

La renta fija, en el punto de mira

Sortear el dilema de la valoración de la renta fija

Autor



Pilar Gomez-Bravo, CFA
Codirectora de renta fija

En resumen

- Los riesgos crediticios se han incrementado, pero se mantienen contenidos, mientras que la transparencia del crédito privado es motivo de preocupación y los inversores están alerta
- Existen atractivas oportunidades ascendentes («bottom-up») en los mercados diversificados, aunque se prefiere un enfoque defensivo, descendente («top down») y sectorial, dadas las exigentes valoraciones.
- Una liquidez sólida es fundamental para aprovechar los desajustes derivados de la volatilidad.

La intrincada red de relaciones financieras, riesgos macroeconómicos, incertidumbres globales, dominio fiscal y retos en materia de valoración en la renta fija pone de relieve la complejidad del panorama inversor actual. En un entorno así, creemos que un análisis exhaustivo, un enfoque estratégico en la construcción de carteras y un énfasis en la liquidez pueden permitir a los inversores abrirse paso en los mercados.

Gestión de riesgos e identificación de oportunidades en los mercados de renta fija

Los riesgos crediticios han aumentado, pero se mantienen contenidos, a pesar de la aparición de «cucarachas». Comprender los fundamentales del crédito reviste cada vez más importancia, ya que la compensación por el riesgo crediticio se encuentra en mínimos históricos y observamos crecientes fracturas en segmentos como los préstamos apalancados, el crédito privado, los inmuebles comerciales de oficinas y determinados ámbitos de crédito al consumo. Este deterioro se ve acentuado por los recientes impagos y quiebras surgidos en estos sectores. La refinanciación corporativa a un coste de la deuda mayor pondrá el foco en aquellas empresas con balances débiles y puede provocar un aumento de los impagos, lo que reforzará la naturaleza cíclica de las tensiones crediticias. Los ámbitos con un apalancamiento excesivo suelen ser el origen de todos los problemas y una contracción del crédito suele llevar a una recesión; permanecemos atentos a cualquier indicio de aumento de la presión, tanto desde una perspectiva descendente como ascendente.

La interconexión y la falta de transparencia suponen un desafío para el crédito privado.

En nuestra opinión, las características que definen a los mercados privados son su falta de transparencia y la ausencia de precios ajustados al valor de mercado. Estas características dejan a los inversores sin suficientes datos para determinar con certeza dónde residen los riesgos, especialmente, porque el rápido crecimiento de los préstamos crediticios puede dar lugar a condiciones de suscripción laxas. La clase de activos de crédito privado aún no ha experimentado un ciclo crediticio completo, por lo que la evolución de estos balances en un entorno de tipos normalizados sigue siendo incierto. Al analizar el mecanismo de transmisión hacia la economía real, también nos inquieta la interconexión entre los fondos de inversión, el sistema bancario y las empresas de IA, ya que incrementa la posibilidad de que los eventos crediticios individuales se conviertan en un problema sistémico.



Los consumidores siguen gastando, respaldados por el gasto público y la relajación monetaria.

La economía estadounidense, impulsada sobre todo por el consumo, ha demostrado su resiliencia a pesar de las fluctuaciones. Este consumo depende en gran medida del decil de ingresos más alto, que a su vez depende de que la evolución del mercado de renta variable siga impulsando el efecto riqueza. Al mismo tiempo, el dominio fiscal se está convirtiendo en un motivo de preocupación central, no solo en Estados Unidos, sino también a escala mundial, ya que la envergadura de los balances de muchos países y un enfoque autocomplaciente con respecto a la disciplina fiscal plantean interrogantes sobre las expectativas de inflación y la estabilidad financiera. Además, China sigue lastrada por el colapso de su mercado inmobiliario, lo que plantea mayores riesgos geopolíticos, en lo que cabe incluir guerras comerciales, que se suman a la incertidumbre.

Las valoraciones suponen un desafío, pero aún existen oportunidades atractivas e idiosincrásicas.

Dadas las exigentes valoraciones de todas las clases de activos de renta fija, estamos aprovechando nuestra sólida plataforma de análisis para encontrar ideas atractivas y ascendentes en todos los sectores, las regiones, el espectro de calidades crediticias y las estructuras de capital. En este entorno de diferenciales, es menos probable que las rentabilidades provengan de una mayor compresión descendente de los diferenciales, por lo que nos centramos en construir carteras que combinen el carry y el potencial de revalorización. En estos momentos, estamos encontrando valor en nichos del crédito estructurado, exposiciones corporativas defensivas, alto rendimiento idiosincrásico y deuda soberana de mercados emergentes.

Posicionamiento en renta fija mundial

Nuestro escenario base sigue siendo compatible con un entorno macroeconómico de bajo crecimiento e inflación contenida que debería favorecer unas rentabilidades relativamente atractivas en la renta fija mundial. Dada la reducida volatilidad y la escasa dispersión en la mayoría de los mercados de diferenciales, creemos que es importante mantener la flexibilidad en nuestro enfoque de inversión activa. Cabe destacar que seguimos centrados en la liquidez de la cartera, con el fin de aprovechar los futuros desajustes en el mercado.

Deuda corporativa

El entorno de diferenciales ajustados en el **crédito investment-grade** refleja tanto la solidez de los fundamentales como la fortaleza de los indicadores técnicos, a medida que seguimos presenciando entradas de capital en esta clase de activos. Prevemos que esta tendencia persista, algo que coincidiría con nuestro escenario macroeconómico base, por lo que mantenemos una ligera sobreponderación, aunque con un sesgo defensivo, y hemos añadido coberturas para compensar el riesgo de una ampliación repentina en los diferenciales. En el **crédito de alto rendimiento**, redujimos tácticamente la exposición a los valores con mayor beta, en previsión de cierta volatilidad en los créditos con menor calificación a medida que se acerca el final del año. El panorama general del mercado público de alto rendimiento sigue siendo favorable, dada la mejora en la calidad del índice, y podría generar rentabilidades en los próximos 12 meses si continúa la relajación monetaria y fiscal. En general, dadas las exigentes valoraciones crediticias en el segmento de alto rendimiento, prevemos que la generación de rendimientos llegue por medio del carry en lugar del estrechamiento de los diferenciales.

Tipos

Aunque parece poco probable que se produzca una recesión mundial a corto plazo, dada la relajación de las políticas, la duración podría evolucionar favorablemente si el crecimiento económico se ralentiza aún más. Como consecuencia, estamos ligeramente sobreponderados en duración, pero con menos convicción en las posiciones de pronunciación de la pendiente de la curva que antes. Parece que las expectativas de tipos de interés para los bonos soberanos de los mercados desarrollados se han descontado razonablemente. Creemos que hay más margen para que algunos bonos soberanos de mercados emergentes se relajen en materia de tipos, siempre y cuando el dólar estadounidense no experimente una apreciación notable. Existen oportunidades idiosincrásicas interesantes en materia de tipos en algunos mercados, como Islandia, Corea del Sur, Nueva Zelanda y Australia.



Estados Unidos representa uno de nuestros mercados con mayor convicción para sobreponderar la duración, dada nuestra expectativa de que los tipos neutrales reales se acerquen al 1%, aunque preferimos exposiciones a vencimientos de bonos de 10 años e inferiores. Por otro lado, no pensamos que los mercados hayan descontado suficientemente la política de endurecimiento del Banco de Japón, lo que nos lleva a mantener una duración infraponderada en ese país (expresada en los tramos cortos de la curva).

Hemos reducido la exposición en Europa, especialmente en los países periféricos, dado que los diferenciales con Alemania han llegado a niveles históricamente reducidos, aunque Italia sigue siendo uno de los mercados preferidos. Nuestra exposición a Francia ha pasado de ser una ingente posición infraponderada a una posición neutral en cuanto a duración, dada la ampliación de los diferenciales, que refleja en gran medida los retos políticos y fiscales que se avecinan. Mantenemos la sobreponderación en duración al Reino Unido, ya que consideramos que el Banco de Inglaterra va rezagado en la implementación de la política de relajación monetaria.

En lo que respecta a los mercados emergentes de tipos de interés locales, en Latinoamérica nos decantamos por países como Uruguay, Perú y Brasil, que ofrecen rendimientos reales elevados y disfrutan de ciclos electorales favorables. También preferimos otras exposiciones, como Sudáfrica, dadas nuestras expectativas de mejora de la credibilidad del banco central y reducción del riesgo fiscal. Esperamos que el Banco de China mantenga su laxa política monetaria, pero con una curva plana y bajos rendimientos, por lo que mantenemos la posición de infraponderación en duración en el gigante asiático.

Conclusión

Para afrontar el dilema de la valoración en la renta fija se precisa seguir de cerca los riesgos crediticios, aprovechar las sólidas capacidades de análisis y estar preparados para sacar partido de los desajustes del mercado. Las exigentes valoraciones actuales y las inciertas perspectivas a escala mundial exigen un enfoque estratégico y selectivo en la construcción de carteras, utilizando la experiencia de analistas de crédito y estrategias de deuda soberana para identificar oportunidades ascendentes. Incluso en este entorno, consideramos que una cartera bien construida presenta el potencial de seguir generando rentabilidades atractivas en el universo de renta fija mundial. ▲



Las inversiones en instrumentos de deuda pueden disminuir de valor como resultado de una rebaja en la solvencia crediticia del emisor, prestatario, contraparte u otra entidad responsable del pago, o la garantía subyacente, o por cambios económicos, políticos, específicos del emisor o de otro tipo, así como por la percepción de dichas condiciones. Algunos tipos de instrumentos de deuda pueden ser más sensibles a estos factores y, por consiguiente, más volátiles.

Asimismo, los instrumentos de deuda conllevan el riesgo de tipos de interés (cuando los tipos de interés suben, normalmente los precios bajan). Por consiguiente, el valor de la cartera puede disminuir en entornos de subidas de tipos.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Estas opiniones se presentan exclusivamente a título informativo y no deben considerarse como una recomendación para comprar cualquier valor o como una solicitud o consejo de inversión. Las previsiones no están garantizadas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

Publicado en **Estados Unidos** por MFS Institutional Advisors, Inc., una firma de asesoramiento de inversiones con sede en Estados Unidos y filial de Massachusetts Financial Services Company («MFS»). Publicado en **Canadá** por MFS Investment Management Canada Limited. MFS Institutional Advisors, Inc. ofrece ciertos servicios de subasesoramiento a todas las carteras de MFS Investment Management Canada Limited, entre los que cabe incluir la gestión discrecional de inversiones para carteras o componentes de carteras no canadienses. En virtud de un acuerdo de subasesoramiento suscrito entre MFS Institutional Advisors, Inc. y MFS Investment Management Canada Limited, MFS proporciona asesoramiento de inversión con arreglo a las exenciones legales o las exigencias normativas, según proceda. Dicho asesoramiento se presta fuera de Canadá y es posible que algunos miembros del equipo no estén registrados en calidad alguna ante ninguna autoridad reguladora de valores canadiense. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada registrada en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. Publicado en **Hong Kong** por MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK es una filial indirecta propiedad al 100% de Massachusetts Financial Services Company, un asesor de inversiones y promotor de fondos estadounidense registrado ante la Comisión de Valores y Mercados de EE. UU. («SEC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). Publicado en **Singapur** por MFS International Singapore Pte. Ltd., sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Singapur con el número 201228809M, autorizada y regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur. Publicado en **Japón:** MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión. **Para inversores profesionales en Australia:** MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia. **Para inversores profesionales en China –** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120 (China), una sociedad de responsabilidad limitada china inscrita para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. Este documento va dirigido a profesionales de inversión exclusivamente con fines de información general, y en su elaboración no se han tenido en cuenta los objetivos de inversión específicos, la situación financiera o las necesidades particulares de ninguna persona en concreto. Los valores o sectores mencionados en el presente documento se incluyen a título ilustrativo y no deben interpretarse como una recomendación para invertir en ellos. Toda inversión implica riesgos. Las rentabilidades pasadas no son un indicador de los resultados futuros. La información incluida en el presente documento no puede ser copiada, reproducida o redistribuida sin el consentimiento expreso de MFS Investment Management («MFS»). Aunque se estima que dicha información es exacta, es susceptible de sufrir cambios sin previo aviso. MFS no garantiza ni manifiesta que la información esté libre de errores u omisiones o que resulte adecuada para los propósitos específicos de ninguna persona concreta. Salvo en lo que respecta a la responsabilidad ineludible en virtud de alguna disposición legal, MFS declina toda responsabilidad por posibles inexactitudes, así como la que pudiera derivarse de decisiones de inversión o de otro tipo adoptadas por cualquier persona basándose en el material aquí incluido. MFS no autoriza la distribución de este documento a inversores minoristas.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.