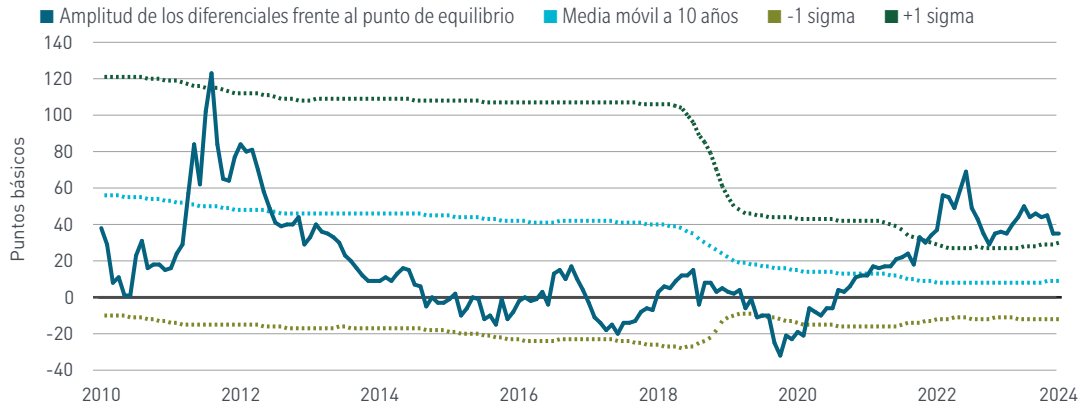
Fuente: Bloomberg. Índice de Ifo sobre las expectativas de las empresas alemanas, índice de confianza de Sentix para la zona euro, Zentrum fuer Europaeische Wirtschaftsforschung (ZEW), indicador de confianza económica de la Comisión Europea para la zona euro. Datos mensuales de junio de 2011 a enero de 2024. El indicador compuesto se basa en la media de las puntuaciones z de estas cuatro variables.

El alto rendimiento en EUR resulta atractivo frente al alto rendimiento de EE. UU. en términos relativos.

Dicho extremo refleja principalmente que la valoración del alto rendimiento de EE. UU. parezca especialmente elevada. En particular, la amplitud de los diferenciales frente al punto de equilibrio del alto rendimiento en EUR y el alto rendimiento de EE. UU. actualmente es de 35 p.b., muy por encima del umbral de 1 sigma de la media a largo plazo (gráfico 8).

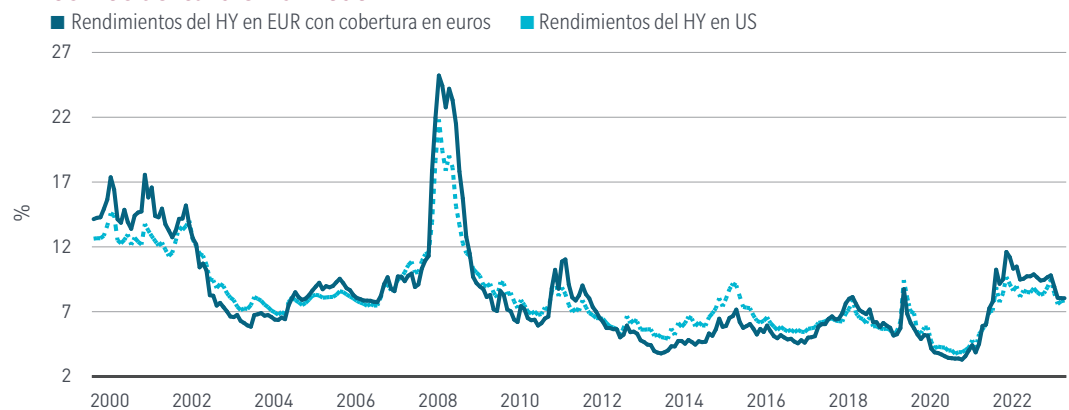
Asimismo, el alto rendimiento en EUR también se muestra particularmente atractivo si nos fijamos en rentabilidades cubiertas. Un inversor radicado en EE. UU. que desee exposición al alto rendimiento en EUR con cobertura en divisas podría materializar una rentabilidad del 8,04%, más de lo que el inversor obtendría comprando alto rendimiento de EE. UU., a pesar de la duración más corta del índice del EUR (gráfico 9).

Gráfico 8: HY en EUR frente a HY de EE. UU.: Amplitud de los diferenciales frente al punto de equilibrio



Fuente: Bloomberg. Diferenciales frente al punto de equilibrio del HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, diferenciales de la deuda pública divididos entre la duración. HY de EE. UU. = índice Bloomberg US HY. El diferencial frente al punto de equilibrio es una medida de cuánto tendría que subir el diferencial para hacer desaparecer el exceso de rentabilidad (es decir, la rentabilidad derivada de la exposición al crédito, excluido el efecto de los tipos). Datos mensuales de mayo de 2010 a febrero de 2024 (datos a 16 de febrero). 1 sigma = una unidad de desviación típica de la media a largo plazo.

Gráfico 9: HY en EUR frente a HY de EE. UU.: Comparativa del rendimiento con cobertura en divisas



Fuente: Bloomberg. Rendimiento del HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, rendimiento mínimo («yield to worst»). HY de EE. UU. = índice Bloomberg US HY, rendimiento mínimo («yield to worst»). El coste de cubrir la exposición al euro se basa en el rendimiento implícito de los contratos de divisas a 3 meses. Datos mensuales de enero de 2005 a febrero de 2024 (datos a 16 de febrero de 2024).

La rentabilidad a largo plazo del alto rendimiento en EUR no sale mal parada en comparación con la del alto rendimiento de EE. UU. Si echamos un vistazo al historial de rentabilidad, el alto rendimiento en EUR (en USD) ha registrado rentabilidades más sólidas que el alto rendimiento de EE. UU. en horizontes de 3 años, 5 años, 10 años y 20 años. Además, dado que la volatilidad de la rentabilidad del alto rendimiento en EUR ha sido en general similar a su homóloga de EE. UU., significa que las rentabilidades ajustadas por la volatilidad han sido sistemáticamente más altas (gráfico 10).

Gráfico 10: Rentabilidades históricas del HY en EUR (en USD) y el HY de EE. UU.

	3 años	5 años	10 años	20 años
HY en EUR (con cobertura en USD)				
Rentabilidad	2,88%	5,09%	5,33%	7,87%
Volatilidad	7,34%	9,23%	7,12%	9,77%
Aju. vol. Rentabilidad	0,39	0,55	0,75	0,81
HY de EE. UU.				
Rentabilidad	1,72%	4,08%	4,30%	6,49%
Volatilidad	8,36%	9,35%	7,59%	9,11%
Aju. vol. Rentabilidad	0,21	0,44	0,57	0,71

Fuente: Bloomberg. HY en EUR (con cobertura en USD) = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, rentabilidad total, con cobertura en USD. HY de EE. UU. = índice Bloomberg US High Yield Total Return. Volatilidad = volatilidad anualizada de las rentabilidades mensuales. Rentabilidadesaju. vol. = rentabilidad/volatilidad. Con base en datos mensuales hasta enero de 2024. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. No se puede invertir en un índice

La evolución a largo plazo del alto rendimiento en EUR también ocupa un buen lugar al compararse con la renta variable europea, si bien ha quedado sustancialmente a la zaga de la evolución de la renta variable en horizontes más cortos. Si nos fijamos en los últimos 20 años, el alto rendimiento en EUR ha registrado rentabilidades generalmente similares con respecto al índice de la renta variable en euros, pero con menos volatilidad (gráfico 11).

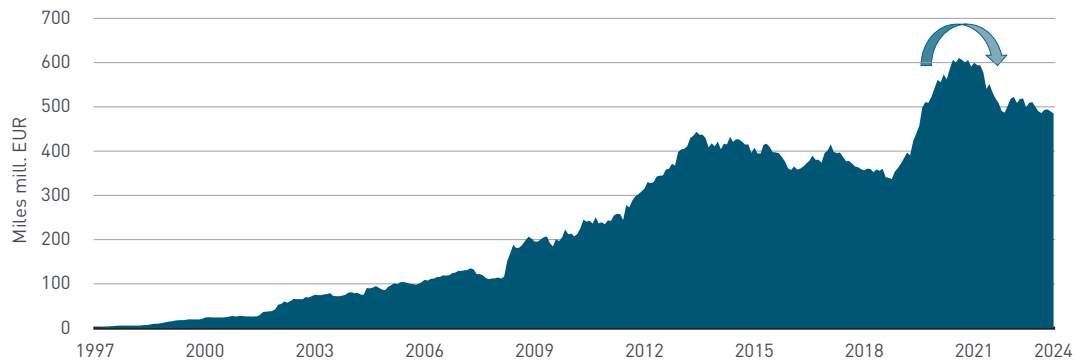
Gráfico 11: Rentabilidades históricas del HY en EUR y de la renta variable en EUR

	3 años	5 años	10 años	20 años
HY en EUR				
Rentabilidad	1,01%	2,82%	3,52%	6,62%
Volatilidad	7,37%	9,22%	7,14%	9,93%
Aju. vol. Rentabilidad	0,14	0,31	0,49	0,67
Renta variable en EUR				
Rentabilidad	9,88%	8,89%	7,14%	7,05%
Volatilidad	13,97%	15,88%	14,08%	14,28%
Aju. vol. Rentabilidad	0,71	0,56	0,51	0,49

Fuente: Bloomberg. HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, rentabilidad total. Renta variable en EUR = Euro Stoxx 600 Gross Return (índice SXXGR). Volatilidad = volatilidad anualizada de las rentabilidades mensuales. Rentabilidadesaju. vol. = rentabilidad/volatilidad. Datos mensuales hasta febrero de 2024 (a 16 de febrero) Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros. No se puede invertir en un índice.

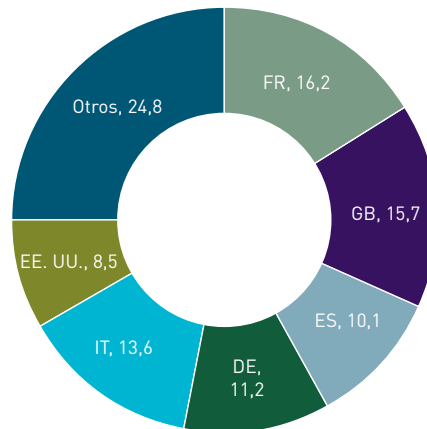
El entorno técnico del alto rendimiento en EUR es favorable. Cabe destacar que el tamaño del mercado se ha reducido desde la COVID-19 por las restricciones de oferta (gráfico 12). Nosotros diríamos que esta escasez resulta un factor técnico positivo. Asimismo, el mercado de alto rendimiento en EUR ofrece una significativa diversificación por países, lo cual contribuye a gestionar la exposición al riesgo macroeconómico de cada país, tal y como ilustra el gráfico 13.

Gráfico 12: Tamaño del mercado de HY en EUR



Fuente: Bloomberg. HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, valor nominal. Datos mensuales hasta febrero de 2024 (a 16 de febrero)

Gráfico 13: HY en EUR, desglose por país del emisor



Fuente: Bloomberg. HY en EUR = índice ICE BofA European Currency High Yield, índice HP00, desglose por país del emisor. Datos a febrero de 2024 (a 16 de febrero).

En general, consideramos que el alto rendimiento en EUR es una clase de activos que merece llamar la atención de los inversores por sus atractivas características de valoración, la solidez de sus fundamentales, sus favorables factores técnicos y su historial de rentabilidad a largo plazo frente a clases de activos comparables. ▲

Las inversiones en instrumentos de deuda pueden disminuir de valor como resultado de una rebaja en la solvencia crediticia del emisor, prestatario, contraparte u otra entidad responsable del pago, o la garantía subyacente, o por cambios económicos, políticos, específicos del emisor o de otro tipo, así como por la percepción de dichas condiciones. Algunos tipos de instrumentos de deuda pueden ser más sensibles a estos factores y, por consiguiente, más volátiles. Asimismo, los instrumentos de deuda conllevan el riesgo de tipos de interés (cuando los tipos de interés suben, normalmente los precios bajan). Por consiguiente, el valor de la cartera puede disminuir en entornos de subidas de tipos.

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

Las opiniones expresadas en este material pertenecen al Grupo de soluciones de inversión de MFS, parte de la unidad de distribución de MFS, y pueden diferir de las de los gestores de carteras y analistas de MFS. Estas opiniones pueden variar en cualquier momento y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión del Asesor, como recomendaciones sobre títulos-valores ni como indicación de intención de negociación en nombre de MFS.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFS»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc., Miembro de SIPC; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Lev de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.