

Crédito con calificación *investment grade*: ¿hasta qué punto son baratos los diferenciales de crédito?

Los mercados de riesgo en general y el crédito con calificación *investment grade* (IG) en concreto han registrado uno de los peores periodos de rentabilidad entre mediados de febrero y finales de marzo. Esto se debió a la crisis de la COVID-19, tanto por la velocidad como por el alcance de la propagación de la infección

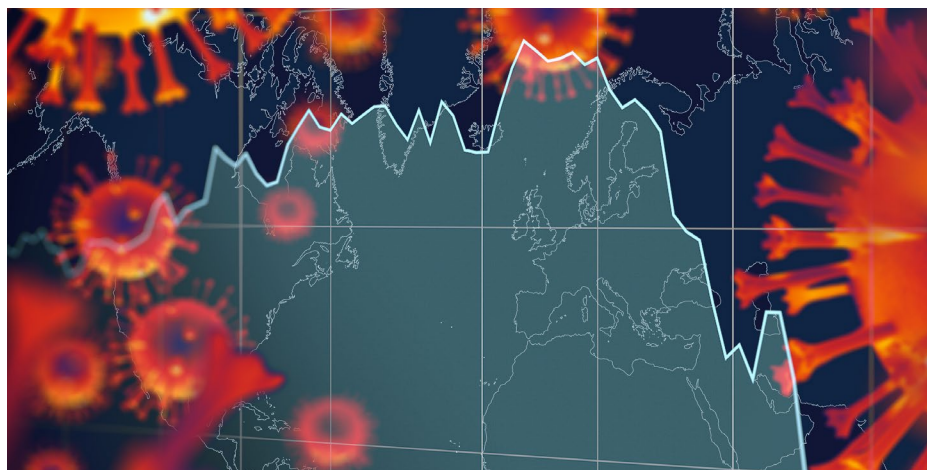
Christopher Hult, Gestor de Carteras - Renta Fija

En particular, los bonos mundiales IG pasaron de cotizar con un diferencial respecto a la deuda pública de 100 a 340 puntos básicos (p.b.) en lo que se ha revelado la espiral de ventas más rápida jamás observada en el crédito IG. También se registraron los diferenciales más amplios desde la crisis financiera mundial en 2008, cuando rozaron los 500 p.b.¹

La rentabilidad relativa de marzo fue del -9%,² un dato más deslucido que el -6% y el -5% registrado en septiembre y octubre de 2008 durante la crisis financiera mundial.³ A un nivel de 340 p.b., los diferenciales del crédito mundial IG presentaban una ampliación de en torno a unas tres desviaciones típicas con respecto a su media a largo plazo de 130 p.b. En abril, los diferenciales redujeron parte de dicha ampliación y se sitúan ahora a 1,2 desviaciones típicas con respecto a su media a largo plazo.

Las preguntas que necesitaban respuesta

La ampliación de los diferenciales planteó una serie de interrogantes: ¿son los mercados de crédito lo suficientemente baratos como para justificar un aumento del riesgo de la cartera? En caso afirmativo, ¿qué proporción de nuestro presupuesto de riesgo deberíamos utilizar? ¿Es esta la gran oportunidad que se



presenta solo una vez en toda una década para añadir riesgo (lo que en béisbol sería «un lanzamiento perfecto» o «fat pitch»)?

Partiendo de nuestro enfoque fundamental de tipo ascendente (*bottom-up*), la respuesta comienza con una evaluación de los fundamentales corporativos para poder determinar realmente si las valoraciones compensan con creces los riesgos o no. Sin duda alguna, los mercados se han abaratao sustancialmente, aunque tampoco cabe duda de que afrontamos una situación sin precedentes, en la que muchos sectores se encuentran paralizados, poblaciones

enteras se hallan en cuarentena y las tasas de desempleo se han visto enormemente afectadas. Por ejemplo, el dato de empleo en sectores no agrícolas publicado la semana pasada mostraba que casi toda la creación de empleo registrada en Estados Unidos desde 2009 se ha revertido, con una pérdida cercana a 21 millones de empleos en dos meses.

La respuesta a la crisis

En el arranque de 2020, nuestra evaluación del ciclo de crédito era «prudente». Esta postura se basaba en el creciente énfasis en la remuneración de los accionistas, el elevado

- ▶ apalancamiento, el endurecimiento de las condiciones financieras (aunque Europa fue la excepción con el programa de expansión cuantitativa del BCE) y unas valoraciones que solo se acercaban a su media a largo plazo (o incluso se situaban por debajo de dicha media).

Hoy en día, el mundo tiene un aspecto muy diferente. Los bancos centrales y los gobiernos se han saltado las normas y se han embarcado en programas revolucionarios para prevenir impagos. Los mecanismos de los bancos centrales están aportando una liquidez casi ilimitada al sistema financiero, mientras que el respaldo fiscal sin precedentes se ha ofrecido tanto a empresas como a hogares para evitar un derrumbamiento económico y permitir que la economía se recupere de las perturbaciones ligadas a la pandemia. Este esfuerzo es significativo. Por lo tanto, hemos incrementado nuestra evaluación del entorno técnico a «favorable».

Contexto económico negativo, salud corporativa en deterioro

No obstante, nuestra evaluación de las perspectivas económicas se ha reducido a «negativa». En nuestra opinión, resulta inevitable que se produzca una profunda recesión mundial. Los datos preliminares del índice PMI (sentimiento empresarial), así como las cifras de empleo en Estados Unidos parecen especialmente alarmantes, y los beneficios del primer trimestre subrayan la brusca caída de los ingresos en toda la economía. Nuestro escenario central apunta a una recuperación en forma de «U», en la que el retorno a los niveles de crecimiento de 2019 después de un 2020 sumamente negativo tardará 10 trimestres.

En cuanto al mundo corporativo, mostrábamos una opinión desfavorable con respecto a los fundamentales a comienzos de año, y esa evaluación es ahora peor. Al principio, el apalancamiento se situaba en cotas elevadas, y nos preocupaba que los balances empresariales se vieran debilitados por unas eventuales perturbaciones económicas. Las respuestas de los bancos centrales y los gobiernos para aportar liquidez y respaldar la economía no tienen precedente, pero el hecho de que el apoyo adquiera la forma de préstamos significa que la mayor parte de las empresas están asumiendo aún más deuda en un momento en el que sus ingresos caen en picado.

En consecuencia, asistiremos a buen seguro a un aumento del apalancamiento en nuestro mercado. Ciertamente, los reducidos tipos de interés permiten que el servicio de esta deuda resulte manejable, aunque la cuestión sigue siendo que las empresas que ya presentaban un elevado apalancamiento tienen que pedir aún más

préstamos para apuntalar sus balances con el fin de capear la tormenta y evitar la bancarrota. Las medidas han sido concebidas para prevenir una avalancha de impagos, lo que es positivo, pero, en nuestra opinión, resulta probable que la calidad de los balances corporativos se vea considerablemente debilitada. El mercado IG ha estado dominado por las compañías con calificación A, pero nos inclinamos a pensar cada vez más que la calidad global de este universo probablemente se reducirá a BBB. En efecto, ya hemos sido testigos de rebajas de calificación por parte de las agencias de calificación crediticia.

¿Se paga demasiado por los riesgos?

El universo mundial IG ha recibido una calificación media de A desde el año 2000, con un apalancamiento neto de en torno a 1,2 veces en Estados Unidos y de 2,3 veces en Europa. Los valores BBB dentro de ese universo presentaban, en promedio, un apalancamiento neto de alrededor de 2 veces en Estados Unidos y de 2,6 veces en Europa. Cuando agregamos las expectativas ascendentes de nuestros analistas en nuestro escenario bajista de la COVID-19, prevemos un aumento del apalancamiento neto desde 1,7 veces a 2,2 veces en el mercado IG de Estados Unidos y mayor en el mercado IG en euros.

Así pues, en un escenario de tensión, anticipamos que el apalancamiento neto en el universo mundial IG aumentará hasta niveles más acordes con las emisiones corporativas BBB. Con el fin de tener en cuenta el posible deterioro crediticio y determinar lo que ya se descuenta en los precios, comparamos el universo mundial IG con la trayectoria del índice BBB.

El mercado mundial IG cerró el mes de abril con unos diferenciales en 209 p.b., es decir, a 1,2 desviaciones típicas con respecto a su propia media a largo plazo de 130 p.b., pero tan solo a 0,2 desviaciones típicas con respecto a la media a largo plazo de los valores BBB de 190 p.b. No cabe duda de que se trata de un escenario bajista bastante tensionado, y no representa nuestra hipótesis central, si bien ayuda a nuestra evaluación de asunción de riesgos. Los diferenciales son claramente baratos, al situarse en niveles alejados de la media de los bonos BBB, pero tal vez no ofrecen una oportunidad «de toda una vida», dado el alcance del posible deterioro de los fundamentales de los prestatarios.

¿Qué cambios hemos introducido en nuestras carteras?

Incrementamos el perfil de riesgo de nuestros fondos a finales de marzo desde un nivel aproximadamente neutral hasta en torno al 75% de nuestro presupuesto de riesgo,⁴ principalmente a través de

“ Los bancos centrales y los gobiernos se han embarcado en programas revolucionarios para prevenir impagos ... con inyecciones de liquidez casi ilimitadas en el sistema financiero

una mayor exposición a los sectores defensivos que, en nuestra opinión, capearán la crisis y, en algunos casos, saldrán reforzados.

Hemos ampliado las apuestas por las compañías tecnológicas, de servicios públicos y bebidas, así como por los bienes de consumo básico, y hemos rotado dentro del sector bancario para favorecer las entidades radicadas en países con una sólida posición fiscal.

Puede que los equipos directivos den prioridad al reembolso de la deuda en la era posterior a la COVID-19, pero, por ahora, seguimos reforzando nuestra exposición a través de sectores relativamente defensivos y nos sentimos cómodos con nuestra sobreponderación en el riesgo de crédito, aunque no creemos que las valoraciones sean lo suficientemente baratas como para justificar un uso completo del presupuesto de riesgo.

¹ ICE BofA Global Corporate Index, 31 de marzo de 2020.

² El rendimiento relativo de un bono corporativo en comparación con un bono del gobierno de duración equivalente.

³ Bloomberg, 10 de abril de 2020.

⁴ Esto es, estamos un 75% del camino entre el riesgo normal y máximo.

Si desea más información, visite
COLUMBIATHREADNEEDLE.COM



Información importante: Exclusivamente para uso de inversores profesionales y/o cualificados (no debe entregarse a clientes particulares ni emplearse con ellos). Las rentabilidades pasadas no son indicativas de los resultados futuros. Su capital está sujeto a riesgos. 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. Este documento no constituye asesoramiento sobre inversiones de tipo jurídico, fiscal o contable por lo que respecta a la inversión con Columbia Threadneedle Investments. Se recomienda a los inversores que consulten a sus propios asesores profesionales sobre cuestiones relacionadas con las inversiones o de tipo jurídico, fiscal o contable por lo que respecta a la inversión con Columbia Threadneedle Investments. 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. Este documento 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. La información obtenida de fuentes externas se estima fidedigna, si bien su precisión o integridad no pueden garantizarse. Publicado por Threadneedle Asset Management Limited. Sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 573204, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG, Reino Unido. Autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). Este material lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). Para distribuidores: Este documento ha sido concebido para ofrecer a los distribuidores información sobre los productos y servicios del Grupo y no está destinado a su posterior divulgación. Para clientes institucionales: 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.
columbiathreadneedle.com

Publicado en abril de 2020 | Válido hasta octubre de 2020 | J30564 | 3042631