



Tu éxito, nuestra prioridad.

Crédito con calificación *investment grade*: Información sobre la estrategia

Renta Fija | 1T 2020



David Oliphant
Director Ejecutivo, Inversiones, Renta Fija

Si bien el mercado del crédito con calificación *investment grade* (IG) arrojó unos resultados considerablemente negativos y exhibió unos diferenciales sustancialmente más amplios hacia los últimos compases del primer trimestre, las valoraciones del mercado IG se revelan ahora mucho más atractivas que a principios de año. Iniciamos el año con una posición conservadora en nuestras carteras IG y, a medida que vamos reconsiderando las valoraciones y la respuesta política a la crisis del COVID-19, nos mostramos más optimistas sobre las perspectivas para el mercado.

Análisis del mercado del 1T

La probabilidad de una recesión económica en numerosos mercados desarrollados tras el parón económico relacionado con el COVID-19 y las correspondientes medidas de aislamiento, produjo un aumento de la aversión al riesgo y de la falta de liquidez en los mercados, lo que se tradujo en una considerable ampliación de los diferenciales de crédito.

La distorsión quedó de manifiesto en la disparidad de las rentabilidades generadas por los mercados. El mercado denominado en dólares estadounidenses provocó una ampliación de los diferenciales, puesto que los bonos a corto plazo se mostraron especialmente débiles y el crédito de mayor calidad (por ejemplo, el de calificación AAA) se comportó peor que la deuda con menor calificación, tanto porcentualmente como en términos ajustados al riesgo. Por sectores, los primeros en verse penalizados fueron los segmentos más cíclicos del mercado, como la automoción y la energía, además del transporte, el ocio y los distribuidores no alimentarios. Mejor comportamiento exhibieron aquellos sectores con menor exposición al ciclo, como los servicios públicos y las telecomunicaciones.

Hace una semana, tras una inmensa respuesta política (tanto en materia fiscal como monetaria) que ha resultado impresionante por su rapidez, alcance y magnitud, los mercados recuperaron parte de su compostura, mientras que los segmentos más frágiles identificados anteriormente encabezaron el avance e impulsaron la contracción de los diferenciales en los últimos compases del mes.

Esto se produce en un momento en el que han aumentado las nuevas emisiones, existen unos buenos niveles de suscripción y las primas de las nuevas emisiones revisten atractivo. No cabe duda de que la liquidez es un arma de doble filo y, del mismo modo que hace más o menos una semana los operadores no podían o no querían comprar bonos, en las postrimerías del trimestre se mostraron reacios a poner en circulación existencias cuya sustitución podría resultarles complicada.

Actividad y perspectivas

Los diferenciales mundiales ahora están separados aproximadamente 2,5 desviaciones típicas del promedio a largo plazo (20 años), en comparación con el valor de alrededor de -0,5 observado a finales de 2019.

Entretanto, las medidas políticas descritas anteriormente contribuirán a mejorar la sustancial (aunque temporal) interrupción de la producción económica y el empleo. Más concretamente, gran parte de la repuesta política se enfoca en concreto a mantener abierto el canal del crédito. Los responsables políticos quieren evitar que una perturbación económica acabe desembocando en una crisis financiera. Políticas como la compra directa por parte de la Reserva Federal estadounidense de bonos corporativos IG, por ejemplo, han sido concebidas teniendo en cuenta los diferenciales de crédito.

Las agencias de calificación crediticia también han sido rápidas en actuar, y la posibilidad de que apliquen nuevas rebajas de las calificaciones perseguirá al mercado durante los próximos meses. Sin embargo, cabe señalar que las autoridades han pedido a los bancos y a algunos emisores corporativos que dejen de efectuar pagos de dividendos y recompras de acciones, que son medidas positivas para el crédito cuando se producen de forma aislada.

En resumen, en estos momentos creemos que los diferenciales compensan en gran medida el creciente riesgo crediticio.

Iniciamos el año con un posicionamiento conservador en nuestras carteras

La cantidad de riesgo crediticio absoluto y relativo en nuestras carteras era mucho más reducida que hace un año. Privilegiamos segmentos del mercado que muestran un comportamiento defensivo en las fases tardías del ciclo, entre los que se incluyen infraestructuras y servicios públicos regulados, así como «valores con una trayectoria de mejora del crédito» (por ejemplo, AT&T, Verizon, GE, Fidelity National AB InBev Bacardi y Becton Dickenson) en segmentos con un carácter menos cíclico.

A medida que vamos reconsiderando las valoraciones y la respuesta política a la crisis, nos mostramos más optimistas sobre las perspectivas para el mercado.

Creemos que estamos obteniendo una buena compensación con rentabilidad potencial por el riesgo de la inversión. Cabe destacar que, con los actuales niveles de diferenciales, los mercados están compensando a los inversores con varios múltiplos sobre la peor situación de impagos de la historia. En consecuencia, estamos aumentando el riesgo de crédito en nuestras

carteras. Hemos reforzado la beta de las carteras desde un nivel más cercano a nuestro nivel de referencia al principio del año hasta situarlo por encima del índice.

En vista de las complicadas condiciones de liquidez, esto se ha llevado a cabo en segmentos del mercado que nos permiten acumular riesgo sin pagar un precio excesivo por ello, como el mercado de derivados de crédito y, más recientemente, nuevas emisiones a precios interesantes (por ejemplo, P&G, Microsoft, Intel y AB InBev).

Resumen sobre la rentabilidad

En términos generales, las carteras IG *long-only* europeas e internacionales se han comportado bien por los motivos expuestos más arriba.

Entre los segmentos con una rentabilidad más deslucida se encuentran nuestras estrategias a corto plazo del Reino Unido. Dadas las características específicas de este mercado (incluido el efecto de la tendencia del valor del bono hacia su valor nominal o «pull to par»), solemos asumir elevados niveles de riesgo crediticio. El crédito a corto plazo también reveló un comportamiento carente de lustre en términos ajustados al riesgo, ya que los inversores buscaban liquidez. Las medidas políticas adoptadas por la Fed estadounidense están dirigidas deliberadamente a la deuda a más corto plazo, por lo que esta tendencia se ha invertido ligeramente y creemos que mantendrá ese rumbo a medida que entramos en el segundo trimestre.

Por lo que respecta a las estrategias de rentabilidad absoluta, han atravesado un periodo complicado. Iniciamos el año habiendo rebajado el riesgo de las carteras a alrededor de la mitad del riesgo crediticio de nuestro universo de inversión. Tuvimos que operar en un contexto definido por una rentabilidad total del segmento IG situada alrededor del -12% y una rentabilidad total del alto rendimiento europeo en un nivel de aproximadamente el -14% en el conjunto del trimestre.

Nota: datos exactos a 31 de marzo de 2020, a menos que se indique otra cosa. Fuente: Bloomberg.



Información importante: Exclusivamente para uso de inversores profesionales y/o cualificados (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). La fuente de los datos y la información es Bloomberg, a menos que se indique lo contrario. Las rentabilidades pasadas no son indicativas de los resultados futuros. El valor de las inversiones y de los ingresos no está garantizado y puede tanto aumentar como disminuir; dicho valor puede verse afectado por las fluctuaciones de los tipos de cambio. Esto significa que un inversor podría no recuperar el importe invertido. Su capital está sujeto a riesgos. El presente documento tiene carácter meramente informativo y no debe considerarse como una oferta o una invitación para realizar una oferta de compra o venta de cualquier título u otro instrumento financiero, ni para prestar asesoramiento o servicios de inversión. La referencia a acciones o bonos específicos no debe interpretarse como recomendación de negociación. El análisis incluido en este documento ha sido elaborado por Columbia Threadneedle Investments para sus propias actividades de gestión de inversiones, puede haber servido de base para la toma de decisiones antes de su publicación y su disponibilidad tiene carácter accesorio. Todas las opiniones formuladas en el presente documento son válidas en la fecha de publicación, pueden sufrir cambios sin previo aviso y no deben ser consideradas como asesoramiento de inversión. La información obtenida de fuentes externas se estima fidedigna, si bien su precisión o integridad no pueden garantizarse. Este material incluye declaraciones sobre perspectivas futuras, incluidas previsiones de las condiciones financieras y económicas futuras. Ni Columbia Threadneedle Investments ni sus consejeros, directivos o empleados ofrecen garantía alguna de que dichas declaraciones sobre perspectivas futuras vayan a resultar acertadas. Este material lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). La información contenida en este documento no constituye asesoramiento financiero alguno, y está dirigida exclusivamente a personas con el conocimiento adecuado en materia de inversión, que satisfagan los criterios normativos para ser considerados Clientes Profesionales o Contrapartes de Mercado; ninguna otra persona deberá actuar sobre la base de esta información.

Columbia Threadneedle Investments es el nombre comercial en todo el mundo del grupo de sociedades Columbia y Threadneedle.