

Perspectivas del mercado de renta fija: un punto de partida diferente en 2023

Equipo de Renta Fija Cotizada de M&G

Enero de 2023

- Los mercados de renta fija experimentaron una de las caídas más pronunciadas de su historia en 2022, pues una inflación persistentemente elevada y una serie de subidas de los tipos de interés impulsaron las rentabilidades al vencimiento (TIR) de la deuda soberana hasta sus mayores niveles en más de una década.
- Tras estos movimientos sin precedentes, creemos que los inversores en renta fija afrontan 2023 desde un punto de partida mucho mejor, y que las TIR actuales parecen atractivas ahora que la inflación comienza a calmarse.
- Detectamos valoraciones especialmente interesantes en deuda corporativa con grado de inversión, que en nuestra opinión ofrece cualidades de diversificación intrínsecas y es una fuente de solidez durante condiciones de mercado inciertas.

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. Los puntos de vista expresados en este documento no deben considerarse como una recomendación, asesoramiento o previsión.

Un punto de partida diferente para la renta fija

Los mercados de renta fija experimentaron una de las caídas más pronunciadas de su historia en 2022, pues los temores en torno a una inflación persistentemente elevada condujeron a un agresivo endurecimiento de la política monetaria en forma de varias subidas de los tipos de interés. La inflación se avivó aún más tras la invasión rusa de Ucrania, lo que hizo que los precios de la energía y los alimentos se dispararan, al tiempo que ejerció más presión si cabe sobre muchas economías del universo emergente.

La renta fija ofreció pocos sitios donde esconderse, ya que las rentabilidades al vencimiento (TIR) de la deuda soberana subieron hasta sus mayores niveles en más de una década. Las valoraciones del crédito también se vieron fuertemente presionadas, cuando los inversores comenzaron a tener en cuenta el impacto de la ralentización del crecimiento económico y de los mayores costes de financiación sobre los beneficios corporativos. De este modo, los bonos corporativos con grado de inversión se vieron golpeados por una combinación de mayores diferenciales de crédito y una mayor tasa «libre de riesgo», pues las TIR alcanzaron sus mayores niveles en más de una década (gráfico 1).

No obstante, dada la escala de estos movimientos, creemos que los inversores en renta fija afrontan 2023 desde un punto de partida mucho mejor. Sin perder de vista los retos a los que se enfrenta la economía mundial, creemos que los fundamentales corporativos siguen siendo sólidos y que las TIR actuales parecen atractivas a

medio plazo. También prevemos un descenso de la inflación a lo largo de 2023, gracias a una combinación de ralentización del crecimiento, abaratamiento de los bienes y efectos de base favorables. Tras un año durísimo para la renta fija, creemos que esto permitirá a los bancos centrales relajar su ritmo de subidas de tipos, lo cual podría proporcionar un impulso muy bienvenido a los mercados de deuda.

Gráfico 1. TIR de la deuda a lo largo del tiempo: rentabilidad al vencimiento del bono USD con grado de inversión a 5 años



Fuente: Bloomberg, 28 de noviembre de 2022.

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

Es momento de volver a considerar la deuda corporativa

Creemos que el crédito vuelve a ofrecer un valor atractivo, y que ahora remunera adecuadamente a los inversores por el riesgo que conlleva. Si bien cabe esperar volatilidad inmediata, pensamos que la clase de activos

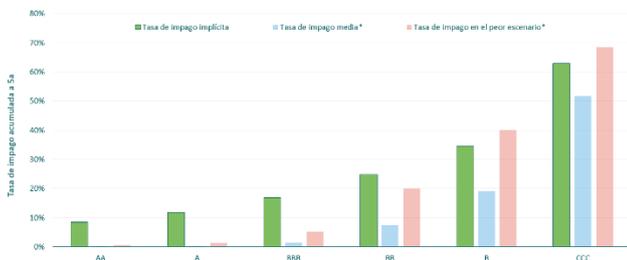
ofrece una dinámica de riesgo/rentabilidad interesante a largo plazo. La expectativa es que los impagos permanecerán bajos debido a fundamentales corporativos sólidos y balances saneados, al tiempo que muchas compañías han aprovechado para refinanciar su deuda de cara a los próximos años a muy buen precio.

En nuestra opinión, los mercados descuentan gran parte de las malas noticias: los diferenciales de crédito reflejan una tasa de impago implícita muy superior no solo a las tasas medias, sino también a las correspondientes al peor escenario (gráfico 2). Por ejemplo, la deuda corporativa con calificación BBB descuenta una tasa de impago acumulada a 5 años del 16,9%, frente a una tasa media del 1,5% y del 5,1% en el peor escenario (a 31 de octubre de 2022).

Pensamos que las valoraciones actuales reflejan un panorama de impagos demasiado pesimista, y hemos aprovechado para añadir riesgo de crédito en muchos de nuestros fondos. No obstante, el entorno económico incierto obliga a mantener un enfoque selectivo. En general, nos inclinamos por emisores más defensivos y de mayor calidad, en sectores que deberían mostrar más solidez de materializarse un escenario más recesivo. Al mismo tiempo, áreas más especulativas (como la deuda high yield con calificación CCC) nos inspiran mucha más cautela, al anticipar que los impagos podrían subir de forma bastante significativa.

Otra tendencia notable es la dispersión considerable de los diferenciales en los mercados de deuda corporativa: bonos con la misma calidad crediticia cotizan a un diferencial distinto respecto a los mercados de deuda soberana. Creemos que esta dispersión podría aumentar más si cabe al acercarnos a un giro en la política de la Fed, y esto podría ser una excelente fuente de oportunidades para gestoras activas capaces de identificar bonos con cotizaciones anómalas a través de un análisis crediticio exhaustivo.

Gráfico 2. Tasas de impago implícitas e históricas



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

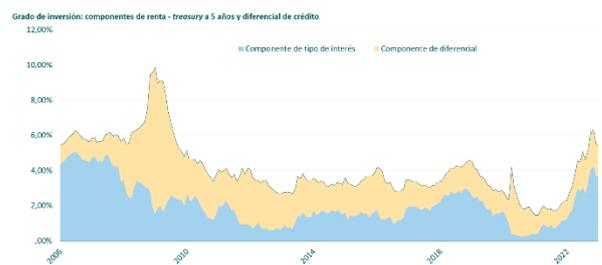
Grado de inversión: cualidades de diversificación intrínsecas

Al brindar exposición tanto a los tipos de interés como al crédito, creemos que los bonos corporativos ofrecen cualidades de diversificación intrínsecas y pueden aportar solidez en condiciones de mercado inciertas. Aunque 2022 fue una excepción, los diferenciales de crédito y los tipos de interés suelen moverse en dirección opuesta entre sí, y pensamos que esta correlación inversa puede proporcionar un valioso amortiguador frente a movimientos adversos en los mercados.

Por ejemplo, si bien cabe esperar un ensanchamiento de los diferenciales durante un periodo recesivo (al deteriorarse los fundamentales corporativos), ello podría verse contrarrestado por una caída de las TIR de la deuda soberana si los mercados anticipan un recorte de los tipos de interés para impulsar el crecimiento. Creemos que estos componentes separados de tipo de interés y diferencial pueden proporcionar una fuente de rentabilidad más diversificada a lo largo del ciclo económico (gráfico 3).

Además, a diferencia de la última etapa de 2020 (cuando los diferenciales de crédito se dispararon mientras las TIR de la deuda soberana se desplomaron), los bonos con grado de inversión proporcionan actualmente una combinación equilibrada de exposición al crédito y a los tipos de interés, que en nuestra opinión debería proporcionar una resiliencia considerable de cara al próximo periodo de ralentización del crecimiento global.

Gráfico 3. Grado de inversión: componentes de renta - treasury a 5 años y diferencial de crédito



Fuente: Bloomberg, 22 de diciembre de 2022.

High yield: su renta atractiva ayuda a amortiguar el riesgo de caídas

A cierre de noviembre, los diferenciales de la deuda high yield global se hallaban en 508 puntos básicos, un nivel que en nuestra opinión descontaba gran parte de las malas noticias económicas y era un punto de entrada bastante atractivo a la clase de activos. Aunque una recesión global tal vez es inevitable, creemos que será menos grave de lo que indican los diferenciales high yield.

A su nivel actual, reflejan una tasa de impago a cinco años de en torno al 30%, un porcentaje que supera nuestras expectativas y sería tan extremo como el peor de los escenarios de impago a nivel histórico (gráfico 4). Los fundamentales corporativos nos parecen por lo general sólidos, y nuestra expectativa es que los ingresos de las empresas harán gala de robustez. El apalancamiento en la clase de activos permanece relativamente moderado: muchas compañías han aprovechado para reducir su endeudamiento o ampliar el vencimiento de su deuda tras la pandemia, lo cual debería reducir significativamente el riesgo de refinanciación.

Gráfico 4. Tasas de impago acumuladas a 5 años en el segmento high yield



Fuente: Deutsche Bank, Moody's Research, 30 de septiembre de 2022 (datos disponibles más recientes). Calculado mediante el índice CDX HY asumiendo una tasa de recuperación del 30%.

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

A nivel sectorial, los bancos son una de nuestras áreas preferidas hoy en día, pues consideramos que ofrecen fundamentales sólidos y valoraciones atractivas. Creemos que las entidades se hallan en una forma mucho mejor que en 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.

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
Enero 2023

Oportunidades selectivas en los mercados emergentes

Otra área en la que vemos valor atractivo a medio plazo es el universo emergente, aunque invertir en ella requiere un enfoque muy selectivo. La deuda de mercados emergentes ha sufrido retrocesos significativos este año, y ahora cotiza en niveles de TIR muy elevados. La apreciación implacable del dólar frente a otras divisas ha supuesto un claro obstáculo para la clase de activos, pero pensamos que la mayor parte de este *rally* ya se ha producido y anticipamos que se suavizará en adelante debido al deterioro del déficit comercial estadounidense.

Algunos de los países emergentes más grandes muestran mejores fundamentales que en 2013, con superávits por cuenta corriente, menores déficits presupuestarios, mayores reservas de moneda extranjera y monedas más baratas. Es más, a diferencia de ciclos de endurecimiento previos, muchos bancos centrales de este universo se han adelantado a la Fed elevando agresivamente sus tipos de interés desde 2021, lo cual ha impulsado el potencial de TIR muy atractivas disponibles para los inversores.

Aunque los distintos actores en la clase de activos tienden a verse de forma homogénea, existe una gran dispersión entre emisores emergentes, tanto en términos de valoración como de la trayectoria de crecimiento de economías individuales. Por ejemplo, muchos países latinoamericanos han permanecido relativamente aislados de los efectos de la guerra en Ucrania, y varios se han beneficiado del encarecimiento de las materias primas.

Un área en la que seguimos muy de cerca las oportunidades de riesgo/rentabilidad es la de la deuda soberana del Asia central y el Cáucaso, que fue el único rayo de luz en el sombrío panorama de PIB global publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en octubre: sus previsiones de crecimiento se revisaron significativamente al alza, en marcado contraste con las de la mayoría de las demás regiones. Para algunos países de la región, las nuevas proyecciones superan incluso las emitidas por el FMI hace un año, cuando la economía global hacía gala de mejor salud.

