

¿Puede el crédito mantener la calma y seguir adelante?

- Estamos en una fase delicada de un ciclo económico inusual, ya que el crecimiento se modera desde un nivel alto en EE.UU. y repunta desde un nivel bajo en la eurozona.
- Los inversores deben permanecer atentos a las áreas de debilidad de la economía mundial, pero los balances de las empresas muestran pocos indicios de los excesos asociados típicamente a los mercados de ciclo tardío.
- Los elevados yields globales permiten a los inversores tratar de mitigar el riesgo de ampliación de los diferenciales de crédito mediante el desplazamiento hacia bonos de mayor calidad y menor vencimiento, sin sacrificar demasiado en términos de rentabilidad potencial.

Con las grietas que empiezan a aparecer en la economía estadounidense, muchos se preguntan si los estrechos diferenciales de los bonos corporativos dejan vulnerables a los inversores. Sin embargo, dado que los balances de las empresas se mantienen firmes y los yields de los bonos de mayor calidad parecen atractivos, seguir invirtiendo en crédito debería seguir recompensando a los inversores.

Desde que la Reserva Federal (Fed) subió los tipos de interés hasta un máximo del 5,5% en julio de 2023, los participantes en el mercado han estado esperando que algo se rompiera.

Dado que la inmensa mayoría de los ciclos de subidas han terminado históricamente en recesión, esto no es tan pesimista como parece. Los costes de endeudamiento más elevados pretenden restringir el crecimiento económico, aunque los bancos centrales preferirían que ocurriera gradualmente, produciendo un aterrizaje suave en lugar de una recesión.

Para los inversores en renta fija, una de las decisiones clave en este momento es cuánto tiempo permanecer invertidos en crédito. Los diferenciales de los bonos corporativos tienden a ser estrechos y propensos a las ventas masivas en las últimas fases del ciclo económico, como pudimos comprobar a principios de agosto cuando el desempleo en EE.UU. saltó inesperadamente al 4,3%.

Pero las condiciones de final de ciclo pueden persistir durante años, mientras que los diferenciales de crédito sufren episodios ocasionales de volatilidad. Los bonos estadounidenses de alto rendimiento, por ejemplo, han rendido alrededor de un 15% en los aproximadamente 14 meses transcurridos desde que los tipos tocaron techo; salirse del crédito demasiado pronto puede significar perderse atractivos rendimientos.

¿Es éste un mercado de ciclo tardío?

Por ahora, el consenso del mercado es que los bancos centrales tienen muchas posibilidades de lograr el esquivo aterrizaje suave, pero empiezan a verse grietas.

Con algo menos del 3%, la tasa de ahorro estadounidense se sitúa ahora cómoda y constantemente por debajo de su nivel anterior a la pandemia, lo que sugiere que los hogares estadounidenses están teniendo que recurrir más a sus nóminas para hacer frente a los precios más altos que ha dejado tras de sí el repunte de la inflación tras la pandemia.

Además, ciertas cohortes están perdiendo fuelle, y las tasas de morosidad de las tarjetas de crédito y los préstamos para automóviles están aumentando entre los prestatarios con menores ingresos. La tasa de morosidad actual del 15% en los préstamos de alto riesgo para la compra de automóviles, por ejemplo, es más alta que en el punto álgido de la crisis financiera mundial de 2009.

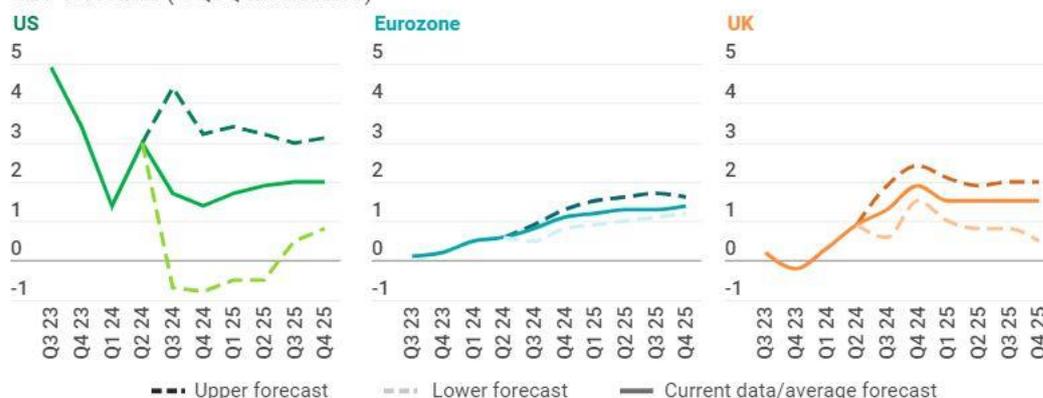
Sin embargo, el gasto general de los consumidores estadounidenses parece moderarse en lugar de caer en picado. Las ventas minoristas subieron un 0,1% intermensual en agosto, desafiando las expectativas de un descenso del 0,2%, tras un aumento del 1,1% revisado al alza en julio.

En consecuencia, tampoco esperamos un fuerte retroceso de la economía estadounidense. Según una media de expertos en previsión económica encuestados por Bloomberg, se espera que el crecimiento se sitúe en torno al 2% en EE.UU. hasta finales de 2025 (véase el Gráfico 1). De hecho, de los 65 analistas encuestados, sólo dos prevén una recesión en EE.UU. y sólo cuatro esperan cifras de crecimiento trimestral negativas durante ese periodo

Gráfico 1: Tasas de crecimiento por debajo del potencial, pero aún positivas

Exhibit 1: Growth rates below potential but still positive

GDP forecasts (% QoQ annualised)



Fuente:

Bloomberg, datos a 3 de septiembre de 2024.

Evidentemente, hay otras áreas de debilidad en la economía mundial que sugieren que los inversores deben permanecer vigilantes.

Los datos recientes de las dos mayores economías de la eurozona, Alemania y Francia, especialmente en el sector manufacturero, han sido débiles, aunque compensados por cifras de crecimiento mucho más fuertes en los países periféricos. En el Reino Unido, la inflación persistente de los servicios ha obligado al Banco de Inglaterra a proceder con cautela a la hora de bajar los tipos, mientras que el nuevo gobierno laborista ha advertido sobre las restricciones presupuestarias.

Como muestra el Gráfico 2, creemos que varios indicadores sugieren que hemos superado la fase de recuperación y estamos entrando en la fase final del ciclo.

Gráfico 2: Aumento constante de los indicadores de ciclo tardío

 The economy continues growing, but rate slows and ultimately falls below potential, but still positive	✓
 Inflation comes off the cycle highs	✓
 Monetary policy rates peak and then become less restrictive	✓
 Labour markets look tight, and the unemployment rate is low	✓
 Companies get creative to boost growth as it becomes more difficult to hit targets organically >This usually means increased M&A and LBO activity as well as more leverage	✗
 Consumers on average look more stretched and delinquencies start to tick up, particularly in lower income cohorts	~
 Banks might relax their credit standards	✗
 Spreads rally to below their long-term averages	✓
 Government bond curves move from upward sloping to flat/ inverted, as recession fears build	~

Fuente: TwentyFour, octubre de 2024.

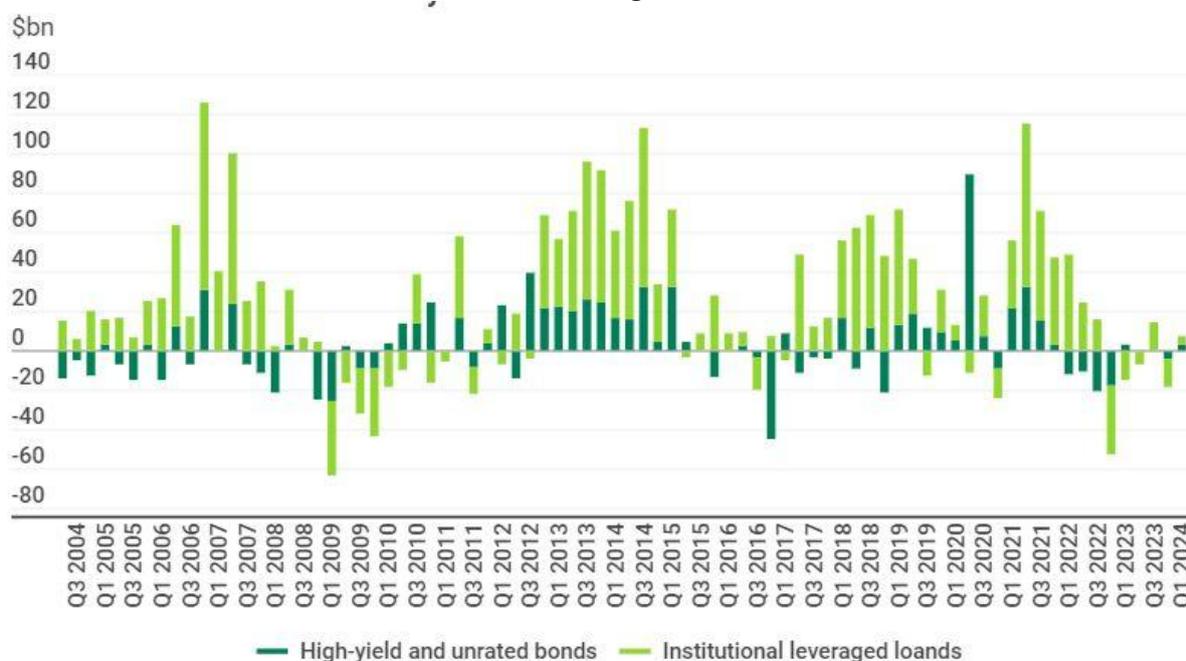
Sin embargo, eso no significa que veamos una recesión a la vuelta de la esquina. Por el contrario, observamos que las tasas de crecimiento posiblemente caigan por debajo de su potencial, pero se mantienen positivas, lo que suele ser un entorno favorable para la renta fija.

¿Están las empresas bajo presión?

Al final del ciclo, cabría esperar que las empresas se volvieran creativas con sus balances, emitiendo nueva deuda y aumentando el apalancamiento para intentar mantener el crecimiento en unas economías que se están ralentizando.

Sin embargo, como muestra el Gráfico 3, las empresas de menor calificación de EE.UU. se han mostrado muy moderadas a la hora de emitir bonos. Es evidente que los yields son ahora más altos y hay menos incentivos para emitir, pero esto demuestra que las empresas de alto rendimiento no están bajo presión para reunir capital; aprovecharon los bajos yields de 2021 para emitir deuda barata, ampliar sus vencimientos y aumentar el efectivo en sus balances.

Gráfico 3: Emisión neta de deuda de riesgo

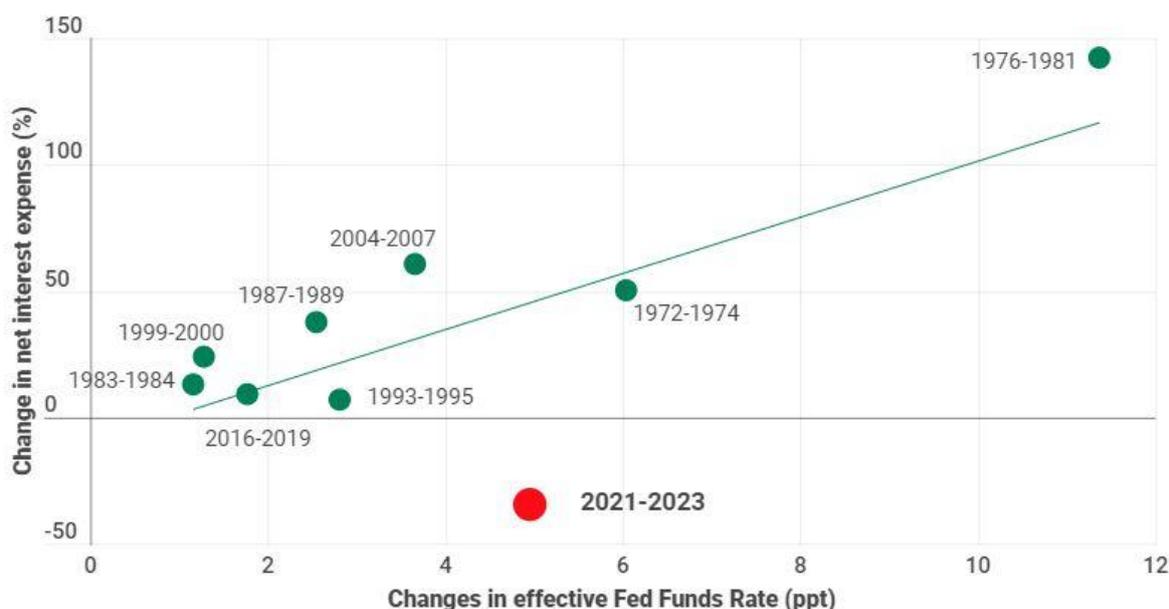


Fuente: Mergent, Inc., Fixed Income Securities Database; PitchBook Data, Leveraged Commentary & Data, Fed Financial Stability Report, abril de 2024.

Cuando estas empresas han buscado préstamos en los últimos dos años, lo han hecho en gran medida a través de préstamos apalancados, que tienden a ser a tipo variable: a medida que bajen los tipos, también lo harán los costes de endeudamiento de los emisores. Una vez más, esto nos sugiere que las empresas están siendo estratégicas con su endeudamiento en lugar de sufrir presiones.

Otra métrica que respalda los argumentos a favor del crédito son los pagos netos de intereses de las empresas no financieras (véase el Gráfico 4). Históricamente, los gastos netos por intereses tienden a subir junto con los tipos, a medida que las empresas pagan más por su deuda. Sin embargo, en el último ciclo de endurecimiento de la Fed, los gastos netos por intereses descendieron, según un informe de julio de 2024 del FMI sobre la economía estadounidense (1).

Gráfico 4: Pagos netos de intereses de las sociedades no financieras durante los ciclos de endurecimiento de la política monetaria



Fuente: FMI, 18 de julio de 2024

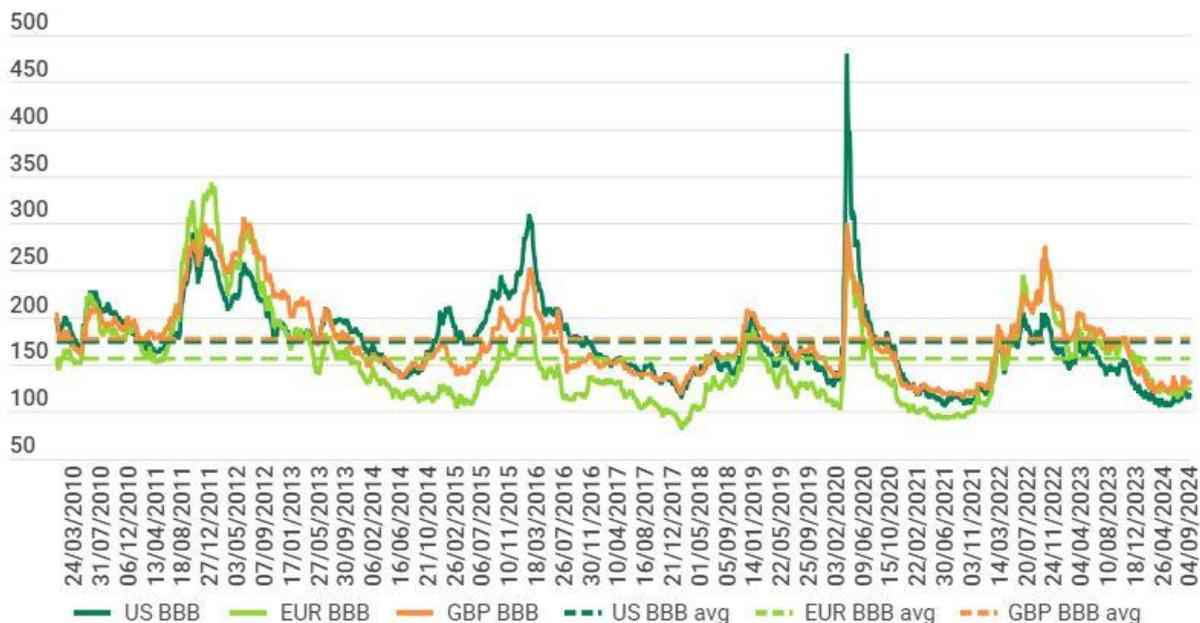
Los autores citan dos razones. En primer lugar, las empresas mantenían un nivel relativamente alto de efectivo, lo que se remonta al ciclo de impago limitado iniciado por la crisis de Covid, en el que las empresas más débiles se declararon en suspensión de pagos o se reestructuraron, lo que llevó a las empresas más fuertes a aumentar sus saldos de efectivo para los tiempos más difíciles que se avecinaban. En segundo lugar, las empresas aprovecharon la relativamente breve coyuntura de bajos rendimientos posterior a Covid para emitir deuda a largo plazo y a tipo fijo, lo que significa que, aunque sus ingresos por intereses aumentaron en consonancia con los tipos, sus pagos de intereses no lo hicieron.

¿Están demasiado ajustados los diferenciales de crédito?

Como han señalado numerosos comentaristas, el buen comportamiento del crédito en los últimos 18 meses ha dejado los diferenciales muy por debajo de sus medias a largo plazo (véase el Gráfico 5).

Gráfico 5: Los diferenciales están por debajo de las medias a largo plazo

BBB Spreads US/EUR/GBP



Fuente: Bloomberg, datos a 4 de septiembre de 2024

Dada la coyuntura macroeconómica descrita, los diferenciales de la deuda corporativa deberían ser ajustados en la actualidad. Sin embargo, eso no los hace necesariamente poco atractivos. Al igual que ocurre con las condiciones de final de ciclo, los diferenciales de crédito por debajo de la media pueden persistir durante largos periodos. De hecho, los diferenciales suelen pasar la mayor parte del ciclo por debajo de la media, ya que tienden a bajar constantemente en mercados favorables, pero luego se disparan a niveles mucho más altos cuando el sentimiento se deteriora, en movimientos que son bruscos pero de corta duración.

Además, la cantidad de efectivo que se mantiene al margen podría desempeñar un papel importante a la hora de contener los diferenciales de crédito en futuras ventas masivas.

Como muestra el Gráfico 6, el ciclo de las bruscas subidas de la Reserva Federal ha hecho que los activos totales de los fondos del mercado monetario estadounidense hayan aumentado un 40% en los dos últimos años, hasta alcanzar los 6,3 billones de dólares. Esta tendencia se está ralentizando, con sólo unos 180.000 millones de dólares de entradas en lo que va de año (fue de más de 500.000 millones de dólares hasta 2023), mientras que los fondos de bonos estadounidenses han recibido más de 120.000 millones de dólares de entradas en el mismo periodo, tras dos años consecutivos de flujos negativos.

Gráfico 6: Activos totales de los fondos del mercado monetario estadounidense



Fuente: Bloomberg, 18 de septiembre de 2024

Como era de esperar, la mayor parte de este cambio se ha dirigido hacia bonos del Estado y bonos con grado de inversión de mayor calidad. Pero, salvo que se produzca un deterioro significativo de las perspectivas macroeconómicas, esperamos que aumente también el apetito por los activos de alto rendimiento. A modo de referencia, el tamaño del índice de bonos de alto rendimiento de EE.UU. ronda los 1,3 billones de dólares; si sólo una parte muy pequeña de las reservas del mercado monetario entrara en ese mercado, podría ofrecer un apoyo importante.

Los rendimientos facilitan relativamente la reducción del riesgo

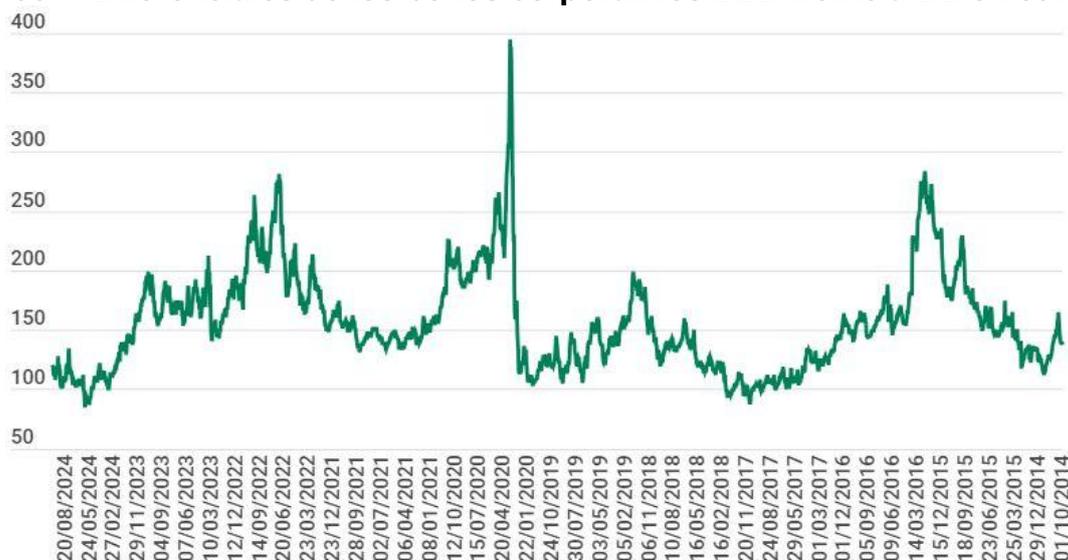
Cuando los diferenciales son estrechos, es fácil que los inversores se pongan nerviosos por la posibilidad de que la ampliación de los diferenciales afecte a su rentabilidad.

Se trata de una preocupación justificada, ya que en las condiciones de ciclo tardío suele aumentar la volatilidad a medida que los mercados se vuelven más reactivos a las señales de que las economías pueden estar ralentizándose demasiado deprisa. Como ya se ha dicho, esto fue evidente a principios de agosto y, en menor medida, a principios de septiembre, cuando la debilidad de los datos estadounidenses hizo temer que los planes de recorte de tipos de la Reserva Federal se retrasaran.

Sin embargo, para los inversores a medio plazo creemos que es relativamente fácil mitigar este riesgo aumentando la calidad crediticia y disminuyendo la duración crediticia de sus carteras.

Desde nuestro punto de vista, los yields globales siguen siendo muy atractivos, por ello, es posible cambiar hacia bonos de mayor calidad y menor duración sin sacrificar demasiado en términos de rentabilidad potencial. De hecho, como demuestran los gráficos siguientes, las recompensas por descender en la curva de crédito (Gráfico 7) o avanzar en la curva de vencimientos (Gráfico 8) hoy en día son bajas en relación con la historia.

Gráfico 7: Diferenciales de los bonos corporativos BBB frente a BB en euros



Fuente: Bloomberg, Índices ICE, 1 de octubre de 2024

Gráfico 8: Diferenciales de los bonos corporativos BBB a 1-3 años frente a 7-10 años en euros



Source: Bloomberg, ICE Indices, 1 October 2024

Otra táctica prudente en esta fase del ciclo es evitar los sectores cíclicos, que tienden a obtener peores resultados a medida que el ciclo madura y, desde luego, si las economías entran finalmente en recesión.

Aunque los diferenciales de crédito pueden ser propensos a ampliarse a medida que los mercados digieren los nuevos datos y evalúan continuamente la probabilidad de un aterrizaje suave, para los inversores a medio plazo creemos que el carry -los ingresos obtenidos por mantener los bonos, aunque los precios se mantengan estáticos- puede seguir proporcionando rentabilidades atractivas en los próximos meses.

Desde una perspectiva de valor relativo, nuestros sectores favoritos en este momento son el financiero y los bonos de titulización de activos (ABS), incluidas las obligaciones de préstamo garantizadas (CLO). Aunque no prevemos un aumento drástico de las tasas de impago de las empresas de alto rendimiento, desde el punto de vista del valor relativo no creemos que los yields sean lo suficientemente atractivos como para compensar el riesgo adicional de mantener bonos de alto rendimiento de menor calificación.

Mantener la prudencia, pero seguir invirtiendo

En general, creemos que es un buen momento para seguir invirtiendo en crédito.

Se trata de una fase delicada de un ciclo económico inusual, con las principales economías convergiendo, pero desde direcciones diferentes, a medida que el crecimiento se modera desde un nivel alto en EE.UU. y repunta desde un nivel bajo en la Eurozona.

Ciertamente, creemos que es prudente ir subiendo gradualmente en calidad crediticia y bajando en duración del crédito para estar mejor posicionados ante lo que se avecina. Sin embargo, no creemos que este ciclo vaya a terminar pronto y, por tanto, vemos mucho valor en los mercados de renta fija y en el crédito.

En nuestra opinión, el crédito puede mantener la calma durante algún tiempo. Si los inversores eligen el tipo adecuado de exposición al crédito, podrían seguir disfrutando del rendimiento que hemos visto en los últimos 18 meses aproximadamente.

1 Fondo Monetario Internacional, Staff Report for 2024 Article IV Consultation (United States), 18 de julio de 2024.