

# La agresiva gestión del pasivo aumenta los impagos

Renta fija | Mayo 2024



**Tom Southon**

Director de Análisis de Alto Rendimiento de EMEA

- **El repunte en la tasa de impagos que se deriva de la creciente tendencia a gestionar de forma agresiva el pasivo entre los emisores que presentan un exceso de apalancamiento incrementa el riesgo de reestructuración del balance**
- **Se sigue dando una clara divergencia en las categorías de calificación crediticia, en la que el segmento con calificación CCC cotiza en niveles de empresas en dificultades («distressed»). Habida cuenta de que la divergencia en materia de diferencial entre los títulos CCC y los B ronda los 1.300 puntos básicos y que la diferencia de precio asciende a 31 puntos, desde el punto de vista de la valoración, las perspectivas menos halagüeñas ya se descuentan en gran medida**
- **Nuestras previsiones de impago a 12 y 24 meses, ponderadas por valor nominal, coinciden ahora con la tasa media de impago a largo plazo del segmento con calificación de «especulativo»**

Nuestra previsión sobre las tasas de impago, ponderadas por el valor nominal, de los títulos de alto rendimiento europeos (European High Yield) se sitúa en el 4,0% para un periodo a 12 meses y en el 8,3% para un periodo a 24 meses. Si se excluyen los emisores híbridos, la tasa de impago se incrementa al 4,7% a 12 meses y al 9,6% a 24 meses. Se compara con una tasa de impago de los títulos de alto rendimiento europeos en los últimos 12 meses (hasta diciembre de 2023) del 3,5%, y con el pico reciente observado durante la pandemia de COVID-19 del 6,9%. Para situarlo en contexto, Moody's calcula una media a largo plazo de la tasa de impago acumulada para los títulos de nivel especulativo a escala mundial del 4,1% en un periodo a 12 meses y del 8,2% a 24 meses.

Nuestra previsión general es mucho más elevada que la de hace seis meses, ya que se ha incrementado del 3,9% al 8,3% para el periodo de 24 meses. La creciente prevalencia de unos agresivos ejercicios de gestión del pasivo (LME, por sus siglas en inglés) ha constituido el

principal motor de esta tendencia: una serie de emisores han anunciado planes para abordar proactivamente sus estructuras de capital, entre los que cabe destacar SFRFP e Intrum. Esto se ha traducido en el adelanto de la actividad de reestructuración y, como resultado, ahora adoptamos una visión más cautelosa a corto plazo de las perspectivas de impago de los emisores con exceso de apalancamiento, incluso si no hay un desencadenante inmediato de liquidez.

A nuestro parecer, este elevado riesgo de impago de los créditos con exceso de apalancamiento se descuenta en gran medida en el mercado. El diferencial adicional de los títulos CCC frente a los títulos con calificación B está en torno a máximos de 10 años, en los 1.300 puntos básicos (aproximadamente el doble de la media a 10 años), mientras que en términos de precio existe un diferencial que ronda los 31 puntos. Si bien nuestras expectativas de impago a 24 meses ponderadas por el valor nominal se sitúan en el 8,3%, este dato desciende al 6,3% cuando se pondera por el valor de mercado.

### **Comentario sectorial<sup>1</sup> (véase también el gráfico 1)**

**TMT** El fuerte repunte se debe sobre todo a dos situaciones específicas: Atos, que se integra en el segmento de la tecnología, y Altice France (telecomunicaciones). Atos ha iniciado un proceso de conciliación con las partes interesadas al no poder enajenar los activos y afronta crecientes necesidades de liquidez. Altice France es harina de otro costal: el principal accionista ha hecho emerger el fantasma de un ejercicio de gestión del pasivo con descuento, lo que retrasa, en la práctica, el recurso a los ingresos procedentes de las ventas de activos para desapalancar la compañía hasta que los acreedores acepten canjes con descuento.

**Sector inmobiliario** El aumento en las provisiones de impago refleja en gran medida el acercamiento de los emisores a los vencimientos de su deuda. Adler Group, Peach y SBB destacan en este apartado.

**Ocio** La mejora de la estimación de impago del sector del ocio se atribuye en gran medida a la retirada de la empresa española Codere tras el anuncio de reestructuración de marzo de 2024. Aparte de esto, el subsector del juego ha hecho gala de una relativa resiliencia hasta la fecha.

**Bienes de equipo** El repunte que se pronostica guarda relación con dos situaciones problemáticas relativas al exceso de apalancamiento en el ámbito del envasado: Ardagh Group, que integra las marcas ARGID, ARDFIN y AMPBEV, y Klöckner Pentaplast. Pensamos que ambas firmas exhiben estructuras de capital insostenibles, si bien antes se consideraba un menor riesgo de impago por el tiempo que faltaba para que llegaran los vencimientos. Ahora bien, en marzo se informó de que Ardagh había contratado asesores para que revisaran las opciones en materia de gestión del pasivo. Desde entonces, Apollo, firma de capital inversión (*private equity*), ha proporcionado financiación provisional para hacer frente al vencimiento de Ardagh en 2025. No obstante, el grupo exhibe un enorme volumen de vencimientos en 2026 y 2027 que podría resultar problemático. Asimismo, se rumoreaba que, en recientes fechas, también Klöckner había contratado asesores.

**Servicios financieros** El aumento en las expectativas de impago en el sector de los servicios financieros se debe principalmente a los emisores Intrum y Lowell, compañías de cobro de deudas. En el caso de Intrum, la compañía ha confirmado que pretende llevar a cabo alguna

---

<sup>1</sup> Todos los comentarios proceden de informes de las compañías, a mayo de 2024. La mención de una acción no constituye una recomendación de compra o de venta

suerte de LME y pronosticamos que esto desembocará en un canje de deuda con descuento. También identificamos esta situación como un riesgo para Lowell por el complicado acceso al mercado, y se debe remarcar el hecho de que todos sus bonos vencen en nuestro periodo de pronóstico de 24 meses.

**Distribución minorista** Las previsiones para este segmento han experimentado una leve mejora. Esto se debe, sobre todo, a la exitosa refinanciación que llevó a cabo EG Group en 2023. También se ha producido una mejora general de las perspectivas de impago en una serie de emisores de mayor calidad, como Avolta, Co-op y M&S.

**Servicios públicos** El incremento en el riesgo de impago en el sector se debe a Thames Water, cuyos bonos de la sociedad propietaria Kemble ya han incurrido en impago. Sin embargo, creemos que esta situación reviste un carácter idiosincrásico.

**Gráfico 1: Expectativa de impagos en los títulos de alto rendimiento según Columbia Threadneedle (12 y 24 meses, por sectores y calificaciones)**

12-Month Forecast	Oct-23	Apr-24	Change Q/Q
<b>By sector</b>			
Automotive	0.7%	1.4%	0.7%
Basic Industry	1.1%	1.5%	0.3%
Capital Goods	1.8%	5.7%	3.9%
Consumer Goods	1.8%	2.7%	0.9%
Energy	1.9%	1.8%	-0.1%
Financial Services	1.1%	11.2%	10.2%
Healthcare	2.7%	2.6%	0.0%
Insurance			
Leisure	4.8%	2.7%	-2.1%
Media	1.1%	0.0%	-1.1%
Real Estate	3.8%	6.6%	2.8%
Retail	4.0%	3.6%	-0.4%
Services	1.5%	1.7%	0.1%
Technology & Electronics	0.5%	27.2%	26.7%
Telecommunications	0.3%	5.1%	4.8%
Transportation	1.4%	0.5%	-0.9%
Utility	0.2%	1.4%	1.3%
<b>By rating bucket</b>			
BB	0.9%	1.0%	0.1%
B	2.0%	7.2%	5.2%
CCC	3.9%	13.8%	9.9%
<b>Total</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.5%</b>
Total excl hybrids	1.7%	4.7%	3.0%

<b>24-Month Forecast</b>	<b>Oct-23</b>	<b>Apr-24</b>	<b>Change Q/Q</b>
<b>By sector</b>			
Automotive	3.5%	3.8%	0.4%
Basic Industry	4.2%	6.3%	2.0%
Capital Goods	4.4%	16.0%	11.6%
Consumer Goods	5.8%	6.3%	0.6%
Energy	5.6%	4.9%	-0.6%
Financial Services	4.6%	20.1%	15.5%
Healthcare	5.9%	5.7%	-0.2%
Insurance			
Leisure	8.8%	5.5%	-3.3%
Media	3.5%	2.4%	-1.1%
Real Estate	8.9%	16.6%	7.7%
Retail	6.9%	6.8%	-0.1%
Services	4.1%	4.7%	0.7%
Technology & Electronics	1.7%	28.9%	27.2%
Telecommunications	0.8%	10.3%	9.5%
Transportation	3.4%	1.5%	-1.9%
Utility	0.3%	1.5%	1.1%
<b>By rating bucket</b>			
BB	2.8%	2.9%	0.1%
B	4.7%	14.2%	9.5%
CCC	8.6%	24.7%	16.1%
<b>Total</b>	<b>3.9%</b>	<b>8.3%</b>	<b>4.3%</b>
Total excl hybrids	4.4%	9.6%	5.2%

Fuente: Columbia Threadneedle Investments, análisis a abril de 2024

**Información importante**

**Exclusivamente para uso de clientes profesionales y/o tipos de inversores equivalentes en su jurisdicción (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos).**

**Con fines publicitarios.**

Este documento se ofrece exclusivamente con fines informativos y no debe considerarse representativo de ninguna inversión en particular. No debe interpretarse ni como una oferta o una invitación para la compraventa de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. Invertir implica un riesgo, entre los que cabe incluir el riesgo de pérdida de capital. Su capital está sujeto a riesgos. El riesgo de mercado puede afectar a un emisor, un sector económico o una industria en concreto, o al mercado en su conjunto. El valor de las inversiones no está garantizado y, por lo tanto, los inversores podrían no recuperar el importe inicialmente invertido. La inversión internacional conlleva ciertos riesgos y volatilidad por la posible inestabilidad política, económica o cambiaria, así como por las diferentes normas financieras y contables. Los valores que se incluyen aquí obedecen exclusivamente a fines ilustrativos, están sujetos a cambios y no deben interpretarse como una recomendación de compra o venta. Los valores que se mencionan pueden o no resultar rentables. Las opiniones se expresan en la fecha indicada, pueden verse alteradas con arreglo a la evolución de la coyuntura del mercado u otras condiciones y pueden diferir de las opiniones ofrecidas por otras entidades asociadas o afiliadas de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Las decisiones de inversión o las inversiones efectivamente realizadas por Columbia Threadneedle y sus filiales, ya sea por cuenta propia o en nombre de los clientes, podrían no reflejar necesariamente las opiniones expresadas. Esta información no tiene como finalidad prestar asesoramiento de inversión y no tiene en cuenta las circunstancias específicas de los inversores. Las decisiones de inversión deben adoptarse siempre en función de las necesidades financieras, los objetivos, las metas, el horizonte temporal y la tolerancia al riesgo del inversor en cuestión. Las clases de activos descritas podrían no resultar adecuadas para todos los inversores. La rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros y ninguna previsión debe considerarse garantía de rentabilidad. La información y las opiniones proporcionadas por terceros han sido recabadas de fuentes consideradas fidedignas, aunque no se puede garantizar ni su exactitud ni su integridad. Ni este documento ni su contenido han sido revisados por ninguna autoridad reguladora.

Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A., sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, y/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., entidad regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

Este documento lo podrá facilitar una empresa afiliada que también forme parte del grupo de sociedades Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited en el Reino Unido; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regulada por la Autoridad Neerlandesa de los Mercados Financieros (AFM), registrada con el número 08068841.

**Columbia Threadneedle Investments es la marca global del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.**