

Después de la tormenta: buscando oportunidades en los mercados de renta fija

Equipo de Renta fija de M&G

Noviembre de 2022

- Tras un marcado reajuste de los mercados de renta fija este año, las rentabilidades (TIR) de los bonos corporativos se sitúan en máximos de varios años, mientras que los diferenciales de crédito descuentan una grave recesión. Creemos que esto refleja unas perspectivas excesivamente sombrías y que la mayoría de las compañías probablemente están en buenas condiciones para resistir incluso una larga desaceleración económica.
- En nuestra opinión, puede que por primera vez en una década los inversores estén siendo remunerados por asumir tanto riesgo de crédito como por tipos de interés. La perspectiva de relajación de la inflación y ralentización del crecimiento debería permitir a los bancos centrales reducir el ritmo del endurecimiento monetario, lo que podría dar un impulso a los mercados de renta fija el año que viene.
- La reciente volatilidad del mercado ha provocado fuertes desajustes en los precios de los bonos corporativos. Creemos que esto puede ser una gran fuente de oportunidades para los gestores activos, que pueden aprovechar su experiencia en crédito para descubrir focos atractivos de valor.

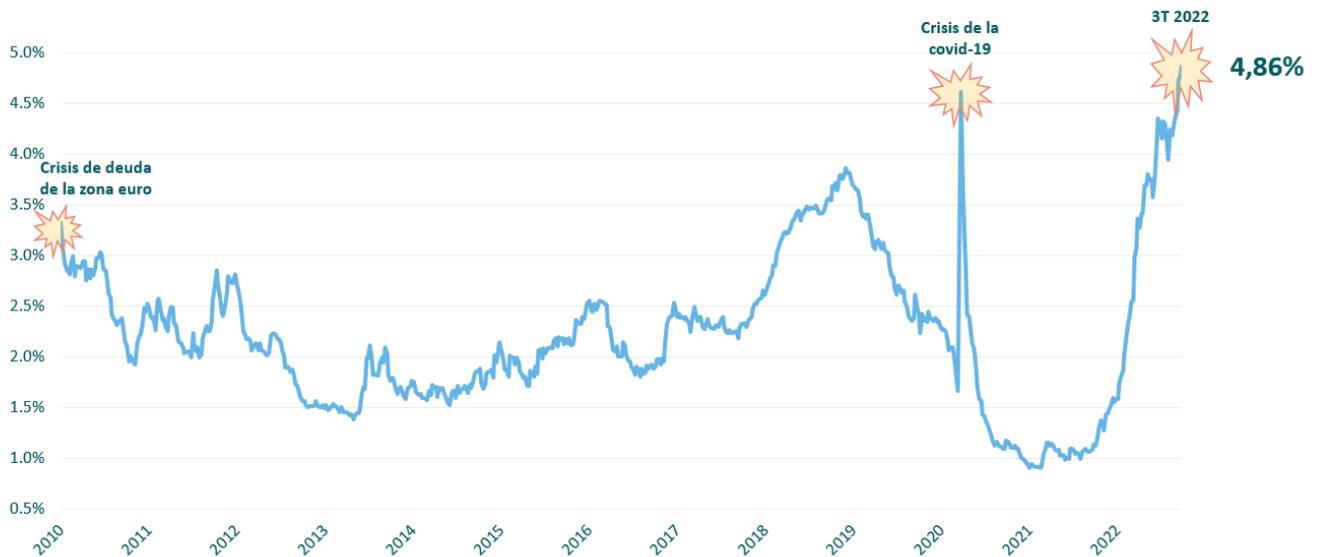
El valor y los ingresos de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Cuando se mencionen rentabilidades, por favor tenga en cuenta que las rentabilidades pasadas no son un indicativo de rentabilidades futuras.

Un espectacular reajuste en los mercados de renta fija

En 2022 ha tenido lugar unas de las mayores ventas masivas del mercado de renta fija de las que se tiene constancia, ya que la preocupación por la inflación persistentemente alta y un contundente endurecimiento de la política monetaria han impulsado las rentabilidades (TIR) de los bonos de gobierno a sus niveles más altos en más de una década. Las valoraciones del crédito también se han visto bajo presión, pues los mercados han empezado a tener en cuenta el impacto que tienen la desaceleración del crecimiento económico y el aumento de los costes de endeudamiento en los beneficios corporativos.

Esto ha dado lugar a un fuerte reajuste tanto de los diferenciales de crédito como del tipo «libre de riesgo» (representado por las rentabilidades (TIR) de los bonos de gobierno). Las rentabilidades (TIR) de los bonos con grado de inversión se sitúan ahora en sus niveles más altos en varios años; como los bonos corporativos estadounidenses a 5 años con grado de inversión ofrecen una rentabilidad del 6,2%. A pesar de los desafíos que afronta la economía global, creemos que estos niveles suponen un valor muy atractivo para los inversores en renta fija, tanto en términos absolutos como comparado con otras clases de activos.

Gráfico 1. Rentabilidades (TIR) de los bonos a lo largo del tiempo: rentabilidad al vencimiento del bono USD a 5 años con grado de inversión



Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de rentabilidades futuras. Fuente: Bloomberg, 20 de septiembre de 2022.

Los diferenciales de crédito descuentan una crisis severa

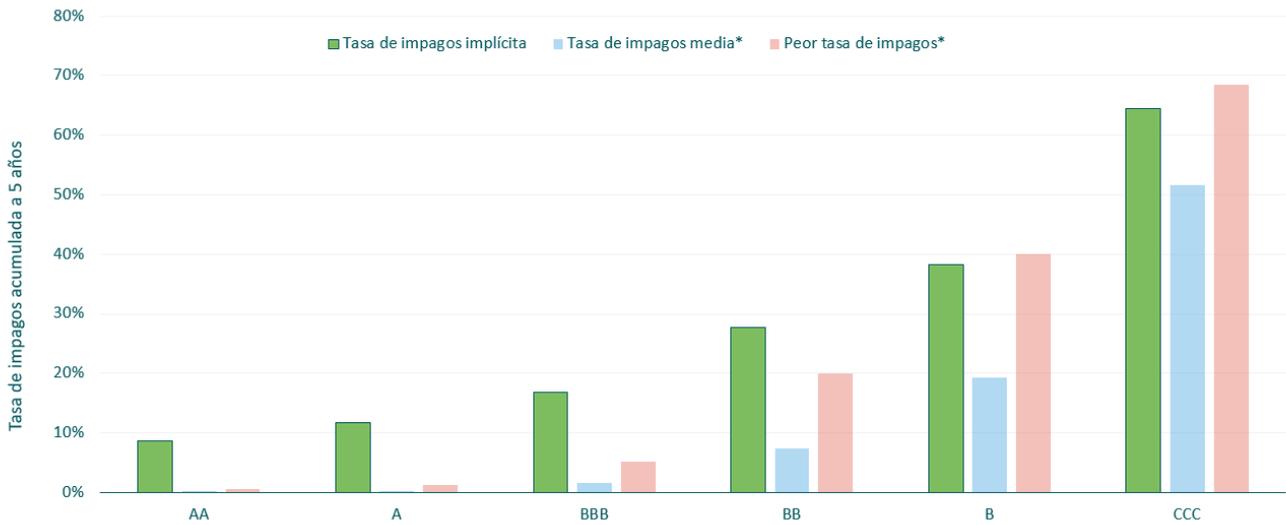
Los diferenciales de crédito del grado de inversión global ya descuentan una grave recesión y un gran aumento de los impagos de la deuda corporativa. Aunque esperamos que la economía global siga desacelerándose a lo largo del año que viene, no creemos que la contracción será ni mucho menos tan grave como descuentan actualmente los mercados. En particular, pensamos que los niveles sumamente bajos de desempleo, los sólidos balances de los consumidores y los planes de ayuda de los gobiernos deberían limitar la gravedad de cualquier crisis económica.

Además, bajo nuestro punto de vista, los balances corporativos se encuentran en general saneados, pues muchas empresas tienen necesidades de refinanciación limitadas a corto plazo. Aunque un análisis de crédito meticuloso y un enfoque en los fundamentales son siempre esenciales, creemos que la mayoría de las empresas probablemente están en buenas condiciones para resistir incluso una desaceleración económica más prolongada.

Por consiguiente, consideramos que los mercados están descontando en exceso las malas noticias y que los inversores están siendo bien remunerados por asumir riesgo de crédito. Así sucede especialmente con el grado de inversión, donde los diferenciales de crédito reflejan una tasa de impago implícita muy superior no solo a las medias, sino también a las peores tasas de impago. Por ejemplo, los bonos corporativos con calificación BBB descuentan una tasa de impago acumulada en 5 años del 17%, comparado con una tasa de impago media del 1,5% y la peor tasa de impago del 5,1%.

Creemos que esto indica unas perspectivas excesivamente sombrías para las tasas de impago y hemos aprovechado la oportunidad para incrementar el riesgo en nuestras distintas carteras. Sin embargo, dado el incierto entorno económico, es importante seguir siendo selectivos y, en general, preferimos títulos más defensivos de mayor calidad, que deberían resistir mejor en un escenario de mayor recesión. En cambio, seguimos siendo mucho más prudentes en los segmentos especulativos, como los bonos high yield con calificación CCC, donde creemos que los impagos podrían aumentar de forma muy significativa.

Gráfico 2. Tasas de impago implícitas del mercado frente a tasas de impago históricas



Fuente: Bloomberg, Deutsche Bank, índices ICE, S&P, 30 de septiembre de 2022.

Los inversores son remunerados por asumir el riesgo de tipos de interés

Dado el aumento de las rentabilidades (TIR) globales, por primera vez en una década pensamos que los inversores están siendo bien remunerados no solo por asumir riesgo de crédito, sino también por aceptar el riesgo de tipos de interés. Bajo nuestro punto de vista, esto convierte a los bonos corporativos en una propuesta de inversión especialmente atractiva y hemos aprovechado la oportunidad para aumentar riesgo tanto de crédito como de duración (tipos de interés) en muchas de nuestras carteras de renta fija.

La vuelta de la inflación ha sido la causa principal del desplome de los mercados de renta fija de este año, aunque a medida que las cadenas de suministro se normalicen¹ en cierto grado y las condiciones monetarias más restrictivas se afiancen, esperamos que las presiones inflacionistas se relajen paulatinamente durante los próximos meses. Esto a su vez debería permitir a la Reserva Federal y otros bancos centrales levantar el pie del freno, lo que podría propiciar un impulso a los mercados de renta fija el año que viene.

Un indicador fundamental que utilizamos para evaluar el valor de los mercados de renta fija es la rentabilidad (TIR) a 10 años vista de los *treasuries* a 10 años, que muestra cómo esperan los mercados que sea dicha rentabilidad (TIR) dentro de diez años. Comparadas con las expectativas a largo plazo de los tipos de interés de la Reserva Federal, el tipo a 10 años vista es actualmente muy superior a las expectativas a largo plazo de los tipos de la Fed, lo que tradicionalmente ha sido una buena señal para empezar a incrementar en cierta medida la duración.

¹ Índice Global Supply Chain Pressure (GSCPI) - BANCO DE LA RESERVA FEDERAL DE NUEVA YORK (newyorkfed.org)

Gráfico 3. Rentabilidades (TIR) de los *treasuries* previstas frente a las expectativas a largo plazo de la Fed

Fuente: Bloomberg, Reserva Federal, a 19 de septiembre de 2022.

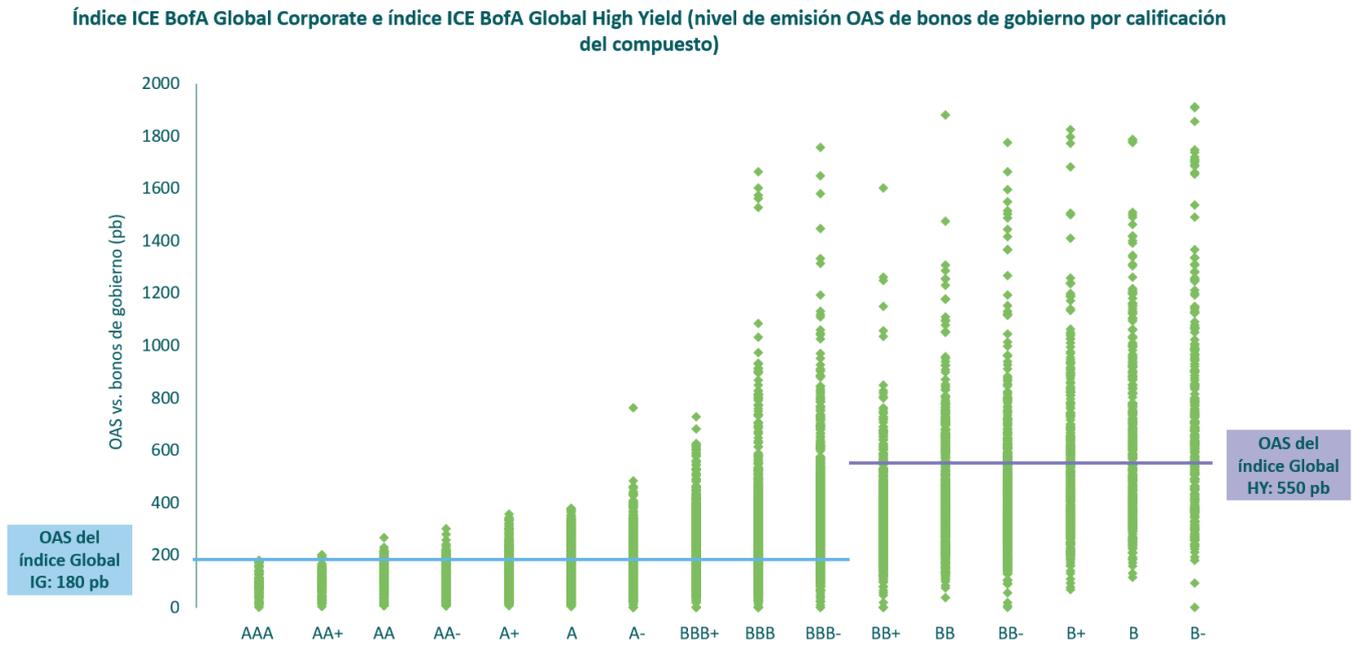
Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de rentabilidades futuras. La información puede variar y no constituye ninguna garantía de resultados futuros.

La volatilidad trae oportunidades para los gestores activos

La volatilidad suele generar desajustes en los mercados de crédito y, tras la reciente inestabilidad del mercado, estamos viendo unos altos niveles de dispersión de los diferenciales entre los distintos mercados de bonos corporativos. Esto se da cuando los bonos con las mismas calificaciones de crédito presentan un diferencial de crédito distinto con respecto a los mercados de bonos de gobierno.

Este tipo de entorno puede ser una gran fuente de oportunidades para los gestores activos, que pueden aprovechar su experiencia en crédito para detectar ineficiencias de mercado y descubrir así atractivas áreas de valor. Tener acceso a una gran capacidad de análisis global en EE. UU., Europa y Asia nos permite examinar a fondo los mercados de crédito globales, centrándonos en todos los aspectos del perfil de crédito de una compañía y evaluar si los inversores en bonos están siendo correctamente recompensados por los riesgos potenciales.

Gráfico 4. Dispersión de los diferenciales por categoría de calificación de crédito



Fuente: M&G, BofA ML Indices, Bloomberg, 31 de octubre de 2022.

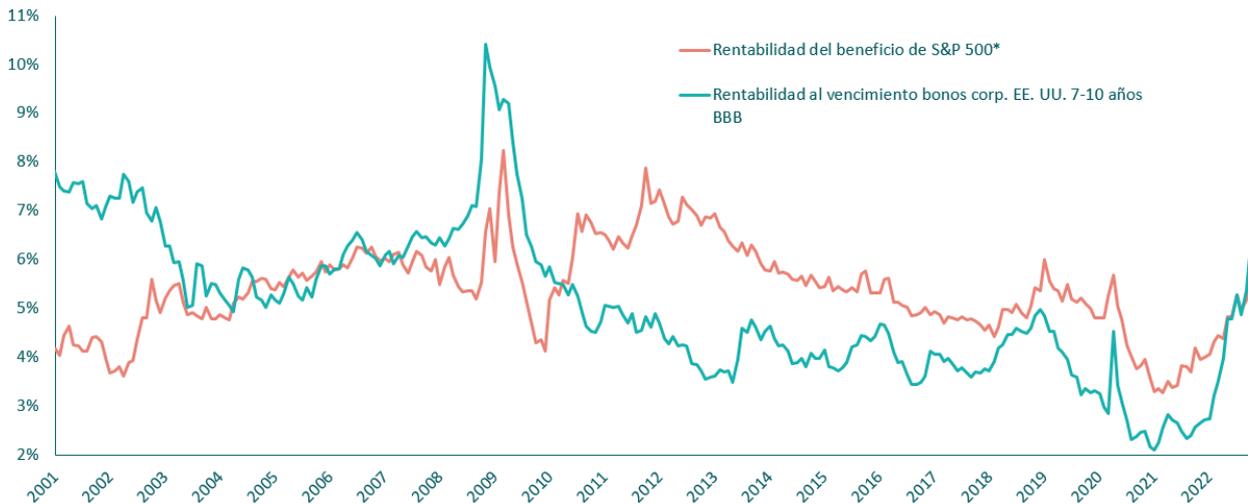
Grado de inversión global: una fuente de resiliencia en condiciones de mercado inciertas

Al contrario de lo sucedido en la oleada masiva de ventas en la pandemia de 2020 —que se debió casi totalmente a un aumento de los diferenciales de crédito—, las ventas masivas de bonos corporativos con grado de inversión de este año han sido consecuencia de un reajuste tanto de los diferenciales como de las rentabilidades (TIR) de los bonos de gobierno. Para los inversores, esto ofrece una combinación más equilibrada de exposición al crédito y a los tipos de interés, lo que creemos que debería ofrecer una mayor capacidad para resistir a diversos entornos económicos.

A medio plazo, creemos que los bonos *investment grade* ofrecen valor muy atractivo, pues los inversores están siendo bien remunerados por asumir riesgo tanto de crédito como de tipos de interés. Los fundamentales de crédito siguen siendo sólidos y vemos un riesgo de impago limitado, incluso en caso de una recesión más grave. Además, los altos niveles actuales deberían ofrecer un buen colchón frente a cualquier subida de las rentabilidades (TIR) a corto plazo. En consecuencia, seguimos siendo muy positivos acerca de la clase de activos, cuyas perspectivas de riesgo y remuneración nos parecen ahora muy favorables.

Además de ofrecer valor relativo en términos absolutos, creemos que los bonos corporativos también ofrecen mucho valor comparado con otras clases de activos, como la renta variable. Una forma habitual de medir el valor relativo de los bonos y las acciones es comparar la rentabilidad al vencimiento de los bonos con la rentabilidad del beneficio de las acciones (la inversión del ratio de precio/beneficio). Si comparamos los bonos corporativos en USD con calificación BBB con el S&P, podemos observar que los bonos corporativos ofrecen una rentabilidad superior a la de las acciones por primera vez desde la crisis financiera, lo que indica valor potencial en las primeras.

Gráfico 5. Valoraciones de los bonos versus las acciones - Rentabilidad del beneficio del S&P 500 frente a rentabilidad al vencimiento de los bonos corp. USD BBB



Fuente: Bloomberg, 30 de septiembre de 2022. * Rentabilidad del beneficio de los últimos 12 meses.

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de rentabilidades futuras.

Los valores financieros, bien posicionados para beneficiarse del aumento de las rentabilidades (TIR)

Otra área en la que nuestros analistas financieros encuentran actualmente valor atractivo son los valores financieros. Los bancos parecen especialmente en buenas condiciones para beneficiarse en un entorno de subida de tipos debido a los mayores márgenes de crédito, mientras que sus sólidas posiciones de capital deberían proporcionar un colchón importante en caso de unas pérdidas mayores de lo esperado. Las valoraciones actuales indican que los mercados esperan grandes pérdidas en el sector bancario con la desaceleración económica mundial, aunque nosotros creemos que la perspectiva del mercado se aleja de la situación fundamental.

Aunque es evidente que habrá algunas pérdidas, creemos que la gran mayoría de los grandes bancos están en buenas condiciones para capear esas tormentas, mientras que la subida de los tipos de interés debería mejorar sustancialmente sus beneficios. Además, los bonos de los bancos no se han visto directamente afectados por la expansión cuantitativa, ya que los bancos centrales han centrado sus compras de activos en los bonos no financieros. De no haber cambios, bajo nuestro punto de vista, los bancos no deberían sufrir este año por el actual endurecimiento cuantitativo de los bancos centrales.

High yield global, ingresos atractivos para ayudar a amortiguar los riesgos bajistas

Los diferenciales del high yield global se han situado recientemente en los 600 puntos básicos, que en nuestra opinión descuenta muchas de las malas noticias y ofrece un nivel de entrada bastante atractivo para la clase de activos. Aunque la recesión mundial pueda resultar inevitable, creemos que será menos grave de lo que reflejan actualmente los mercados high yield.

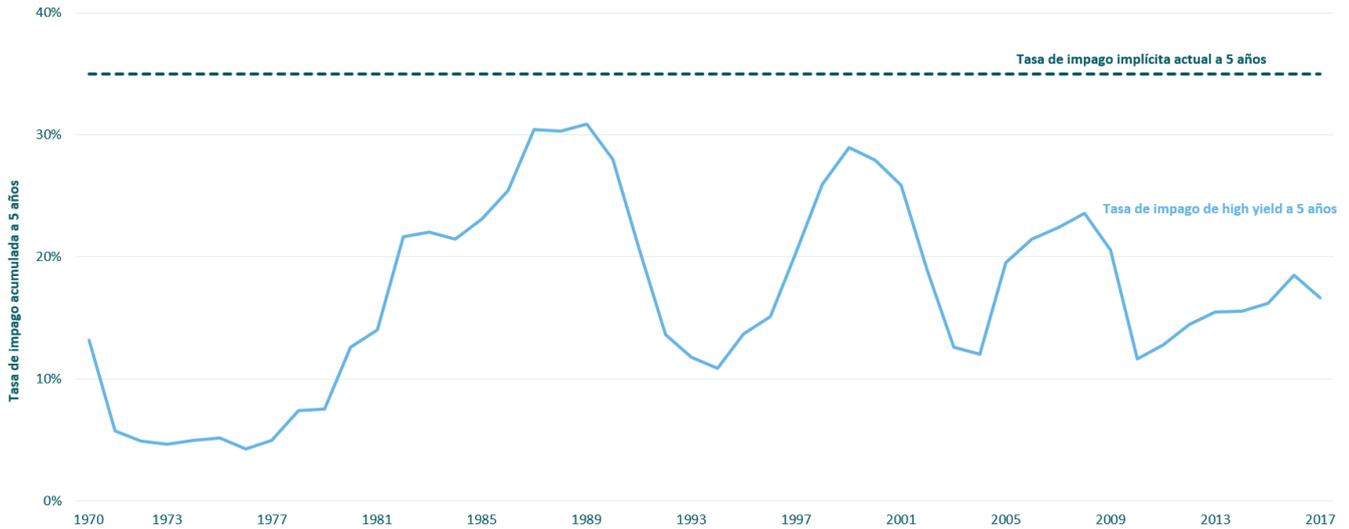
Los niveles de los diferenciales actuales se traducen en una tasa de impago implícita a cinco años del 32%, muy superior a nuestra expectativa, y mucho más extrema que la tasa de impago jamás registrada. Creemos que los fundamentales corporativos son sólidos en general y esperamos que los ingresos de las empresas resistan bastante bien en su conjunto. El apalancamiento en las distintas clases de activos sigue siendo relativamente modesto, pues muchas compañías han aprovechado la oportunidad para reducir su deuda o ampliar su vencimiento tras la pandemia, lo que debería ayudar a reducir considerablemente el riesgo de refinanciación.

Como resultado, creemos que los índices high yield representan un universo de mayor calidad que antes de la pandemia. Aunque esperamos que las tasas de impago aumenten desde los niveles mínimos actuales, no creemos que los impagos vayan a dispararse. Con las rentabilidades totales algo por debajo del 10%, creemos que la clase de activos ofrece un flujo de

ingresos atractivo, lo que debería ofrecer un colchón importante frente a cualquier nueva ampliación de los diferenciales o aumento de los impagos.

Aunque se espera más volatilidad a corto plazo, de aquí a dos o tres años creemos que los inversores tienen la oportunidad de asegurarse un nivel de ingresos interesante, con el potencial alcista de cualquier futura caída de las rentabilidades (TIR). Dicho esto, la selección cuidadosa del crédito y el enfoque en los fundamentales de crédito siguen siendo clave a la hora de invertir en esta área del mercado. Especialmente durante las últimas etapas del ciclo económico.

Gráfico 6. Tasas de impago del high yield acumuladas en cinco años



Fuente: Deutsche Bank, Moody's Research, 30 de septiembre de 2022 (datos más recientes disponibles). Se ha calculado a partir del índice CDX HY, suponiendo una tasa de recuperación del 30%.

Las inversiones en bonos se ven afectadas por los tipos de interés, la inflación y las calificaciones crediticias. Existe la posibilidad de que los emisores de bonos no paguen intereses o rentabilidad del capital. Todos estos supuestos pueden reducir el valor de los bonos poseídos por el fondo. Los bonos high yield suelen entrañar un riesgo mayor que los emisores de bonos podrían no compensar mediante el pago de intereses o rentabilidad del capital.

M&G

Noviembre de 2022

