

El Big Mac¹

Gestionar el precio de la perfección en el crédito

Autor

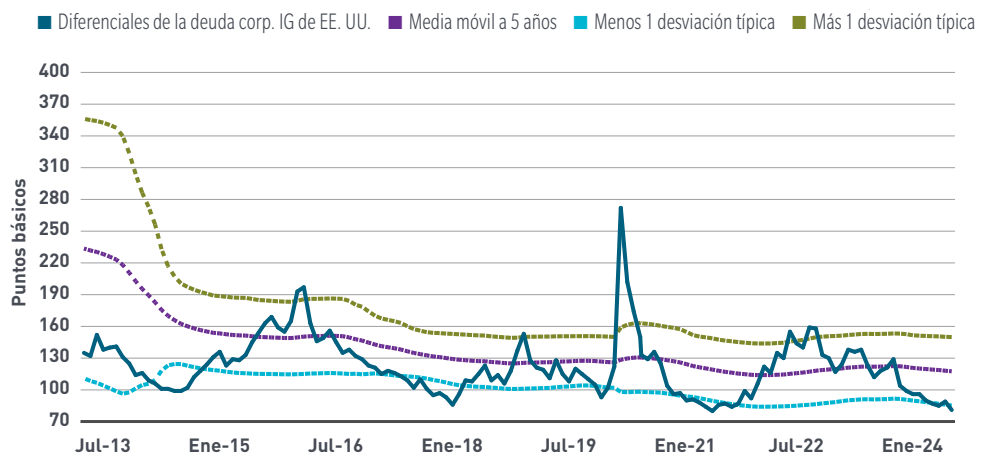


Benoit Anne
 Director general
 Grupo de estrategias e información

Algunos inversores pueden considerar que la valoración de los diferenciales de crédito supone un gran obstáculo para la renta fija. Sin embargo, creemos que las perspectivas para la rentabilidad total de la renta fija siguen siendo robustas de cara al futuro pese al nivel actual de los diferenciales, que parece tensionado en términos históricos. Esto se debe a que la principal fuente de rentabilidad total probablemente será otra, a saber, el impacto del descenso de los tipos, el carry elevado y, no lo olvidemos, la posible contribución del alpha.

Resulta innegable que los diferenciales de crédito parecen tensionados en numerosos segmentos del universo de la renta fija mundial. Por ejemplo, los diferenciales del crédito con calificación investment grade (IG) de Estados Unidos se sitúan actualmente en unos 80 puntos básicos (p.b.), muy por debajo de su media de 5 años de 118 p.b. (gráfico 1). El actual nivel de 80 p.b. corresponde a una puntuación z de -1,16, lo que apunta a una marcada sobrevaloración.¹ Pero no solo sucede en el segmento IG de EE. UU. Son muchas las clases de activos que en estos momentos exhiben niveles de diferenciales caros. Si observamos el rango percentil del diferencial a 10 años, este se aproxima a cero en el caso de las emisiones IG, de alto rendimiento, de bonos municipales sujetos a impuestos y de deuda corporativa de los mercados emergentes, lo que indicaría una acusada compresión actual de los diferenciales en términos históricos (gráfico 2).

Gráfico 1: Los diferenciales de crédito IG estadounidense parecen caros

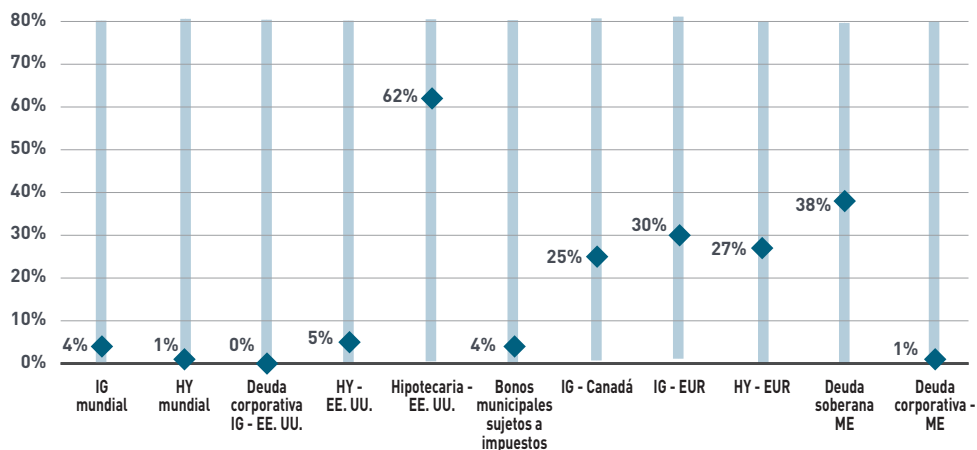


¹ El Big Mac, que hace alusión a «big macro» (panorama macroeconómico general), es un informe periódico sobre renta fija mundial donde se analizan temas importantes del entorno de renta fija/macroeconómico global.

Fuente: Bloomberg. Crédito IG EE. UU. = índice Bloomberg US IG Corporate. Diferenciales = Diferenciales ajustados por opciones. La media histórica se estima utilizando una media móvil a 5 años. La desviación de +1 sigma frente a la media histórica suele indicar un nivel que resulta atractivo desde el punto de vista de la valoración histórica (puntuación z de 1). Por el contrario, una desviación de -1 sigma suele indicar un nivel que se considera caro. Datos mensuales de agosto de 2013 a octubre de 2024 (datos a 15 de octubre).



Gráfico 2: Rango percentil del diferencial (actual frente a los 10 últimos años)

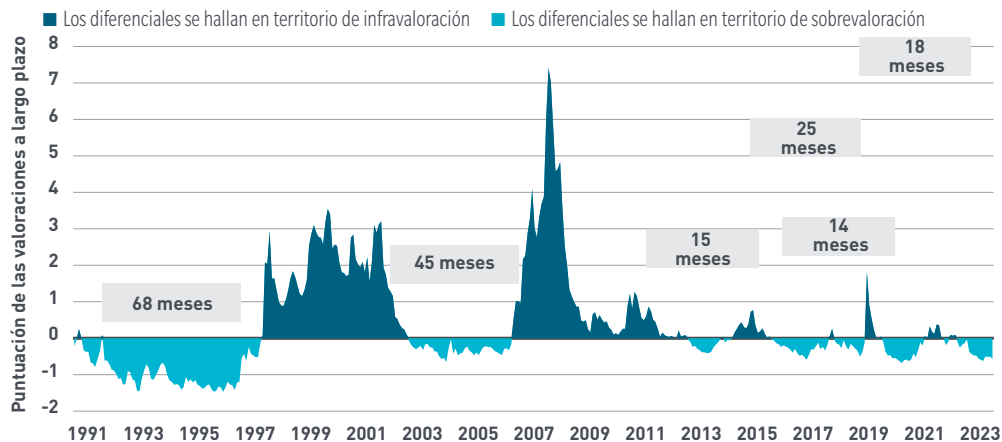


Fuente: Bloomberg. Datos mensuales del 15 de octubre de 2014 al 15 de octubre de 2024. IG - EE. UU. = índice Bloomberg US Aggregate Corporate. HY - EE. UU. = índice Bloomberg US Corporate High Yield. Hipotecaria EE. UU. = índice Bloomberg US MBS. Deuda soberana ME = índice J.P. Morgan EMBI Global Diversified. Deuda corporativa ME = índice J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified. IG - Europa = índice Bloomberg Pan-Euro Aggregate Corporate. HY - Europa = índice Bloomberg Pan-European High Yield. IG mundial = índice Bloomberg Global Aggregate Corporate. HY mundial = índice Bloomberg Global Corporate High Yield. IG - Canadá = índice Bloomberg Canada Aggregate Corporate. Bonos municipales sujetos a impuestos y aptos para su inclusión en el índice US Aggregate = índice Bloomberg US Taxable Municipal Aggregate Eligible.

La buena noticia estriba en que una valoración tensionada de los diferenciales no es algo inusual.

Por sí solo, un nivel tensionado de los diferenciales no tiene por qué implicar que vaya a producirse una gran corrección. De hecho, en los últimos tiempos hemos sido testigos de numerosos periodos prolongados de diferenciales crediticios exigentes. Mientras no aparezcan catalizadores de una corrección, los diferenciales pueden mantenerse sobrevalorados durante largos periodos, en especial si los factores técnicos del mercado, incluidas las entradas de capitales en la clase de activos, y el apetito global por el riesgo se revelan sólidos (gráfico 3).

Gráfico 3: La persistencia de la alta cota de los diferenciales en el crédito IG estadounidense

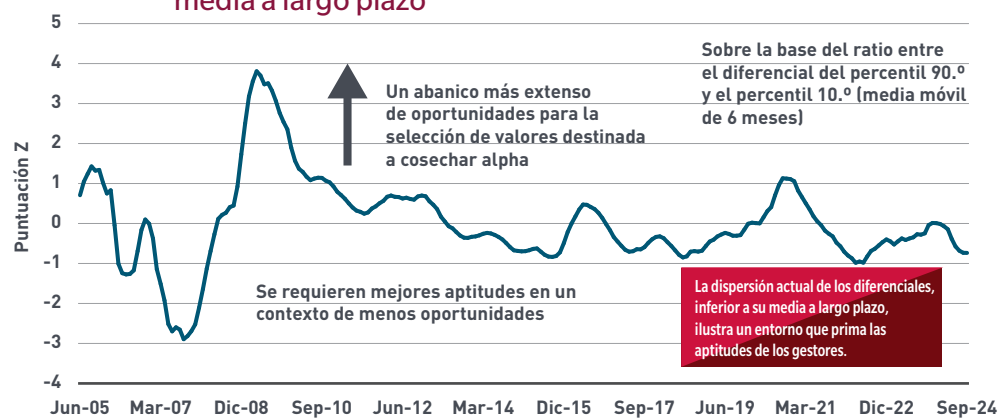


Fuentes: Bloomberg. Crédito IG EE. UU. = índice Bloomberg US IG Credit. Diferenciales = Diferenciales ajustados por opciones. Puntuación de valoración a largo plazo = puntuación z del diferencial calculada a lo largo del periodo comprendido entre octubre de 1991 y agosto de 2024, por medio de una ventana expansiva. Una puntuación z es una medida de la desviación frente a la media a largo plazo expresada en unidades de desviación típica. Las barras representan periodos en los que la puntuación z es < 0, lo que significa que los diferenciales se hallan en cotas elevadas en relación con su valor razonable a largo plazo.



En cuanto al riesgo de crédito, en estos momentos influye más el alpha que la beta. En vista de la situación de los diferenciales, puede que su comprensión contribuya de forma significativa a la rentabilidad total del crédito. Con este telón de fondo, el papel del alpha, es decir, el excedente de rentabilidad generado por el gestor activo, cobra protagonismo. Los diferenciales no solo están contraídos, sino que su dispersión también se sitúa en una cota muy inferior a su promedio histórico (gráfico 4). Ante una dispersión ajustada de los diferenciales, las oportunidades disponibles para generar alpha a partir de la selección de valores suelen reducirse, lo que conlleva la aparición de una prima por la calidad y las competencias del gestor de activos. Dicho de otro modo, una dispersión de diferenciales comprimida supone una oportunidad para que el gestor de activos competente destaque. En nuestra opinión, para añadir valor en el actual panorama de las valoraciones, será esencial contar con un meticuloso proceso de inversión basado en la selección de valores y una plataforma de análisis global bien desarrollada.

Gráfico 4: Dispersión de los diferenciales IG en EE. UU. por debajo de la media a largo plazo



Fuentes: Bloomberg. Crédito IG EE. UU. = índice Bloomberg US IG Corporate. Dispersión en los diferenciales del crédito IG de EE. UU. = puntuación z del diferencial utilizando datos mensuales desde diciembre de 2004 hasta septiembre de 2024 sobre una base móvil de 6 meses, por medio de una ventana expansiva. Una puntuación z es una medida de la desviación frente a la media a largo plazo en unidades de desviación típica.

Pese al contexto de las valoraciones de los diferenciales, los pronósticos para la rentabilidad total del crédito siguen siendo robustos. El impacto de las rebajas de los tipos de interés y el carry atractivo, combinados con la posible contribución de alpha, podrían convertirse en los principales motores de los resultados de la clase de activos el próximo año. Las condiciones iniciales parecen favorecernos, en vista del nivel actual de los rendimientos totales. Por ejemplo, el rendimiento del crédito IG estadounidense se halla en estos momentos en un 5,12%.² Esto significa que la rentabilidad potencial podría ser elevada en términos históricos. A esa rentabilidad, hay que añadirle la contribución tanto de las variaciones de los diferenciales como de las fluctuaciones de los tipos, tal como se resume en el gráfico 5. En un escenario caracterizado por unos intereses más reducidos (tras los recortes de tipos) y unos diferenciales de crédito estables, los resultados esperados en un horizonte de un año podrían oscilar entre un 5% y un 9%.



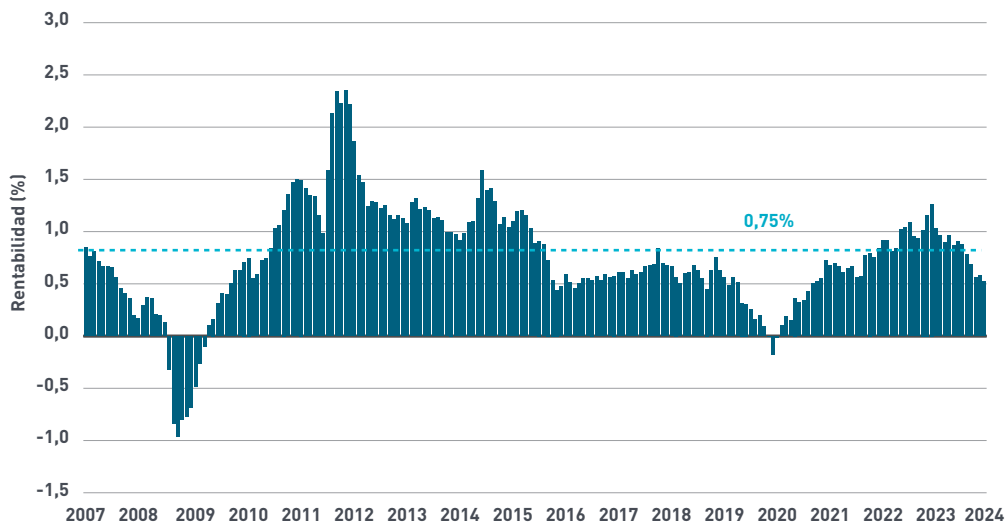
Gráfico 5: Previsiones de rentabilidad hipotética a 1 año para el crédito estadounidense IG en varios escenarios de evolución de los tipos y los diferenciales (%)

IG - EE. UU.	Variaciones de los diferenciales en el próximo año (p.b.)									
	-45	-30	0	+30	+60	+90	+120	+150	+180	+210
+150	-2,18	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82	-19,90
+120	-0,10	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73	-17,82
+90	1,99	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65	-15,73
+60	4,07	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56	-13,65
+30	6,16	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48	-11,56
0	8,24	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39	-9,48
-30	10,33	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31	-7,39
-60	12,41	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22	-5,31
-90	14,50	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14	-3,22
-120	16,58	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95	-1,14
-150	18,67	17,63	15,54	13,46	11,37	9,29	7,20	5,12	3,03	0,95

Bloomberg: Crédito IG EE. UU. = índice Bloomberg US IG Corporate. Rendimiento inicial y duración a 29 de octubre de 2024. Los rendimientos hipotéticos representan una serie de desenlaces posibles, se incluyen a título meramente ilustrativo y no deben considerarse indicativos de la rentabilidad futura. La cifra en negrita del centro se refiere al rendimiento mínimo del índice del Bloomberg US Corporate. La tabla ilustra un rango de rentabilidad utilizando el rendimiento mínimo y aplicando variaciones progresivas de los tipos de interés o los diferenciales de crédito. Este análisis supone que si los tipos de interés y los diferenciales de crédito no varían, el rendimiento mínimo publicado del índice pasa a ser el factor dominante para determinar la rentabilidad materializada en el próximo año, lo que permite captar todo el potencial de beneficio del rendimiento mínimo inicial. Este análisis supone que ningún bono cae en impago ni entra o sale del índice y que todos los bonos se mantienen hasta el vencimiento. Las variaciones de los tipos de interés representan un cambio paralelo en la curva de tipos que se produce al final del periodo; las medidas de duración y de la duración de los diferenciales son ajustadas por las opciones.

Con independencia de la beta y desde una perspectiva histórica, el excedente de rentabilidad ha sido considerable, lo que subraya la importancia de la gestión activa en la renta fija. Si analizamos la trayectoria de la comunidad de gestores activos que utilizan el índice Bloomberg US Credit como indicador de referencia, el alpha generado en los últimos 20 años ha alcanzado los 75 p.b. al año de media, una cifra nada desdeñable. Las palancas de alpha de las que dispone un gestor activo son diversas, y van desde la selección de valores hasta la asignación sectorial, pasando por el valor relativo o el posicionamiento en la curva. Dado que la rentabilidad de la beta en 20 años del crédito IG estadounidense se sitúa hoy en día en el 4,03%, un alpha de 75 p.b. representa un repunte importante.

Gráfico 6: Exceso de rentabilidad medio en periodos móviles de 3 años – Media estrategia en deuda corporativa frente a Bloomberg US IG Credit



Fuente: eVestment Alliance, LLC. El universo eVestment All Global Fixed Income se evaluó en busca de gestores activos que utilizaran un enfoque sin coberturas y se comparó con el índice Bloomberg US Credit. Las rentabilidades se expresan en términos brutos de comisiones y en USD. Datos trimestrales de abril de 2004 a marzo de 2024. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.



En conjunto, las perspectivas para la rentabilidad total de la renta fija siguen siendo sólidas, y reflejan principalmente la contribución de los descensos previstos en los tipos de interés y del elevado carry. Sin embargo, es poco probable que los diferenciales hagan una aportación sustancial a los resultados. En definitiva, creemos que, en el segmento del crédito, el entorno actual se revela mucho más favorable para el alpha como fuente de rentabilidad que para la beta. ▲

Notas finales

¹ Una puntuación z es una medida de la desviación frente a la media a largo plazo en unidades de desviación típica. Una puntuación z de 1 (desviación de +1 sigma frente a la media histórica) suele indicar un nivel que resulta atractivo desde el punto de vista de la valoración histórica. Por el contrario, una puntuación z de -1 suele indicar un nivel que se considera caro.

² Fuente: Bloomberg. Crédito IG EE. UU. = índice Bloomberg US IG Corporate. Datos a 29 de octubre de 2024.

Comentarios sobre la renta fija

Noviembre de 2024



Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

La información se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque J.P. Morgan no garantiza su integridad o su precisión. La utilización del Índice ha sido autorizada. El Índice no puede copiarse, utilizarse o distribuirse sin la autorización previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2023, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

Las opiniones expresadas en este material pertenecen al Grupo de estrategias e información de MFS, parte de la unidad de distribución de MFS, y pueden diferir de las de los gestores de carteras y analistas de MFS. Estas opiniones pueden variar en cualquier momento y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión del Asesor, como recomendaciones sobre títulos-valores ni como indicación de intención de negociación en nombre de MFS.

La diversificación no garantiza la obtención de beneficios ni la protección frente a pérdidas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

DIVULGACIÓN PÚBLICA

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.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc., Miembro de SIPC; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. **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 inscrita 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. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – 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; **Hong Kong** – 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 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»). **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 registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **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. **Baréin** – El presente documento no ha recibido la aprobación del Banco Central de Baréin, y dicha entidad no se hace responsable de su contenido. No se realizará ninguna oferta al público en el Reino de Baréin. Este documento se dirige exclusivamente a su destinatario y no podrá transmitirse, difundirse o mostrarse al público en general. El Banco Central de Baréin no asume responsabilidad alguna en lo que respecta a la precisión e integridad de las declaraciones e informaciones contenidas en el presente documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida derivada de haberse basado en la totalidad o en una parte del contenido de este documento. El Consejo de administración y el equipo directivo del emisor asumen la responsabilidad que se deriva de la información contenida en este documento. Según el leal saber y entender del Consejo de administración y del equipo directivo, quienes han adoptado todas las precauciones razonables para garantizar que así sea, la información contenida en este documento se ajusta a los hechos y no incurre en ninguna omisión que pudiera afectar a la fiabilidad de dicha información. **Kuwait** – El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Kuwait. Ni la Autoridad de Mercados de Capital de Kuwait ni ningún otro organismo gubernamental kuwaití han autorizado que esta información pueda ofrecerse en Kuwait. La información no se ofrece de manera pública o privada en Kuwait y no se celebrará ningún acuerdo relativo a la información en dicho país. No se están llevando a cabo actividades de comercialización, invitación o incentiación con el fin de ofrecer o comercializar la información en Kuwait. **Omán** – Para los residentes en el Sultanato de Omán: la información contenida en el presente documento no constituye una oferta pública de valores en el Sultanato de Omán, de conformidad con lo establecido en la Ley sobre Sociedades Mercantiles de Omán (Real Decreto 4/74) o en la Ley sobre Mercados de Capital de Omán (Real Decreto 80/98). Esta información se distribuye de manera limitada exclusivamente a entidades corporativas que se ajustan a la descripción de inversores sofisticados (con arreglo al artículo 139 del Reglamento de aplicación de la Ley sobre Mercados de Capital). El destinatario declara tener la condición de inversor sofisticado que cuenta con experiencia en cuestiones empresariales y financieras y tiene capacidad para evaluar las ventajas y riesgos que conlleva una inversión. **Sudáfrica** – el presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Sudáfrica, por lo que no deberán interpretarse como tal. El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Sudáfrica. Este documento no ha recibido la aprobación de la Financial Sector Conduct Authority ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para su venta al público en Sudáfrica. **Emiratos Árabes Unidos (EAU)** – El presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Emiratos Árabes Unidos, por lo que no deberán interpretarse como tal. La información se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores exentos en EAU que pertenecen a alguna de las siguientes categorías de inversores cualificados que no tienen la consideración de personas físicas: (1) un inversor que tiene capacidad para gestionar sus inversiones por cuenta propia, principalmente: (a) el Gobierno federal, los Gobiernos locales, las entidades gubernamentales y las autoridades o empresas propiedad al 100% de cualquiera de estas entidades, (b) las entidades y organizaciones internacionales o (c) una persona que cuenta con la debida autorización para llevar a cabo una actividad comercial en EAU, siempre y cuando la inversión constituya uno de los fines de dicha persona; o (2) un inversor representado por un gestor de inversiones que cuenta con la autorización pertinente de la Autoridad de Valores y Materias Primas (SCA, por sus siglas en inglés) de EAU (cada uno de ellos, un «inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física»). La información y los datos no han recibido la aprobación o la autorización del Banco Central de EAU, la Autoridad de Valores y Materias Primas, la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái, la Autoridad Reguladora de los Servicios Financieros o cualesquiera otros organismos gubernamentales o autoridades competentes en materia de concesión de autorizaciones radicadas en EAU que resulten pertinentes (las «Autoridades») ni están registrados ante estas. Las Autoridades no asumen responsabilidad alguna por cualquier inversión que el destinatario designado realice en su condición de Inversor cualificado que no tiene la consideración de persona física en relación con la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Arabia Saudí** – El presente documento únicamente podrá distribuirse en el Reino de Arabia Saudí a las personas autorizadas a tal efecto en virtud del Reglamento sobre fondos de inversión publicado por la Autoridad de Mercados de Capital. Esta última no ofrece garantía alguna respecto de la precisión o integridad de este documento y rechaza de manera expresa toda responsabilidad por cualquier pérdida que se derive de cualquier parte de este documento o en la que se haya incurrido a raíz de basarse en cualquier parte de este. Los posibles compradores de los valores ofrecidos en el presente deberán realizar sus propias actividades de diligencia debida respecto de la precisión de la información relativa a los valores. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. **Catar** – El presente material o fondo se ofrece exclusivamente a un número limitado de inversores que tienen la voluntad y la capacidad de realizar un análisis independiente de los riesgos que conlleva una inversión en un material o fondo de estas características. El material no constituye una oferta al público y está dirigido exclusivamente al destinatario designado, por lo que no deberá entregarse o mostrarse a ninguna otra persona (salvo a empleados, agentes o consultores en relación con la valoración de este por parte del destinatario). El fondo no ha sido registrado ni se registrará ante el Banco Central de Catar ni en virtud de ninguna ley del Estado de Catar. No se realizará ninguna operación en su jurisdicción. Cualquier consulta relacionada con el material o fondo deberá plantearse a su contacto fuera de Catar.