

Market Clip

07 de Junio de 2019

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

¿Por qué somos tan prudentes con el crédito?

Creemos que en estos momentos, la rentabilidad ofrecida por una parte importante del mercado de crédito, no compensa el riesgo asumido.

Rentabilidad ofrecida:

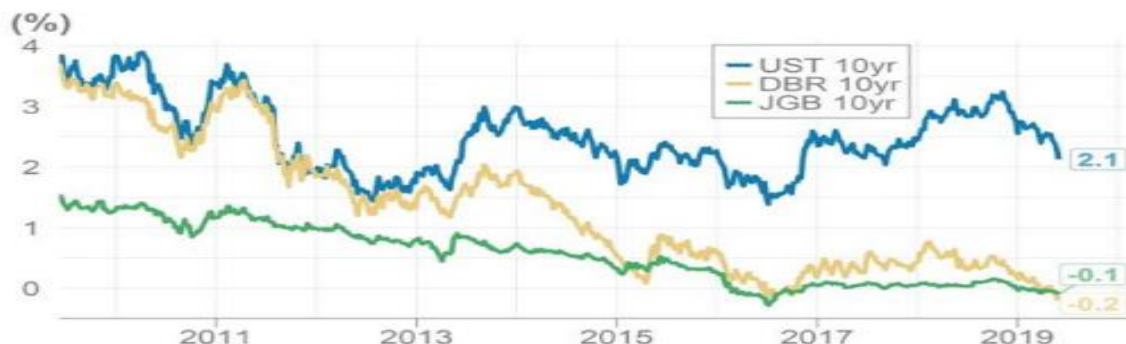
La rentabilidad que ofrece la renta fija Europea es muy baja.

- Si observamos los gráficos 2 y 3, el extra de rentabilidad sobre el activo libre de riesgo que ofrecen la renta fija privada de calidad (investment grade) y la de peor calificación crediticia (high yield) es baja en términos históricos, aunque no está en los rangos mínimos de los últimos años.
- Sin embargo, la rentabilidad de la renta fija privada está compuesta por la suma de ese extra de rentabilidad (spread) y la del activo libre de riesgo. Por ejemplo, la rentabilidad de un bono *investment grade* a 10 años de una empresa alemana, es la suma de la rentabilidad ofrecida por el bono alemán a 10 años (negativa, -0,22%) y el *spread* ofrecido por la empresa (de media 1,28%, gráfico 2). Por tanto, si prestamos dinero durante 10 años a una empresa de buena calidad alemana, nos pagará de media un 1%. El problema no está tanto en la rentabilidad de la deuda privada (baja pero cercana a la media de los últimos años), sino en que la del bono alemán está en mínimos históricos (gráfico 1), pero el resultado sigue siendo el mismo: la rentabilidad ofrecida (1%) es baja, y desde nuestro punto de vista, asimétrica respecto al riesgo asumido.
- Algo similar ocurre con la renta fija de peor calidad crediticia o *high yield*. El *spread* es hoy de media un 4,3% (gráfico 3) bajo en términos relativos históricos (spread), y muy baja en términos absolutos teniendo en cuenta el bono alemán. Estaríamos prestando a empresas de baja calidad crediticia a rentabilidades cercanas al 4%.

“Creemos que en estos momentos, la rentabilidad ofrecida en un porcentaje importante del mercado de crédito no compensa el riesgo asumido”.

“El extra de rentabilidad que ofrecen la renta fija privada de calidad (Investment grade) y la de peor calificación crediticia (high yield) es baja en términos históricos.”

1. Tipos nominales de EEUU, Alemania y Japón



As of: 2019-05-31
Fuente: Morgan Stanley

- Un argumento contrario a lo que planteamos podría ser que esas rentabilidades son atractivas en una Europa japonizada, con baja inflación y tipos de interés crónicamente bajos. Pero la realidad es que las expectativas de inflación a 10 años son del 1,4%. Por tanto, una rentabilidad del 1% con una inflación superior, nos haría descapitalizarnos.
- Otro argumento plausible es que es mejor invertir en deuda americana, ya que ofrece una rentabilidad superior. Sin embargo, la rentabilidad final tras cubrir el riesgo divisa sería prácticamente igual a la de invertir en deuda europea, y la inflación es superior en EE.UU..

“La suma de una desaceleración del crecimiento y los riesgos geopolíticos ha elevado el riesgo de una recesión.”

Riesgo asumido:

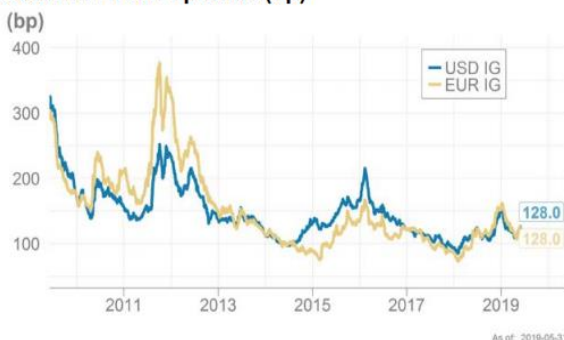
Al inicio de este documento hemos argumentado que la rentabilidad ofrecida por la renta fija privada no compensa el riesgo asumido. Ya hemos explicado por qué creemos que la rentabilidad es baja y ahora vamos a detallar por qué creemos que el riesgo asumido es elevado.

- Estamos en una fase de desaceleración económica. Podemos constatar con los datos macro que se han publicado en las últimas semanas y meses, que el crecimiento económico poco a poco está frenando.
- El entorno geopolítico es complicado, con riesgos potenciales altos, como la guerra comercial o el Brexit. De nuevo, el problema no es el riesgo, sino la rentabilidad ofrecida por la renta fija privada en un entorno de riesgo elevado.
- La suma de la desaceleración del crecimiento y los riesgos geopolíticos ha elevado el riesgo de una recesión. Varios *brókers* calculan que si la guerra comercial continúa 3 meses más sin resolverse, la economía mundial entraría en recesión. La propia Reserva Federal estima que el riesgo de recesión en EE.UU. es hoy del 27%.
- Estos riesgos geopolíticos tienen el potencial de crear inflación además de rebajar el crecimiento; en el caso de la guerra comercial, por los aranceles, en el caso del Brexit, por la caída de la Libra y, por tanto, la subida del precio de las importaciones. Una inflación elevada es un gran enemigo para la renta fija, pues la rentabilidad real (tras descontar la inflación) será menor. En el caso de que la subida de los precios no se trasladase al consumidor final, sino que lo asumiesen las empresas, derivaría en menores márgenes y beneficios empresariales y, por tanto, en una inversión menos segura.

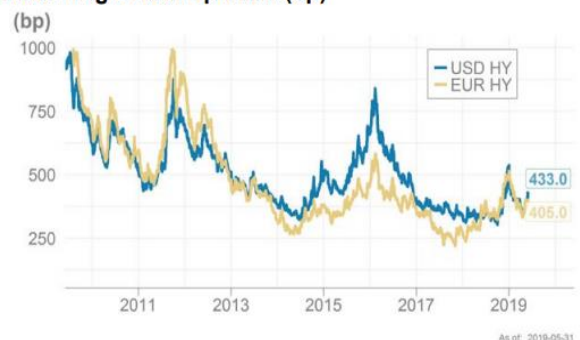
“la inflación es un gran enemigo para la renta fija, pues la rentabilidad real (tras descontar la inflación) será menor.”

2. Evolución del spread de crédito de bonos de calidad y de alto rendimiento

Global IG Credit Spreads (bp)



Global High Yield Spreads (bp)



Fuente: Morgan Stanley

- Los últimos años ha crecido mucho el número de empresas con calificación crediticia BBB como porcentaje del total. Es el último nivel de *rating* "investment grade". Las empresas con ese *rating* a las que se les bajase la calificación crediticia, pasarían al saco del *high yield*. Muchos fondos de inversión de renta fija no pueden, por folleto, invertir en HY. Si se produjese una recesión y muchas empresas cayesen en rating hasta HY, sería muy difícil para el mercado absorber las elevadísimas ventas obligadas. Por tanto, el mercado podría ajustar por la vía de una corrección sustancial de los precios.
- Tras la crisis de 2008 los reguladores obligaron a los bancos a reducir sus niveles de riesgo. Una de las consecuencias es que éstos han disminuido sustancialmente el tamaño de los libros de bonos que tienen en balance. De producirse una corrección importante, la falta de intermediarios hará que sea más rápida y profunda, como ocurrió a principios de 2016.
- Algunas empresas ya empiezan a notar la desaceleración económica. Tantos años de endeudamiento barato han reducido la disciplina financiera. Un pequeño cambio en el ciclo puede llevar a problemas.

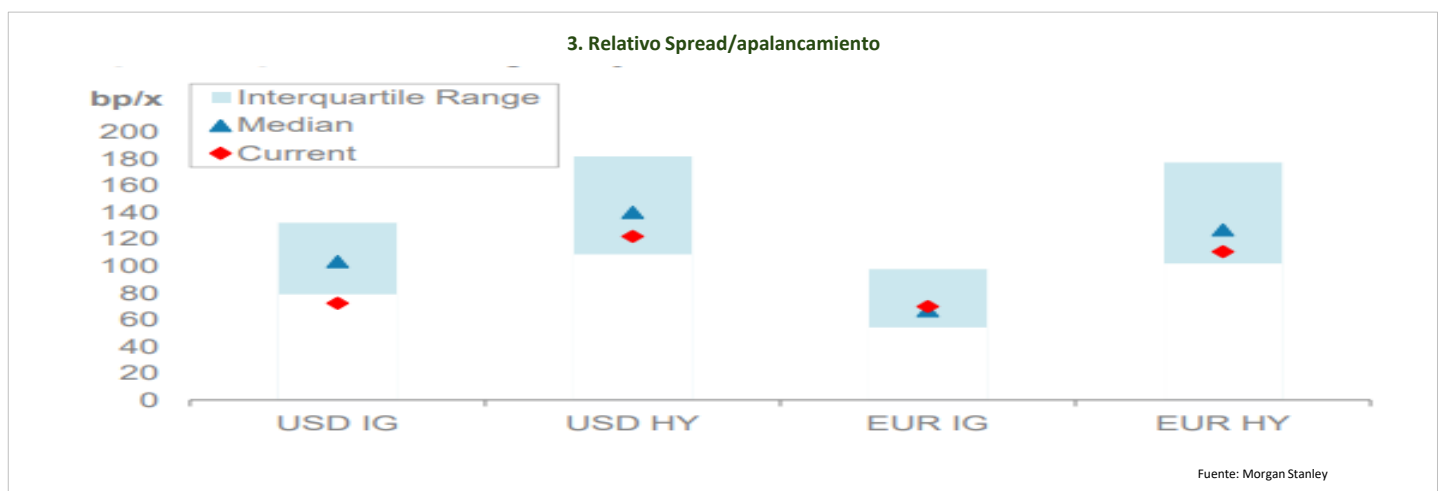
“Los últimos años ha crecido mucho el número de empresas con calificación crediticia BBB como porcentaje del total.”

En resumen, la renta fija privada paga poco para el nivel de riesgo asumido.

¿Cómo afrontamos este problema en nuestras carteras?

- Evitando invertir en empresas muy apalancadas salvo que tengan *cash flows* muy recurrentes y seguros.
- Seleccionando uno a uno y en profundidad cada bono que tenemos en cartera.
- Con una estrategia que huye de los bonos seguros y con baja rentabilidad que combina mucha liquidez con un porcentaje reducido de inversión en bonos con una rentabilidad atractiva (y un riesgo acorde). Es el caso de la deuda subordinada financiera, la deuda emergente o el *Direct lending* o deuda privada.

“De producirse una corrección importante, será más rápida y profunda, como ocurrió a principios de 2016.”



Ponderación de las carteras respecto a los índices



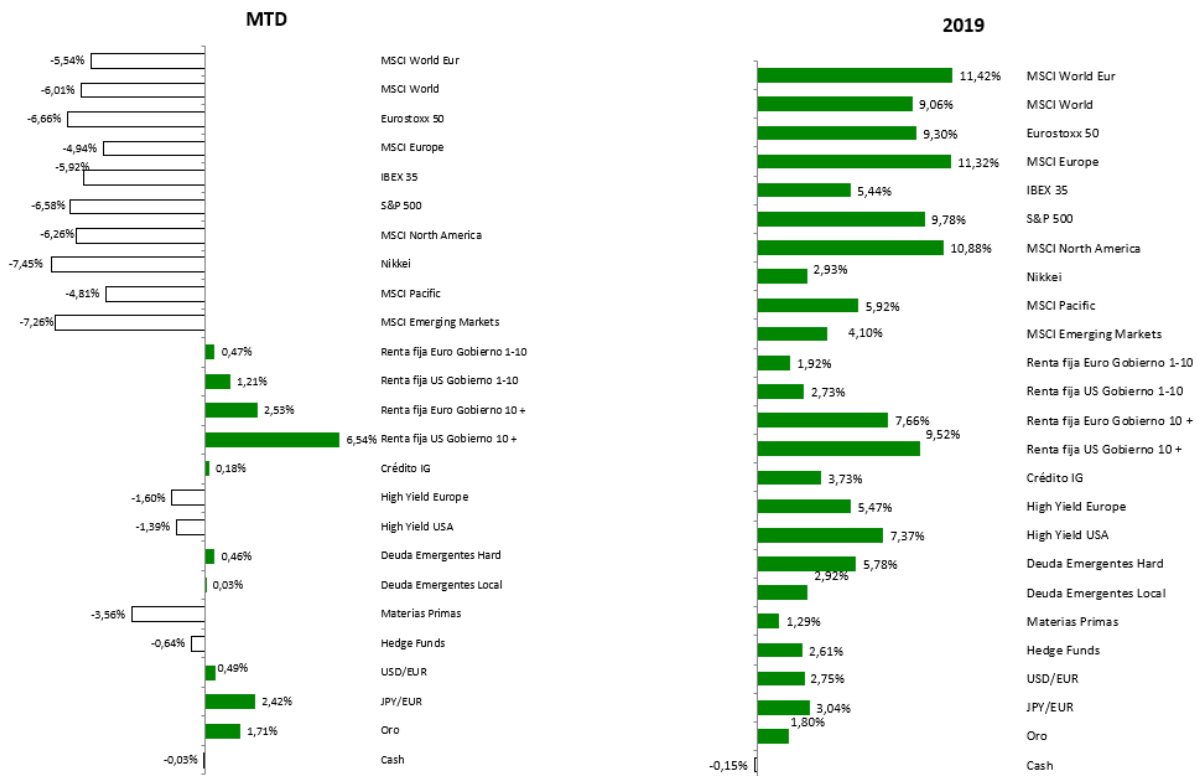
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 31/05/2019)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdmw@alantra.com

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email lopdmw@alantra.com

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza