

Exclusivamente para inversores profesionales.



Argumentos a favor de la gestión activa en renta fija



Analizando los argumentos a favor de la gestión activa en renta fija

El valor de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. Es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente.

Aunque las inversiones pasivas han crecido rápidamente en los últimos años, pensamos que optar por la gestión activa a la hora de invertir en renta fija ofrece ventajas cruciales. Esto es especialmente así en el clima actual, pues la incertidumbre en torno al rumbo futuro de los tipos de interés y de la inflación continúa alimentando la volatilidad en toda la clase de activos.

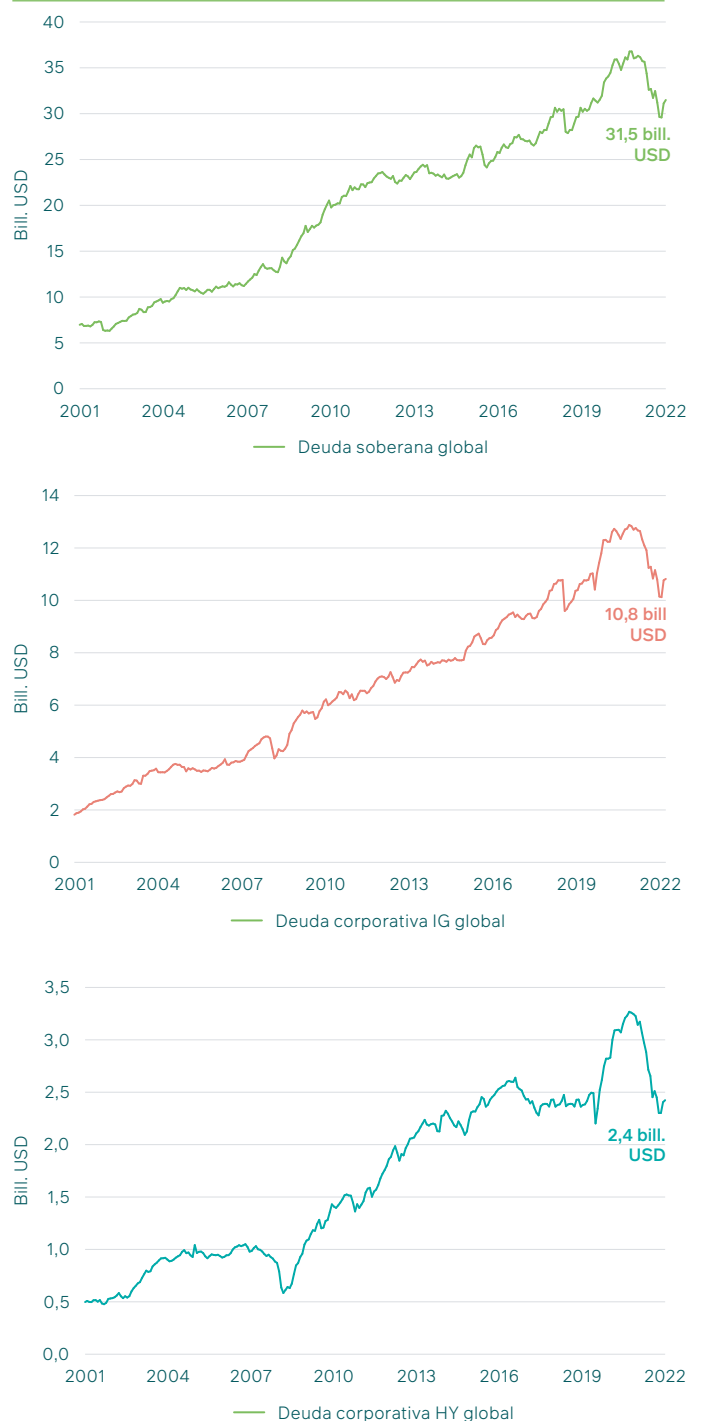
Un universo de inversión profundo, diverso y creciente

El valor añadido (o alfa) que puede generar el gestor de un fondo depende de sus capacidades y de la amplitud del conjunto de oportunidades a su disposición. Cuantas más ineficiencias existan en el mercado, más oportunidades tendrán los gestores expertos para generar rentabilidades superiores a las de un índice o un instrumento pasivo que intente reproducir su composición.

Así, es alentador constatar que el mercado de renta fija global continúa creciendo con fuerza. Su valor actual ronda los 127 billones de dólares¹, con lo que supera en más de tres veces el de la renta variable global. El mercado de renta fija ha sido un hervidero de innovación en los últimos cuarenta años, con el desarrollo de nuevas clases de activos como los bonos ligados a la inflación, las titulizaciones de activos (ABS) y la deuda high yield, entre muchas otras. Es probable que estos avances continúen, ofreciendo a las gestoras de fondos más oportunidades si cabe para generar alfa mediante un instrumental más amplio que nunca.

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

Gráfico 1. Deuda corporativa: un universo de inversión profundo, diverso y creciente



Fuente: M&G, Bloomberg, 22 de diciembre de 2022.

¹ <https://www.sifma.org/resources/research/research-quarterly-fixed-income-outstanding/>

Aunque el actual entorno de inflación y tipos de interés crecientes plantea retos claros para los inversores en renta fija, creemos que también ha creado un número significativo de oportunidades para las gestoras activas con recursos abundantes. La volatilidad tiende a crear anomalías de cotización, y actualmente observamos una dispersión de diferenciales considerable en los mercados de deuda corporativa a nivel global, tanto en emisores individuales como en distintos sectores de la economía.

Al mismo tiempo, dado el entorno económico incierto y el mayor coste del empréstito, cabe esperar un aumento de los impagos en ciertas áreas del mercado de crédito en los próximos dos o tres años. Tal desarrollo podría verse exacerbado por el endurecimiento de las condiciones de préstamo que hemos visto tras el malestar en el sector bancario estadounidense, marcado por la quiebra de varias entidades de tamaño medio en el país.

Todo esto nos lleva a pensar que la necesidad de capacidades expertas para tomar decisiones de inversión en renta fija nunca había sido tan grande como ahora. A medida que entramos en las fases finales del ciclo económico, será sumamente importante asegurar una evaluación exhaustiva del riesgo de crédito, la única manera en que los inversores pueden determinar qué remuneración deben exigir por el riesgo que asumen.



Un punto de partida mejor para las valoraciones de la renta fija

Los últimos años han sido claramente complicados para los inversores en deuda, debido al auge de la inflación y a una rápida serie de subidas del precio del dinero que han elevado la presión en casi todas las áreas del mercado de renta fija. Las pérdidas de doble dígito no han sido inusuales en 2022, y muchos bonos soberanos y ligados a la inflación con vencimientos largos han sufrido caídas superiores al 20%. La volatilidad de las cotizaciones ha continuado en la primera mitad de 2023, pues los mercados han respondido a las últimas cifras de inflación y a las declaraciones de los bancos centrales.

Aunque este ajuste ha sido doloroso, la buena noticia es que las valoraciones de los bonos han retrocedido hasta niveles mucho más atractivos. Quizá por primera vez en una década, el mercado remunera adecuadamente a los inversores por el riesgo que asumen al invertir en deuda tanto corporativa como soberana. Este es el caso en casi todas las regiones y segmentos, desde la deuda de mercados emergentes hasta el crédito europeo:

detectamos valor en toda la clase de activos. Si bien cabe esperar nuevas rachas de volatilidad en el futuro próximo, las rentabilidades a largo plazo dependen en gran medida de las TIR actuales, y en este sentido, creemos que los inversores en renta fija afrontan la segunda mitad de 2023 desde un punto de partida mucho mejor.

Este giro en las valoraciones presenta a los inversores activos una miríada de oportunidades para asegurarse rentabilidades al vencimiento (TIR) extremadamente atractivas. Desde una perspectiva fundamental, creemos que la mayoría de las empresas todavía gozan de salud, y muchas de ellas aprovecharon para refinanciar su deuda a futuro en 2020 y 2021, cuando los costes de financiación habían caído hasta mínimos históricos. A la luz de unas necesidades de refinanciación limitadas en los próximos años, creemos que los inversores reciben una buena remuneración por cualquier expectativa razonable de impago, especialmente en el segmento con grado de inversión.

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

Gráfico 2. Un punto de partida mejor para la renta fija – Evolución de la TIR real del *treasury* estadounidense a 30 años



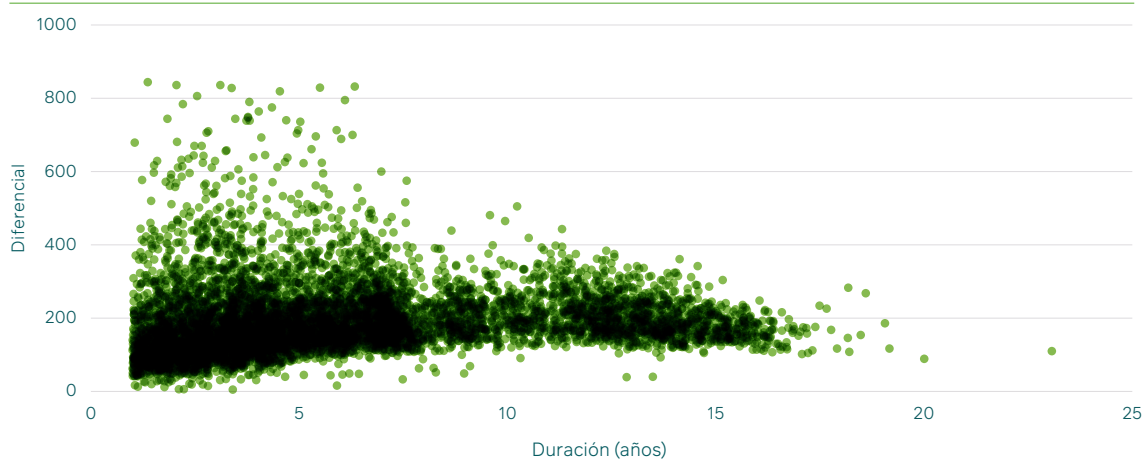
Fuente: Bloomberg, 2 de junio de 2023.

La dispersión de los diferenciales crea oportunidades para las gestoras activas

Seguimos percibiendo una dispersión considerable de los diferenciales en los mercados de deuda corporativa: bonos con la misma calidad crediticia cotizan en diferenciales distintos respecto a los mercados de deuda soberana. Estos niveles de dispersión elevados suelen darse durante periodos de volatilidad en los mercados, y tal entorno podría ser una excelente fuente de oportunidades para gestoras activas capaces de identificar títulos con cotizaciones anómalas a través de un análisis crediticio exhaustivo.

El gráfico siguiente muestra el nivel de dispersión en los bonos con calificación BBB. Pese a tener la misma calificación, estas emisiones ofrecen diferenciales de crédito muy distintos a los inversores. Mediante una evaluación cuidadosa de los riesgos, creemos que es posible descubrir oportunidades de valor en ciertos sectores del mercado y obtener un diferencial superior asumiendo el mismo nivel de riesgo de crédito. Además, un fondo de deuda con un enfoque activo puede ofrecer valor adicional gracias a sus relaciones con intermediarios y la escala a la que opera, dos factores que podrían aportar precios más favorables al ejecutar operaciones.

Gráfico 3. La dispersión de los diferenciales de crédito sigue siendo elevada – Bonos corporativos BBB globales



Fuente: M&G, Bloomberg, ICE BofA ML, 9 de junio de 2023.

Cómo las gestoras activas de renta fija pueden añadir valor

En nuestra opinión, una gestora activa de renta fija ofrece varias ventajas importantes frente a las estrategias pasivas de deuda, sobre todo durante periodos de mayor volatilidad de mercado y de dispersión significativa de los diferenciales de crédito, como el que mencionábamos.

Análisis fundamental de crédito

Pensamos que el análisis fundamental de crédito es un importante motor de rentabilidad relativa, ya que este proceso es la única manera en que un inversor puede comprender en profundidad el modelo de negocio y la situación financiera de una compañía. Con uno de los mayores equipos de analistas de crédito en toda Europa, creemos que M&G está particularmente bien situada para identificar aquellas compañías y sectores con mayores posibilidades de aportar rentabilidad en distintos escenarios económicos, incluido un bajón económico prolongado.

En el marco de su evaluación, nuestros analistas de crédito consideran todos los factores capaces de afectar a la rentabilidad financiera de una compañía, cubriendo áreas como el riesgo de negocio (administración, posición de mercado y estrategia de producto, por ejemplo), riesgo financiero (flujos de caja, endeudamiento y márgenes de beneficio, entre otros aspectos), estructura de deuda y cláusulas de protección del bonista. Además, nuestros analistas evalúan de manera detallada factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG).

Un enfoque flexible

Las gestoras activas también suelen beneficiarse de una mayor flexibilidad, que les brinda libertad para ajustar el posicionamiento de sus carteras en base al entorno económico. Su capacidad de alterar la exposición a sectores y compañías individuales, de beneficiarse de una cuidadosa selección de valores de tipo *bottom-up* y de posicionar carteras para tratar de minimizar el impacto de tipos de interés al alza les aporta herramientas cruciales para sacar partido a oportunidades de inversión, algo que los fondos de gestión pasiva no pueden emular.

Operaciones de valor relativo

Las gestoras activas cuentan con la flexibilidad necesaria para capturar el amplio abanico de oportunidades de valor relativo que suelen existir entre mercados de renta fija. Una de las maneras en que tratamos de hacerlo es comparar distintos bonos de un mismo emisor (por ejemplo los emitidos en distintas divisas o vencimientos) a fin de aprovechar las anomalías de precio que surgen a menudo durante periodos de volatilidad de mercado. En otros casos somos capaces de identificar situaciones en que empresas similares (por ejemplo en un mismo sector y con medidas de crédito parecidas) cotizan en distintas valoraciones, o en las que los diferenciales que ofrecen los bonos corporativos difieren de los disponibles a través del mercado de derivados de crédito (CDS).

Capturar las primas de nueva emisión

Las gestoras activas también están bien situadas para sacar partido a la TIR adicional que suelen ofrecer los emisores en el mercado primario respecto a su deuda existente. Creemos que esta es un área en la que los enfoques activos pueden añadir valor frente a los pasivos. Tras estallar la pandemia en 2020, por ejemplo, multitud de compañías con calificación elevada emitieron deuda con primas muy atractivas respecto a sus bonos existentes. Como gestora activa, estamos muy bien situados para participar en muchas de estas nuevas operaciones.



Las deficiencias de la gestión pasiva de renta fija

Los fondos de renta fija con enfoques pasivos han experimentado un crecimiento firme en los últimos años, pero vemos varias razones por las que un enfoque pasivo no siempre es adecuado para invertir en deuda.

Sesgo hacia las compañías más endeudadas

Mientras que un fondo indexado de renta variable suele estar inclinado hacia las empresas más grandes y (en principio) más rentables, un índice de deuda brinda exposición a los gobiernos o compañías más endeudados: «pecadores», en lugar de «ganadores». Por ejemplo, los mayores integrantes de un índice típico de crédito suelen ser los que tienen el mayor saldo vivo de deuda, no precisamente el tipo de emisor al que los inversores desearían estar expuestos.

Diversificación baja

Otra noción errónea habitual es que los índices de deuda corporativa, por definición, están bien diversificados. El ICE BofAML Global High Yield, por ejemplo, tiene una exposición de en torno al 80% a activos denominados en dólares, con lo que su evolución depende en gran medida de la economía estadounidense y está muy expuesto a los precios del petróleo. Por su parte, el índice ICE BofAML European Investment Grade Credit tiene una exposición cercana al 40% al sector financiero. Esto pone de relieve por qué los inversores deben analizar cuidadosamente los activos subyacentes, para asegurarse de que obtienen una exposición suficientemente diversificada y alineada con su apetito de riesgo.

Exposición a la volatilidad del mercado

La reciente volatilidad del mercado ha vuelto a poner de relieve los trastornos que pueden surgir entre los precios de los fondos cotizados (ETF) de renta fija y sus valores liquidativos subyacentes. Durante periodos de fuerte retroceso de los mercados, algunos ETF han quedado rezagados frente a sus índices subyacentes debido a que el mercado es incapaz de absorber grandes cantidades de venta de valores. En tales episodios, los precios de los ETF han llegado a caer por debajo de su valor liquidativo. A diferencia de los enfoques activos, además, los fondos pasivos están plenamente invertidos y no pueden tener en cartera efectivo y otros instrumentos líquidos como colchón protector frente a caídas del mercado.

Falta de flexibilidad

Las gestoras activas son capaces, en mayor o menor medida, de ajustar su posicionamiento de cartera en función del panorama macroeconómico y en base a su análisis de las valoraciones. Por ejemplo, pueden optar por reducir la duración de sus carteras para reducir el riesgo de subidas de los tipos de interés, o bien rotar hacia créditos de mayor calidad cuando les preocupa el entorno económico. Las estrategias pasivas de renta fija no pueden ajustar su exposición de esta manera: se limitan a reproducir el riesgo de tipos de interés y de crédito de un índice de renta fija específico.

Captura limitada de oportunidades de valor

Como mencionábamos, la volatilidad ha creado una dispersión significativa de los diferenciales en los mercados de deuda corporativa. Este tipo de entornos pueden ofrecer a las gestoras activas abundantes oportunidades para capturar valor, que los vehículos pasivos sencillamente no pueden explotar. De manera similar, las gestoras pasivas no suelen contar con la flexibilidad necesaria para vender una posición, por ejemplo ante un deterioro de su perfil de crédito, o simplemente por motivos de valoración.

Esta no es, ni mucho menos, una lista exhaustiva de las diferencias entre la inversión activa y pasiva en los mercados de renta fija. No obstante, creemos que las áreas que hemos destacado (construcción del índice, exposición a duración e ineficiencias significativas del mercado) son particularmente relevantes en climas económicos cambiantes como el actual. En nuestra opinión, la oportunidad es especialmente atractiva hoy en día debido al hecho de que los inversores en crédito podrían verse remunerados con creces por el riesgo que asumen, gracias al reciente reajuste de las rentabilidades al vencimiento (TIR) de la deuda.

Crédito con grado de inversión: ¿la mejor opción en renta fija?

Además de poder concentrarse en los bonos individuales más atractivos, las gestoras activas suelen contar asimismo con cierta flexibilidad (mayor o menor en función de su estrategia) para ajustar su asignación de activos hacia las áreas que, en su opinión, ofrecen las mejores rentabilidades ajustadas al riesgo. Actualmente detectamos valor en muchas áreas de los mercados de renta fija, pero creemos que la deuda corporativa con grado de inversión presenta el mejor perfil de riesgo/rentabilidad.

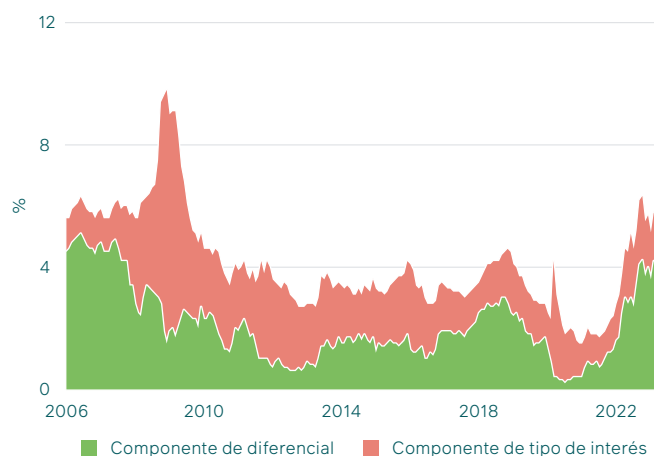
Ante un panorama económico cada vez más incierto, pensamos que el crédito *investment grade* debería ser capaz de soportar un bajón económico más prolongado. Los bonos con grado de inversión ofrecen fundamentales de crédito sólidos y cualidades de diversificación intrínseca debido a sus componentes separados de tipos de interés y diferencial de crédito.

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 ofrecer un valioso colchón 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), este debería 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.

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

Gráfico 4. Diversificación intrínseca: los componentes de tipo de interés y de diferencial constituyen motores separados a lo largo del ciclo económico



Fuente: Bloomberg, 31 de mayo de 2023.



Conclusión

Mantenemos una previsión positiva para los mercados de renta fija de cara a la segunda mitad de 2023. Con la expectativa de descenso gradual de la inflación y con el fin del ciclo de subidas de los tipos de interés ya a la vista, creemos que la renta fija todavía ofrece un punto de entrada atractivo a los inversores. Dicho esto, el entorno macroeconómico sigue siendo incierto, y consideramos que un enfoque flexible de asignación de activos será cada vez más importante para sacar partido a las oportunidades de riesgo/rentabilidad más atractivas en los mercados de deuda a nivel global.

La evolución mostrada por la renta fija en los últimos años no tiene precedente. Contar con flexibilidad para ajustar la exposición a los tipos de interés y el crédito como respuesta a condiciones macroeconómicas rápidamente cambiantes ha sido la clave para mitigar pérdidas en un entorno de TIR crecientes. En nuestra opinión, esto pone de relieve el importante papel que juegan las gestoras activas a la hora de proteger el capital de los inversores durante fases de debilidad en los mercados y seleccionar bonos con valoraciones atractivas capaces de destacarse en la recuperación posterior.

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.



Bond Vigilantes

Bond Vigilantes

Perspectivas de los expertos sobre el mercado de renta fija, directamente desde los equipos de inversión.

Visita nuestro blog: bondvigilantes.com/espanol

