



Renta fija: de la recuperación a la expansión

Gene Tannuzzo, Director Global de Renta Fija

En 2022, creemos que el relato del mercado pasará a la fase tradicional de expansión del ciclo económico. A continuación, le explicamos lo que esto supone para los inversores en renta fija.

Obstáculos monetarios

A lo largo de 2021, la mano invisible de la política monetaria global de carácter acomodaticio sostuvo los mercados financieros. Sin embargo, las perspectivas para 2022 se revelan bastante diferentes. Ya hemos visto a los bancos centrales reducir las compras de activos y cabe esperar un escenario muy diferente para los tipos de interés a corto plazo, con previsibles subidas de tipos por parte de la mayoría de los principales bancos centrales. Este menor apoyo monetario, junto con unas valoraciones iniciales elevadas, justifica un enfoque más selectivo en el ámbito de la renta fija en 2022.

El potencial de las estrellas

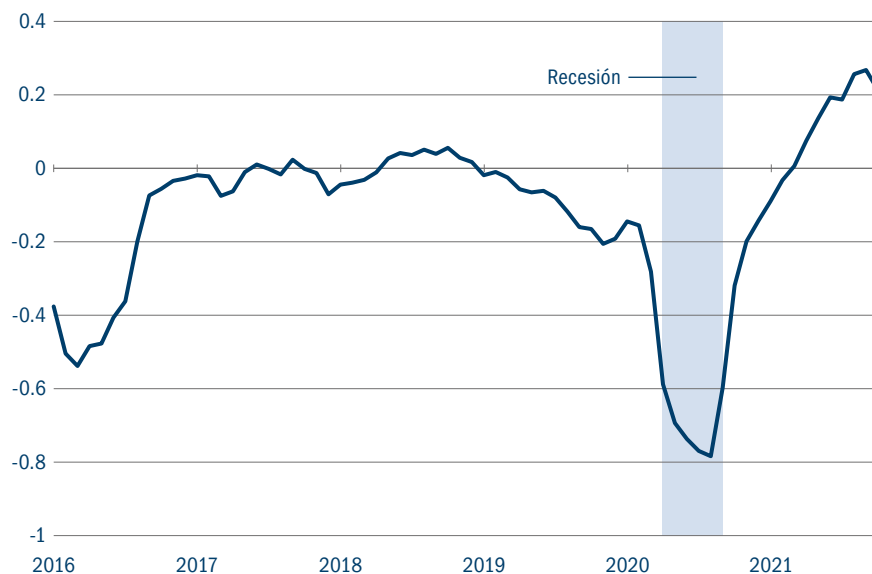
Durante las recesiones, es normal que las agencias de calificación revisen a la baja la calificación de las empresas cuyo sino económico comienza a ser menos benévolo. Durante la pandemia, los «ángeles caídos» marcaron un nivel histórico: 184.000 millones de dólares de deuda corporativa perdieron su condición de *investment grade*.¹ El contundente control de los costes, los gastos de capital, los dividendos, las recompras de acciones y las estructuras de capital contribuyeron a estabilizar los saldos de caja de las empresas. A medida que la demanda iba volviendo sin cesar, los márgenes de beneficio y el flujo de caja libre crecieron con rapidez, lo que permitió a las empresas rebajar su deuda y mejorar su calidad crediticia. A nuestro parecer, 2022 será un año excelente para las grandes promesas o «rising stars», a medida que muchas empresas de





alto rendimiento alcancen la calificación *investment grade* (gráfico 1). En un entorno de subidas de precios aparentemente limitada, los candidatos a grandes promesas podrían suponer una oportunidad de ganancias poco habitual. Las primas de riesgo entre los bonos con calificación BB- y BBB siguen ofreciendo valor y los precios podrían repuntar conforme los inversores anticipen unas calificaciones más elevadas. Ahora bien, se requiere un análisis del crédito fundamental específico para encontrar ejemplos de crédito favorables antes de que las agencias de calificación pasen a la acción.

Gráfico 1: grandes promesas: las mejoras del crédito de las empresas de alto rendimiento superan las revisiones a la baja posteriores a la recesión



Fuente: Bank of America/Macrobond, octubre de 2021. Tasas de migración del crédito de alto rendimiento: mejoras netas de los seis últimos meses como porcentaje del valor de mercado, del 1 de enero de 2016 al 31 de octubre de 2021.

Beneficios fuera de los índices de referencia

La ola de liquidez provocada por la COVID-19 empujó a los inversores a volver a los mercados financieros a nivel mundial y situó las valoraciones en niveles históricamente elevados en la mayoría de los mercados de bonos líquidos. Los bonos menos líquidos, menos seguidos o menos referenciados fueron excepciones destacadas, especialmente en el caso del crédito estructurado y los bonos municipales. Casi el 40% de los bonos de titulización hipotecaria y de titulización de activos no están incluidos en ningún índice de referencia, incluida la mayoría de las oportunidades de mayor rendimiento en ese universo. Esa misma dinámica se produce en el ámbito de los bonos municipales, donde el alto nivel de fragmentación, el pequeño tamaño de las emisiones y la frecuente ausencia de calificaciones de crédito desembocan en que los índices de referencia de los bonos municipales no incluyan gran parte del conjunto de oportunidades. En todos los casos, una estrategia activa basada en el análisis puede conformar la relación de riesgo y remuneración en estas áreas para generar mayores ingresos y perspectivas de rentabilidad que las alternativas pasivas.

De la recuperación a la expansión

En 2022, creemos que el relato del mercado pasará del «susto y estupor» de la pandemia a la fase tradicional de expansión del ciclo económico. En esta fase, a los inversores en deuda no les beneficia tanto tener riesgo de mercado genérico, ya que los bancos centrales se dirigen hacia las puertas de salida. Un enfoque activo mucho más específico, centrado en la mejora de los balances de las empresas y los consumidores debería traer consigo mejores resultados en 2022.





Macro/Deuda pública 2021-2022

Adrian Hilton,
Director de Tipos Mundiales y Divisas

2021 será recordado como un año en el que la palabra «transitorio» se utilizó más a menudo de lo normal. Por lo que respecta concretamente al mercado, se refiere a la batalla entre las expectativas de inflación al alza y la idea de que los excesivos niveles actuales de subidas de precios se reequilibrarán el año que viene, una vez que se dejen atrás factores transitorios como la reapertura de la economía, las carencias de la cadena de suministro (tanto de mano de obra como de capital) y el encarecimiento de la energía.

Por consiguiente, ha sido un año difícil para la deuda pública de los países centrales. Los rendimientos y las expectativas de inflación aumentaron durante buena parte del año y los rendimientos revelaron un signo negativo. Al mismo tiempo, el discurso de los bancos centrales optó por un sesgo acomodaticia, aunque fracasó en muchas ocasiones en su intento por granjear la confianza o el apoyo del mercado. Nuestra propia visión de un crecimiento, una inflación y unos rendimientos de los bonos más bajos durante más tiempo fue puesta en entredicho, lo que hizo que fuese un año más difícil para nuestros fondos en algunos momentos.

¿Cuáles son las perspectivas? Creemos que existen pocas probabilidades que se repita esta suerte extraordinaria de presión inflacionista y que no habrá aumentos salariales sostenibles. Así pues, el crecimiento negativo de los salarios reales, los obstáculos fiscales —especialmente en el Reino Unido— y el endurecimiento de la política monetaria representarán un menoscabo marginal para las economías tras el fuerte rebote de este año.

Los mercados de deuda pública deberían sentirse reconfortados por ello, por lo que nuestra previsión principal estriba en unas rentabilidades mejores en 2022 que en 2021.



Investment Grade 2021-2022

Alasdair Ross,
Director de Crédito con Calificación «Investment Grade», EMEA

Para los mercados de crédito *investment grade*, 2021 se recordará mejor como un año de baja volatilidad de los diferenciales, lo que contrasta significativamente con los doce meses anteriores. Los diferenciales mundiales del segmento *investment grade* se movieron en una horquilla de unos 20 p.b. desde enero de 2021 hasta mediados de noviembre de 2021, mientras que en 2020 la horquilla fue mucho más amplia, de más de 240 p.b.

Este nivel tan bajo de volatilidad y dispersión genera un entorno más complejo para la gestión activa, y aunque la mayoría de nuestros fondos han cosechado una rentabilidad superior este año, esa rentabilidad superior es menor que la del año pasado.

¿Cuáles son las perspectivas para el año que viene? Tenemos una perspectiva bastante neutral con respecto al nivel de los diferenciales. Esto refleja el equilibrio entre unos fundamentales positivos y unas caras valoraciones. Concretamente, aunque las condiciones políticas parecen moverse lentamente en la «dirección equivocada», los actuales tipos de interés bajos y/o negativos y los supuestos niveles futuros seguirán propiciando un contexto positivo para el mercado.

En segundo lugar, puede que la economía mundial se esté ralentizando un poco, pero para el crédito *investment grade* un entorno de crecimiento bajo pero positivo, «ni muy frío, ni muy caliente», es ideal. Genera una atmósfera que ayuda a frenar los excesivos espíritus animales en los consejos de administración, a la par que no crea un riesgo de revisiones a la baja importantes o algo peor. La calidad del crédito corporativo también avanza en la dirección correcta y esperamos que, cuando acabe este año, los indicadores clave vuelvan a situarse al nivel en el que se encontraban a finales de 2019.





Por último, seguimos creyendo que habrá demanda de clases de activos generadoras de ingresos que presentan un menor riesgo, como el crédito *investment grade*, en un momento de menores emisiones nuevas y de compras continuas de los bancos centrales en Europa.

Entonces, ¿por qué no somos más alcistas? El problema son las valoraciones o los diferenciales. El nivel actual de los diferenciales de crédito se revela muy superior a las medias a más corto plazo (cinco años) y a más largo plazo (20 años) y algo más de 0,5 desviaciones típicas con respecto a este último.



Alto rendimiento 2021-2022
Roman Gaiser,
Director de Alto Rendimiento de EMEA

Para los mercados de crédito de alto rendimiento europeos, 2021 se recordará como el año en que mejoró la calidad de crédito tanto por el retorno de las grandes promesas como por la caída de las expectativas de impago a niveles inferiores al 1%. Esto contrasta de manera considerable con el año 2020, en el que el tamaño del mercado y la calidad de crédito aumentaron debido al número y tipo de emisores que se incorporaron como «ángeles caídos» al universo del alto rendimiento europeo y las expectativas de impago rozaron niveles de dos dígitos.

Los diferenciales del alto rendimiento europeo han hecho un viaje de ida y vuelta, de 100 p.b., en los últimos doce meses, marcando mínimos a mediados de septiembre. Los diferenciales de crédito volvieron a descender a los niveles de antes de la COVID-19, espoleados por la mejora de los fundamentales empresariales y la positiva evolución de las calificaciones de crédito. Esto redujo las expectativas de impago, ya que los bancos centrales siguieron fieles a los tipos «más bajos durante más tiempo», lo que supuso un buen apoyo para la clase de activos.

¿Y el año que viene qué? Las perspectivas del alto rendimiento europeo siguen sustentadas por unas perspectivas de crecimiento positivas y la mejora de los fundamentales empresariales. El creciente número de casos de COVID-19, así como los recientes acontecimientos relacionados con la variante ómicron, vienen a recordarnos el riesgo. Sin embargo, los esfuerzos por evitar los confinamientos para apoyar la mejora del entorno económico siguen siendo un objetivo clave de la mayoría de los gobiernos. Los aspectos técnicos del mercado parecen equilibrados: la preocupación por la inflación ligada a la escasez de oferta y de mano de obra, así como los problemas logísticos, ejercen presión sobre las curvas de tipos de la deuda pública, y los bancos centrales parecen alejarse de la política monetaria flexible.

Pero el apetito de ingresos y activos de mayor rendimiento sigue siendo bueno y los nuevos emisores que recurren al mercado ofrecen oportunidades. Con unos diferenciales ahora casi 100 p.b. por encima de los mínimos de 2021 y de vuelta a los niveles de hace doce meses, las valoraciones parecen razonables, a pesar del reciente aumento de la incertidumbre. Las expectativas de una recuperación económica tras la pandemia parecen descontadas, mientras que la inquietud por los impagos ha caído a mínimos históricos. Con las primas de riesgo rozando mínimos históricos, preocupa en cierto modo que la volatilidad imprevista ofrezca una compensación limitada. Aun así, con un repunte de la rentabilidad y una duración moderada, el mercado del alto rendimiento europeo ofrece oportunidades.



Si desea más información, visite
columbiathreadneedle.es



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). Este documento contiene información publicitaria.

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, incluyendo 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.

En Australia: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [«TIS»], ARBN 600 027 414. TIS está exenta del requisito de contar con una licencia australiana de servicios financieros en virtud de la Ley australiana de sociedades (*Corporations Act*) y se fundamenta en lo dispuesto por la normativa Class Order 03/1102 relativa a la prestación de servicios financieros y de comercialización a los clientes mayoristas australianos, tal y como se define este término en la sección 761G de la Ley de sociedades de 2001. TIS está regulada en Singapur (número de registro: 201101559W) por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289), que difiere de la legislación australiana.

En Singapur: Publicado por Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapur 239519, entidad regulada en Singapur por la Autoridad Monetaria de Singapur (Monetary Authority of Singapore) de conformidad con la Ley de valores y futuros (*Securities and Futures Act*) (Capítulo 289). Número de registro: 201101559W. Este documento no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur.

En Hong Kong: Publicado por Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, firma autorizada por la Comisión de Valores Mobiliarios y Futuros de Hong Kong («SFC») para desarrollar actividades reguladas incluidas en el epígrafe 1 (CE:AQA779). Sociedad registrada en Hong Kong conforme a la Ordenanza de Sociedades (Capítulo 622) con el n.º 1173058.

Publicado **en el Reino Unido** por Threadneedle Asset Management Limited, sociedad registrada en Inglaterra y Gales con el n.º 573204. Domicilio social: Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG. Autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA).

En elEEE: Publicado por Threadneedle Management Luxembourg S.A. Sociedad inscrita en el Registro Mercantil de Luxemburgo (R.C.S.) con el número B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo.

En Oriente Próximo: este documento lo distribuye Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, sociedad regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái (DFSA). 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. 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.

En Suiza: 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). Publicado por Threadneedle Portfolio Services AG, domicilio social: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Suiza.

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

Publicado en diciembre de 2021 | Válido hasta junio de 2022 | J32025 | 3948015