

El resurgir del crédito con grado de inversión

Ben Lord y Matthew Russell

Febrero de 2023

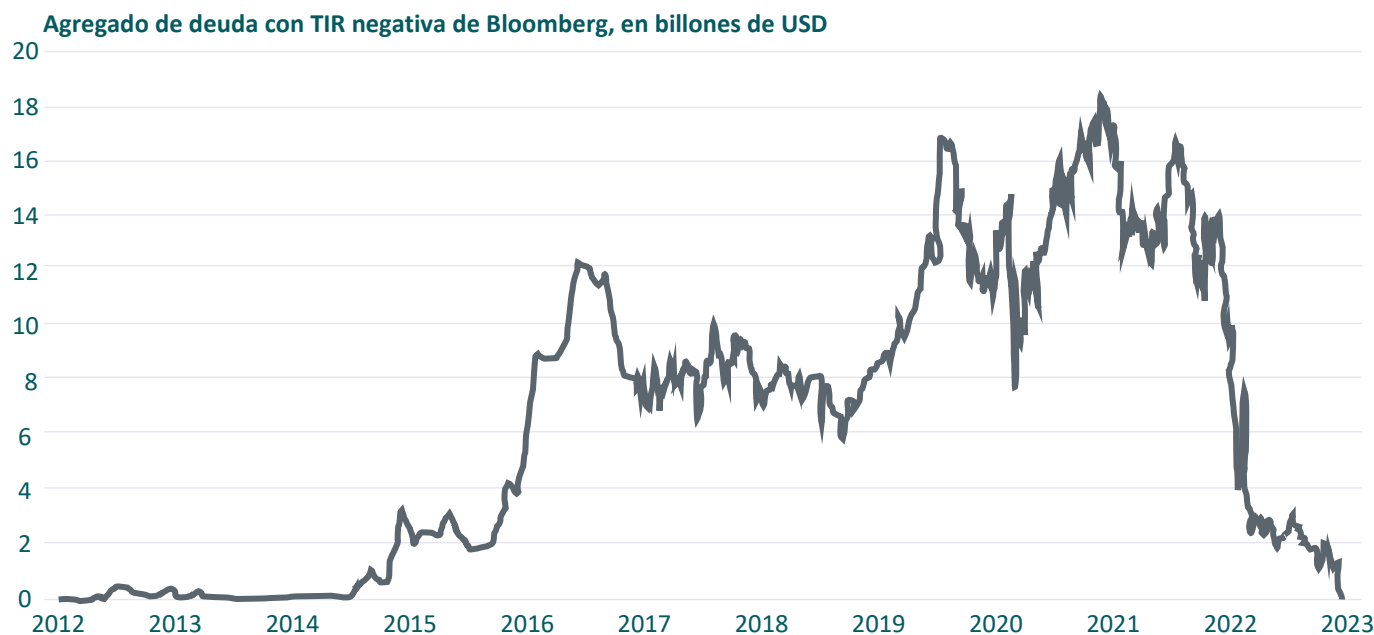
Tras el reajuste significativo de las TIR de la renta fija acontecido el año pasado, detectamos valoraciones atractivas en el crédito con grado de inversión. Creemos que, quizá por primera vez en una década, el mercado remunera adecuadamente a los inversores por el riesgo que asumen al invertir en deuda tanto corporativa como soberana. Al brindar exposición tanto a los diferenciales de crédito como a los tipos de interés, pensamos que los bonos corporativos también deberían estar bien equipados para soportar un abanico de diversas condiciones de mercado, desde un bajón económico prolongado a un retorno más rápido de lo previsto al crecimiento.

De nuevo en territorio positivo

El aspecto que mejor ilustra la actual oportunidad quizá sea el hecho de que las rentabilidades al vencimiento (TIR) de toda la deuda corporativa se hallan en territorio positivo: la era del crédito con TIR negativa ha llegado finalmente a su fin (gráfico 1).

Gráfico 1. El fin de una era: las TIR de toda la deuda corporativa se hallan en territorio positivo

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.



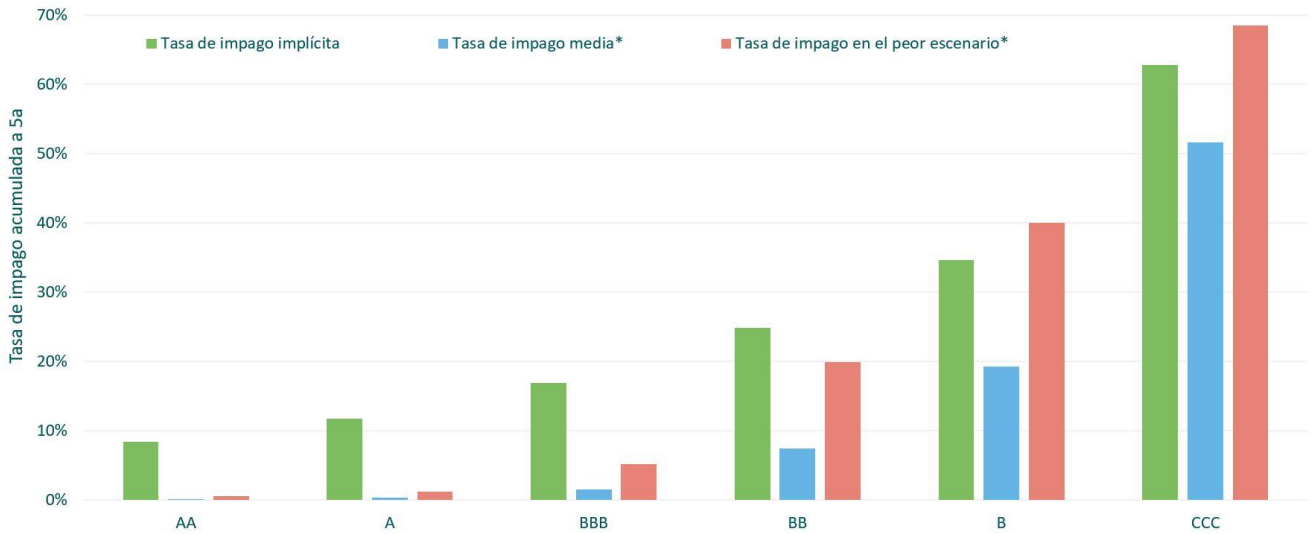
Fuente: M&G, Bloomberg, 4 de enero de 2023.

Tasas de impago esperadas bajas

La deuda corporativa con grado de inversión también parece bien situada para soportar un entorno más recesivo; pese al panorama económico incierto, los fundamentales corporativos siguen siendo sólidos, y nuestra expectativa es que las tasas de impago permanecerán bajas. Pese al ligero estrechamiento de los diferenciales en las últimas semanas, las tasas de *default* implícitas todavía superan las del peor escenario de impago (gráfico 2). Este es especialmente el caso en el segmento BBB, donde creemos que los inversores siguen siendo muy bien remunerados por el riesgo de impago.

Gráfico 2. Temiendo lo peor: el nivel implícito de impagos corporativos supera los niveles históricos

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.



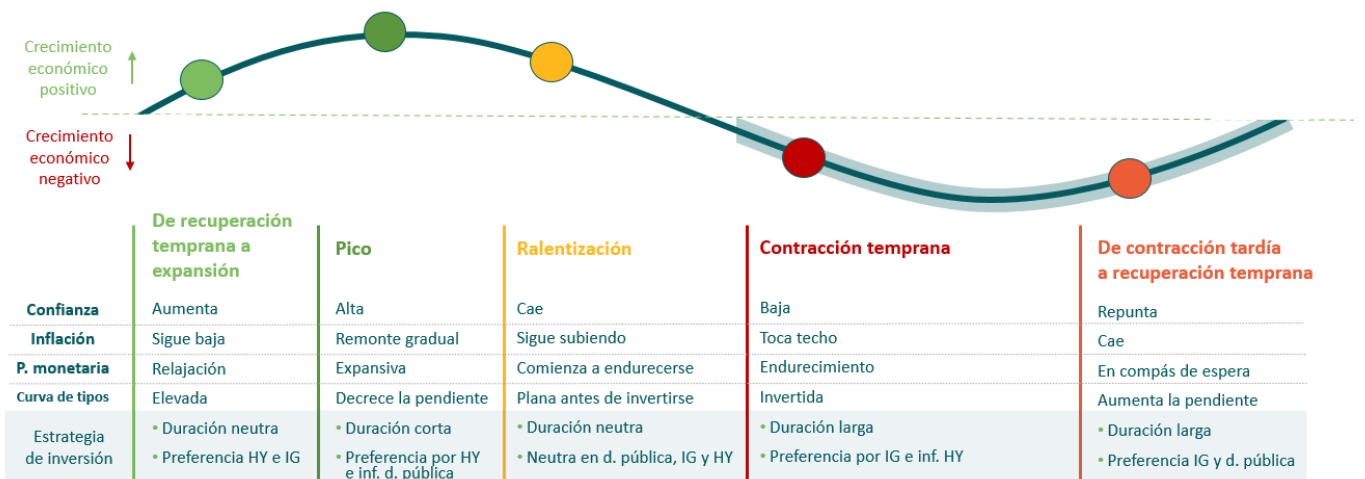
*Asumiendo tasas de recuperación del 40% para IG y del 30% para HY.

Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank, índices ICE, S&P, 31 de octubre de 2022.

Bien situados en un entorno de final de ciclo

Aunque cada inversor tendrá su propia opinión sobre dónde nos hallamos exactamente en el ciclo económico, el sentido de marcha parece claro y la mayoría de ellos anticipan un periodo de ralentización del crecimiento global en los próximos meses. En tal entorno, nos parece adecuado comenzar a subir por el espectro de crédito, pasando del segmento high yield al grado de inversión. Los inversores también podrían considerar añadir duración a medida que entramos en la fase de contracción inicial, en la que la inflación toca techo y la confianza de los inversores comienza a disiparse (gráfico 3).

Gráfico 3. Invirtiendo a lo largo durante ciclo económico



Fuente: M&G, 2022.

Cualidades de diversificación intrínsecas

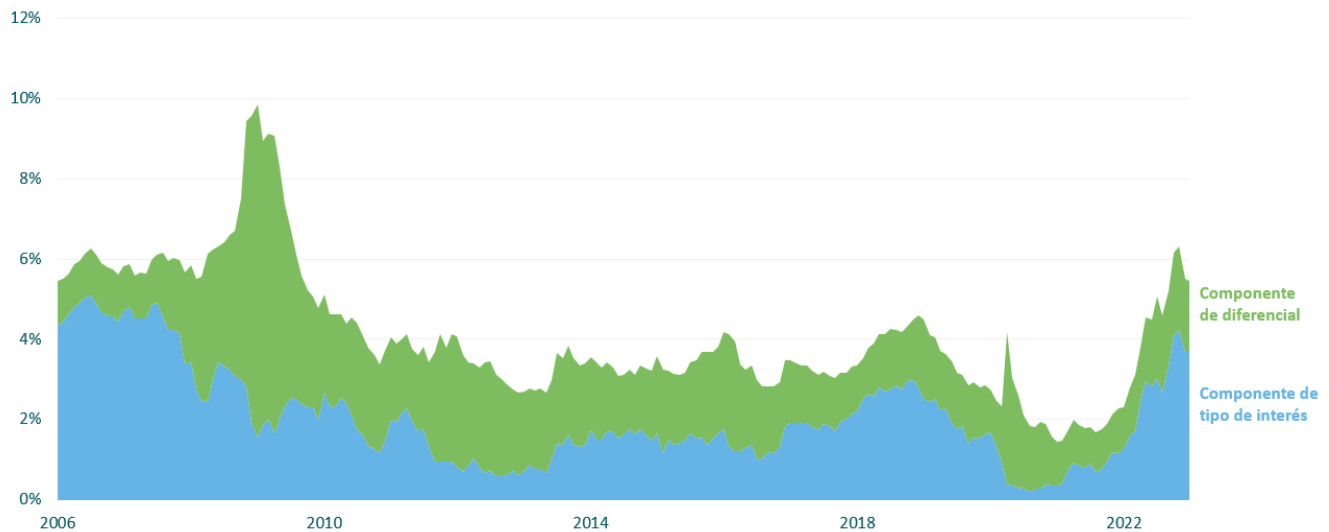
Una de las características más atractivas de la deuda corporativa es que brinda exposición tanto a la tasa libre de riesgo (las TIR de la deuda soberana) como a una prima de riesgo (el diferencial de TIR entre los bonos soberanos y los corporativos). Normalmente (pero no siempre), estos dos elementos se mueven en dirección opuesta, proporcionando casi una cobertura intrínseca contra condiciones de mercado adversas.

Llegado 2020, la tasa libre de riesgo había prácticamente desaparecido, con lo que durante dicho periodo adoptamos un posicionamiento muy cauto (gráfico 4). La buena noticia es que hoy en día la tasa libre de riesgo ha vuelto, con lo que la clase de activos nos inspira mucha más confianza. Si el bajón económico resulta ser más pronunciado de lo previsto, creemos que la tasa libre de riesgo caería, lo cual contrarrestaría (al menos en parte) cualquier debilidad en los mercados de crédito.

Gráfico 4. Elementos de diversificación intrínseca de la deuda corporativa: los componentes de tipo de interés y de diferencial constituyen motores separados

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Grado de inversión: componentes de renta - *treasury* a 5 años y diferencial de crédito



Fuente: Bloomberg, 22 de diciembre de 2022.

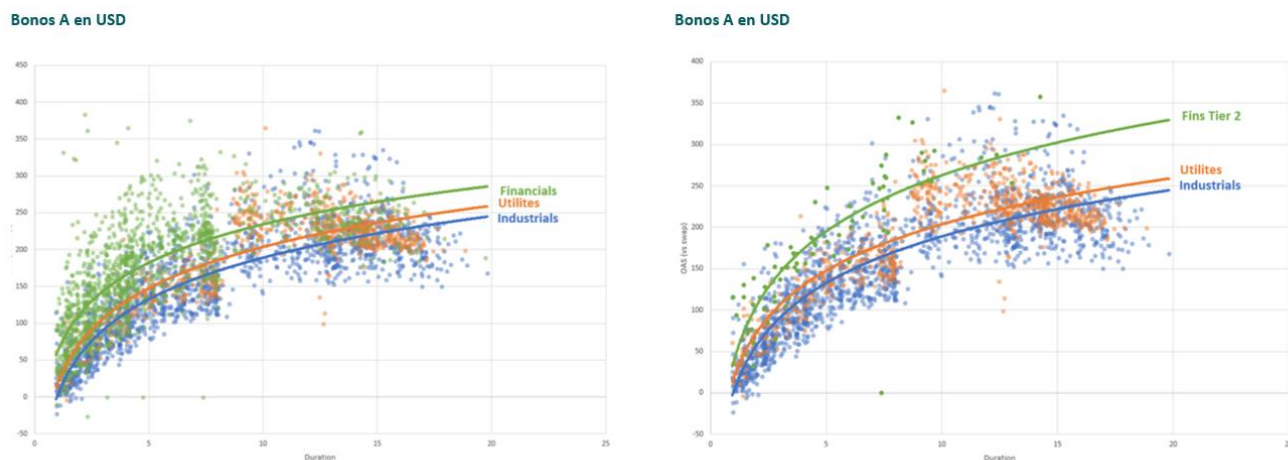
Valor atractivo en el sector financiero

Hoy en día, el universo *investment grade* es profundo y diverso, y la reciente volatilidad ha creado una dispersión significativa de las valoraciones tanto a nivel sectorial como de empresas individuales. Así, nuestra labor exhaustiva de análisis de crédito está revelando abundantes oportunidades en títulos con cotizaciones anómalas.

Un área en la que detectamos valoraciones atractivas ahora mismo es la financiera, y en especial los bancos. Creemos que las entidades gozan de una salud muy superior a la de 2008, al estar fuertemente capitalizadas y bien situadas para soportar un entorno recesivo. Por lo general, también se benefician de tipos de interés más elevados, al ser capaces de capturar un mayor diferencial entre sus tasas de préstamo y de depósito. Pese a estos factores positivos, sin embargo, los bancos cotizan a un descuento considerable respecto a otros sectores, debido a la caída considerable que sufrieron en 2022 (gráfico 5).

Gráfico 5. Valor relativo atractivo en el sector financiero

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.



Fuente: Bloomberg, 22 de diciembre de 2022.

Es momento de volver a considerar la deuda corporativa

Creemos que el crédito con grado de inversión ofrece un valor atractivo, y que ahora remunera adecuadamente a los inversores por el riesgo que conlleva. Al brindar exposición tanto a los diferenciales de crédito como a los tipos de interés, consideramos que los bonos corporativos también deberían estar bien equipados para soportar un abanico de diversas condiciones de mercado, desde un bajón económico prolongado a un retorno más rápido de lo previsto al crecimiento.

Si bien no puede descartarse que exista volatilidad en el futuro inmediato, pensamos que el crédito de calificación elevada ofrece una dinámica de riesgo/rentabilidad interesante a largo plazo. En un universo profundo y diverso como el mercado *investment grade*, estamos detectando una dispersión significativa de los diferenciales, y creemos que las gestoras activas con abundantes recursos deberían estar bien situadas para capturar estas oportunidades de valoración.

Las inversiones en deuda están expuestas a los tipos de interés, a la inflación y a las calificaciones de crédito. Es posible que los emisores de bonos no puedan pagar intereses o devolver el capital principal al inversor, y todos estos acontecimientos pueden reducir el valor de estos títulos en el fondo. Los bonos high yield suelen conllevar un mayor riesgo de que sus emisores no sean capaces de pagar intereses o de devolver el capital invertido.

El valor de las inversiones fluctuará, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras. Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión.