

# Market InSight.

**“LA SENSATEZ DESCUBRE LA TRAMPA QUE SE ESCONDE DETRÁS DEL ÉXITO APARENTE”**  
**–LEONARDO DA VINCI**

Los inversionistas que esperan retornos predecibles y altos suelen poner su atención en los bonos denominados “basura” o *high yield* (HY). Pero obviamente, mientras más esperemos ganar, mayor riesgo hay. Y con mayor razón cuando existen temores de recesión en la economía norteamericana hacia adelante. ¿Qué esperamos de la renta fija HY en adelante? La respuesta a esta pregunta será el centro del presente Market InSight.

**PERO, ¿SON LOS BONOS HIGH YIELD REALMENTE BASURA COMO ALGUNOS DICEN?**

Después de definir a los Bonos IG como los bonos que emiten aquellas empresas de muy alta calidad crediticia en nuestro anterior Market Insight, podemos decir que los Bonos HY son la otra cara de la moneda. Son los bonos que tienen una baja calidad crediticia (ver Gráfico 1) y que pagan tasas relativamente mayores porque están expuestos a un mayor riesgo. Para entender el rendimiento de la deuda HY debemos identificar sus principales drivers: el nivel de tasa base y la ampliación/compresión de spreads. Si revisamos la historia, el principal detractor del desempeño de la renta fija HY ha sido la ampliación de spreads (ver Gráfico 2), que captura la percepción de mercado sobre el deterioro en los fundamentos crediticios de las empresas, sobre todo en periodos de recesión.

**HY CON BUENA SALUD CREDITICIA**

A pesar de toda la volatilidad observada en el 2022 y 2023, las empresas del mercado HY hoy siguen luciendo financieramente sanas como muy pocas veces se ha visto en la historia. Para empezar, un crecimiento de las utilidades operativas aún de dos dígitos, lo que permite que las empresas HY sigan manteniendo una buena generación de caja, lo que reduce el riesgo de impago en caso de recesión (ver Gráfico 3).

Tabla de Clasificaciones de Riesgo

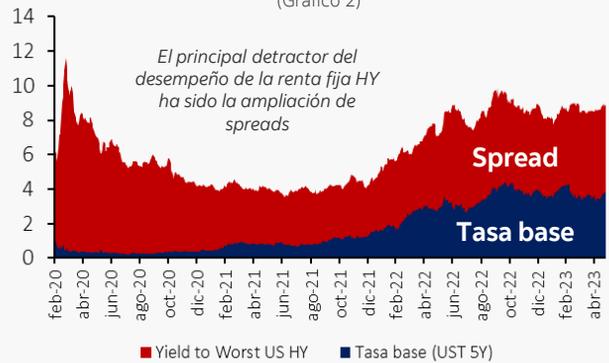
(Gráfico 1)

	Fitch	Moody's	S&P
<b>Investment Grade</b>	AAA	Aaa	AAA
	AA	Aa	AA
	A	A	A
	BBB	Baa	BBB
<b>High Yield</b>	BB	Ba	BB
	B	B	B
	CCC	Caa	CCC
	CC	Ca	CC
	C	C	C

Fuente: Fitch, Moody's, S&P. Elaboración propia.

Descomposición del Rendimiento\* de la deuda HY (%)

(Gráfico 2)

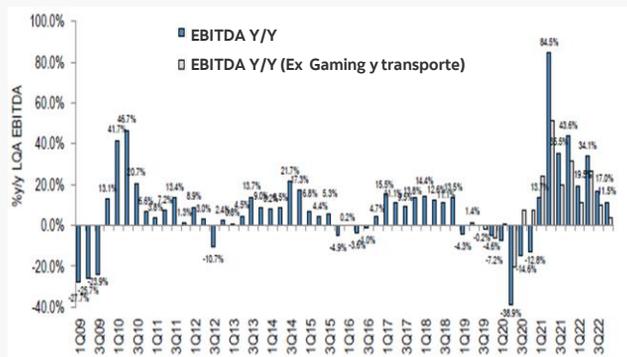


\*Yield to Worst

Fuente: Bloomberg. Información al 26 de mayo de 2023.

Margen EBITDA del mercado HY

(Gráfico 3)



Fuente: JP Morgan. Información a abril de 2023.

# Market InSight.



En segundo lugar, las empresas lucen cada vez menos apalancadas respecto a años previos (ver Gráfico 4) y vienen mejorando su capacidad de poder afrontar sus deudas a largo plazo (ver Gráficos 5), mostrándose cada vez más holgadas para cubrir sus gastos en intereses. Además, el ratio de default que mide el % de emisores que ha hecho default en los últimos doce meses se encuentra en niveles relativamente bajos. (ver Gráfico 6). Si bien, en las últimas semanas ha tenido ligero movimiento a la alza, aún el ratio permanece bajo si lo comparamos con años anteriores.

## AHORA, NO PERDAMOS DE VISTA EL BIG PICTURE

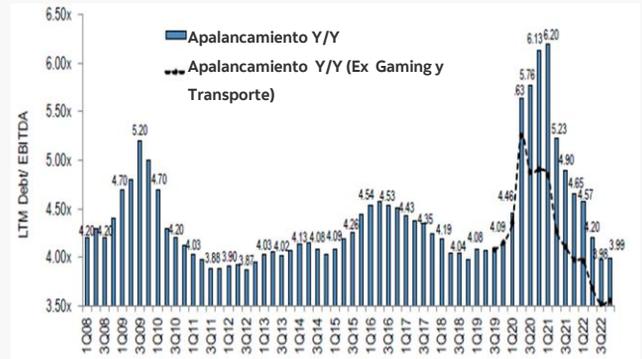
Actualmente, la rentabilidad del mercado de bonos HY está en máximos de la última década (ver Gráfico 7). ¿Es buen momento para entrar? Lo será si esperamos que estas rentabilidades bajen. Sin embargo, esperamos que estas rentabilidades sigan subiendo hacia adelante por ampliación de spreads frente a una recesión inminente. Es más, en escenarios donde la Reserva Federal endurece las condiciones crediticias mediante sus subidas de tasas para controlar la inflación vienen de la mano de spreads HY más altos. Esto último aún no se observa (ver Gráfico 8). Es raro que aunque los bajos spreads crediticios HY reflejan en parte la buena salud financiera de las empresas del sector, no reconozcan aún el alto riesgo de recesión en base a los indicadores líderes (ver Gráfico 9).

## ENTONCES, ¿CUÁL ES NUESTRO ACTUAL PARA LA DEUDA HY?

Ahora que un escenario de recesión es cada vez más probable y las expectativas de tasas han empezado a caer (ver Gráfico 10), nuestros cálculos nos generan un retorno esperado menor al 6.60% histórico de este asset class para los siguientes 6 a 12 meses (ver Gráfico 11). Por ello, en el equipo nos mantenemos cautos y establecemos una visión ligeramente negativa para los próximos 6 a 12 meses.

Ratio de apalancamiento del mercado HY

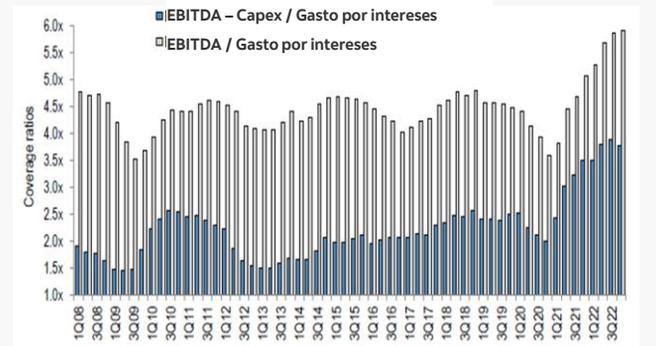
(Gráfico 4)



Fuente: JP Morgan. Información a abril de 2023.

Ratio de cobertura del mercado HY

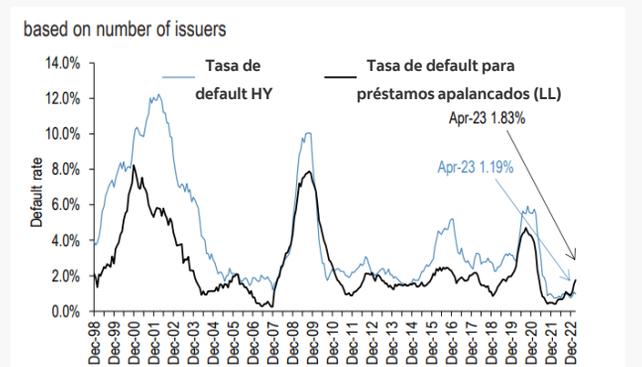
(Gráfico 5)



Fuente: JP Morgan. Información a abril de 2023.

Tasa de emisores que se reportaron en impago

(Gráfico 6)



Fuente: JP Morgan, PitchBook Data Inc.. Información a abril de 2023.

# Market InSight.

## Rentabilidad del mercado de bonos HY

(Gráfico 7)



Fuente: Bloomberg. Información al 26 de mayo de 2023.

## Spreads del mercado HY durante los últimos 20 años

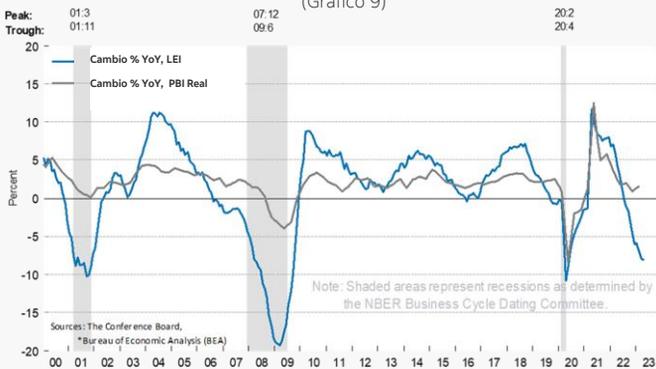
(Gráfico 8)



Fuente: Fidelity, Bloomberg. Información al 26 de mayo de 2023.

## Recesión en base a los indicadores líderes

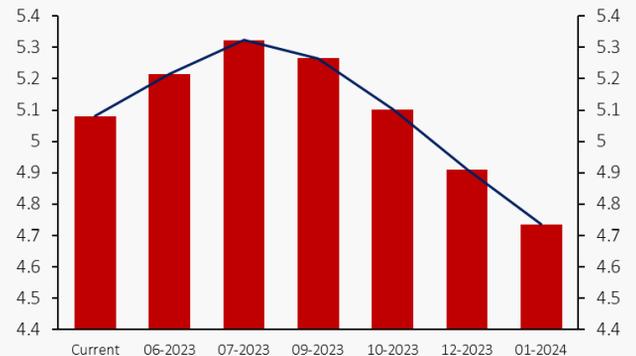
(Gráfico 9)



Fuente: Conference Board. Información a abril de 2023.

## WIRP : Expectativas de tasas de la Reserva Federal

(Gráfico 10)



Fuente: Bloomberg. Información al 26 de mayo de 2023.

## Simulación de la Rentabilidad de Renta Fija HY

(Gráfico 11)

Nuestra simulación nos genera un retorno esperado menor al 6.60% histórico de este asset class para los siguientes 6 a 12 meses

		Tasa base (Treasury 5Y)					
		2.93%	3.18%	3.43%	3.68%	3.93%	
Ampliación o Compresión de Spreads (Pbs)	200	3.8%	2.7%	1.6%	0.5%	-0.7%	
	150	6.1%	5.0%	3.8%	2.7%	1.6%	
	100	8.3%	7.2%	6.1%	5.0%	3.8%	
	0	12.8%	11.7%	10.6%	9.5%	8.3%	
	100	8.3%	7.2%	6.1%	5.0%	3.8%	
	150	6.1%	5.0%	3.8%	2.7%	1.6%	
	200	3.8%	2.7%	1.6%	0.5%	-0.7%	

$$\frac{\Delta P}{P} = (-D_M \times \Delta r) + \left(\frac{1}{2} \times C v \times (\Delta r)^2\right)$$

- Drivers:
- Tasa base
  - Spread

Bloomberg High Yield Index	
Duración HY	4.50
YTW	9.46
OAS	5.76
Spread promedio	5.451

Fuente: ScotiaWealth Management Perú. Información al 26 de mayo de 2023.