

«Por qué somos alcistas en bonos con grado de inversión en 2023»

1. Nos encanta el potencial alcista de la renta fija con grado de inversión.
2. Nos encanta el escenario base de la renta fija con grado de inversión.
3. Nos encanta la protección frente a caídas que ofrece la renta fija con grado de inversión.

¿Por qué, en mi calidad de responsable de renta fija, me siento incómodo ante estas afirmaciones? Porque, en más de dos décadas, rara vez tuvimos una opinión tan carente de matices y advertencias y, a la vez, tan alcista.

Sin duda hay otras clases de activos e incluso, dentro del amplio universo de la renta fija, activos con mayor potencial alcista. Existen otras clases de activos que también pueden ofrecer mayor protección durante una recesión profunda o un periodo prolongado de inflación moderada. Sin embargo, considerados en conjunto, e incluso después de haber proporcionado grandes rendimientos desde la última vez que escribimos, los bonos corporativos con grado de inversión estándar —tan aburridos, tan convencionales—, ofrecen un aspecto muy prometedor.

Los avalan datos técnicos sólidos, datos fundamentales que están bien y su valor relativo casi nunca fue mejor.

Los riesgos persisten a pesar de que la inflación parece haber doblado ya la esquina

Desde la última vez que escribimos en diciembre, la inflación ha experimentado un giro importante, acordado y coordinado... para mejor. En gran parte, este cambio está relacionado con los factores externos que fueron los primeros en elevar la inflación y se invirtieron rápidamente, como los relacionados con la energía y las interrupciones en la cadena de suministro. Los mercados laborales de todo el mundo siguen mostrando mucha fuerza, y estamos viendo los primeros indicios que indican que la inflación de los precios salariales puede ser una rémora bastante pernicioso con tendencia a mantener alta la inflación. Los bancos centrales de todo el mundo tuvieron que mostrarse firmes, tanto en hechos como en palabras, para evitar que los mercados dieran por sentado que estos cambios iban a ser inevitables. En parte, por supuesto, lo hicieron para evitar que la inflación fuera una profecía autocumplida, pero seguramente también porque actuaron demasiado poco y demasiado tarde cuando la inflación ya estaba entrando en escena.

En la medida en que estos materiales contengan afirmaciones sobre el futuro, dichas afirmaciones son prospectivas, están sujetas a una serie de riesgos e incertidumbres y no constituyen ninguna garantía de resultados ni rentabilidades futuros.

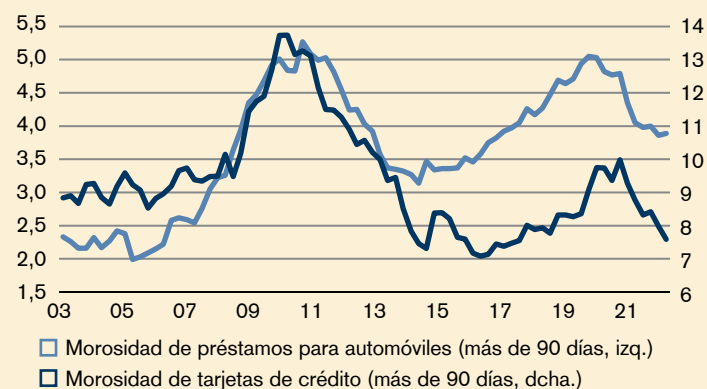
Entre las recientes actuaciones de los bancos centrales destacan las del Banco de Japón, una entidad cuya evolución seguimos de cerca porque su trayectoria futura es muy difícil de predecir. De hecho, en nuestro informe de evaluación de finales del 2022 sobre los bancos centrales, obtuvo un «satisfactorio». El primer semestre del año fue difícil, pero en el segundo pudimos observar mejorías tanto en esfuerzos como en resultados.

A grandes rasgos, nuestras principales preocupaciones en materia de riesgos se dividen en cuatro categorías:

- Efectos del ciclo crediticio
- Sobreapalancamiento de las empresas subyacentes
- Impagos de los consumidores
- Áreas menos líquidas de los mercados de renta fija

Bancos comerciales de EE. UU.

Morosidad de préstamos para automóviles y tarjetas de crédito, en %



Fuente: Credit Suisse. Datos a 30.12.2022

El gráfico muestra la evolución de las tasas de morosidad en EE. UU. respecto a préstamos para automóviles y tarjetas de crédito en los últimos 20 años. Por morosidad se entiende el retraso en el pago. Cuando un prestatario es moroso, significa que él o ella no está al corriente de sus obligaciones financieras, como puede ser un préstamo. La morosidad financiera suele desembocar en impago si no se pone al día. La tasa de morosidad suele aumentar en épocas de crecimiento económico débil o negativo, o cuando aumenta el desempleo, y viceversa. Las altas tasas de morosidad son un problema para la rentabilidad de un sistema bancario, y los bancos suelen responder al empeoramiento de las perspectivas económicas endureciendo sus normas de concesión de préstamos con el fin de contener posibles pérdidas.

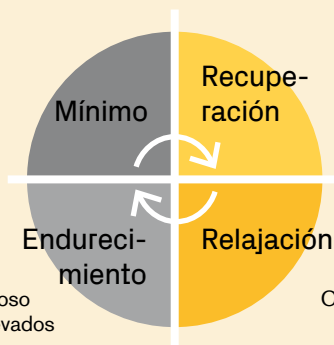
Los ciclos crediticios son de todo tipo y tamaño, a veces rápidos y muy localizados, a veces lentos y avasalladores. Sin embargo, una cosa que comparten todos ellos es que no pueden evitarse.

El ciclo crediticio

La economía toca fondo
Reducción de costes
Vuelco de la liquidez
Cautela de los prestamistas
Márgenes de crédito elevados

Recesión
Impagos
Desapalancamiento forzoso
Márgenes de crédito elevados
Falta de liquidez

Apenas estamos entrando en la fase de endurecimiento del ciclo crediticio: muchas cosas pueden ir mal a partir de ahora.



La economía se recupera
Los fundamentales mejoran
La confianza de los prestamistas crece
Mejora de la rentabilidad
Los márgenes de crédito se reducen

Economía robusta
Favorable a renta variable
Condiciones crediticias más laxas
Márgenes de crédito bajos
Aumenta la oferta de crédito

Con fines meramente ilustrativos

Son un síntoma del elemento conductual de las finanzas. Así pues, esperemos a ver esos efectos en el primer trimestre de 2023 y sigamos de cerca su evolución. Los impagos (aunque sean pocos) y la morosidad suelen ser las primeras señales de que el endurecimiento está a punto de acelerar. Ya lo mencionamos en nuestra última nota.

Como somos inversores en renta fija, hablamos a menudo con miembros de los equipos de nuestros clientes que se dedican a la renta fija. El reto que más a menudo plantean a nuestra visión básica del asunto es que oyen decir a otros gestores que «todo va bien en la alta rentabilidad». Simplemente, no estamos de acuerdo con esa opinión. Vemos indicios de relajamiento de las condiciones, potencial de recuperar menos de la inversión y, lo que es más importante, un apalancamiento cada vez mayor. De todas las variables fundamentales que vigilamos, esta es la más importante. Esperamos comprobarlo a medida que se reabra el mercado de nuevas emisiones. Más información el próximo mes.

En el pasado, si uno quería ver los primeros signos de angustia y malestar en la economía, tenía que observar los bancos y sus informes sobre provisiones. La aparición de la titulización nos permitió vigilar más de cerca el comportamiento de los consumidores (para quienes hayan visto La gran apuesta, nos referimos a los datos sobre remesas). La deuda de tarjetas de crédito y los préstamos para automóviles suelen ser el pájaro de mal agüero. En este momento, todo parece estar yendo inquietantemente bien. En la próxima edición les ofreceremos un análisis de los informes bancarios del cuarto trimestre de 2022.

Hoy, la situación es muy preocupante. No solo no hemos constatado apenas amortizaciones en este sector, sino que tampoco hemos percibido cambios en el precio de la prima de riesgo crediticio en los bolsillos menos llenos. Esta es un área en la que crece nuestra preocupación.

Dispersión y un sector a evitar

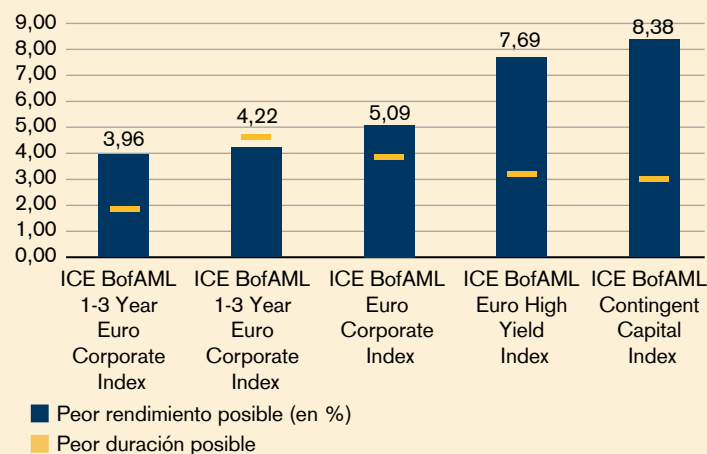
Cuando un ciclo crediticio coge las riendas (si lo hace), solemos esperar a que azote de forma desproporcionada a un sector o un pequeño número de sectores. Se habla mucho de los bancos europeos a este respecto, pero nuestra opinión es que, a pesar de su historial de problemas, su volatilidad y el efecto que una recesión podría desencadenar en las economías europeas, los bancos por sí mismos parecen robustos. Si aumentara su

dispersión sería una buena señal; de hecho, apenas dudamos de que la volatilidad vaya a persistir en 2023, algo que contribuirá a agitar el árbol de la dispersión. Si los bancos no son el sector que debemos evitar, serán una de las subclases de activos a los que deberemos agarrarnos. Quienes estén construyendo una cartera de activos de renta fija siguiendo la estrategia Barbell no harían mal del todo en incluir una asignación a bonos AT1 europeos de bancos de primera categoría, eso es, los blue chip¹.

Un rendimiento interesante respecto ad altre classi di credito

- El rendimiento del capital contingente sale favorecido si lo comparamos con el de los bonos corporativos europeos de alta rentabilidad.
- Medido por la duración, el riesgo de tipo de interés asociado a bonos CoCo resulta inferior al riesgo inherente a un índice de referencia corporativo amplio.

Rendimiento atractivo comparado con otras clases de crédito



Fuentes: BofA Merrill Lynch, Credit Suisse. Datos a 31/12/2022

El peor rendimiento posible que aparece indicado está calculado a fecha 31 de diciembre de 2022, sin considerar costes, cambios en la cartera, fluctuaciones de mercado ni posibles impagos. El peor rendimiento posible es meramente indicativo y puede sufrir modificaciones.

Otros candidatos potenciales para esa parte arriesgada (o poco querida) de la cartera Barbell son los híbridos corporativos y algunas de las áreas más volátiles de los mercados emergentes. La clave no es encontrar algo que sea un consenso a largo plazo, sino encontrar algo cuyos fundamentales sean mejores

¹ Un «blue chip» es una empresa reconocida, bien establecida y financieramente sólida que cotiza en bolsa. Las «blue chips» venden productos y servicios ampliamente aceptados.

En la medida en que estos materiales contengan afirmaciones sobre el futuro, dichas afirmaciones son prospectivas, están sujetas a una serie de riesgos e incertidumbres y no constituyen ninguna garantía de resultados ni rentabilidades futuros.

que la percepción actual del mercado. El mes que viene abordaremos estos dos aspectos y articularemos nuestra cartera ideal para el 2023 y más allá.

Trátese del sector automovilístico, el de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones, el de los constructores de viviendas, el financiero o el energético de 2020, a lo largo de un ciclo crediticio casi siempre hay un sector perjudicado y que reajusta sustancialmente sus precios. Dicho sector registra más impagos y menos recuperaciones, por lo que suele arrastrar la cicatriz hasta el siguiente ciclo. Por lo tanto, es el resultado

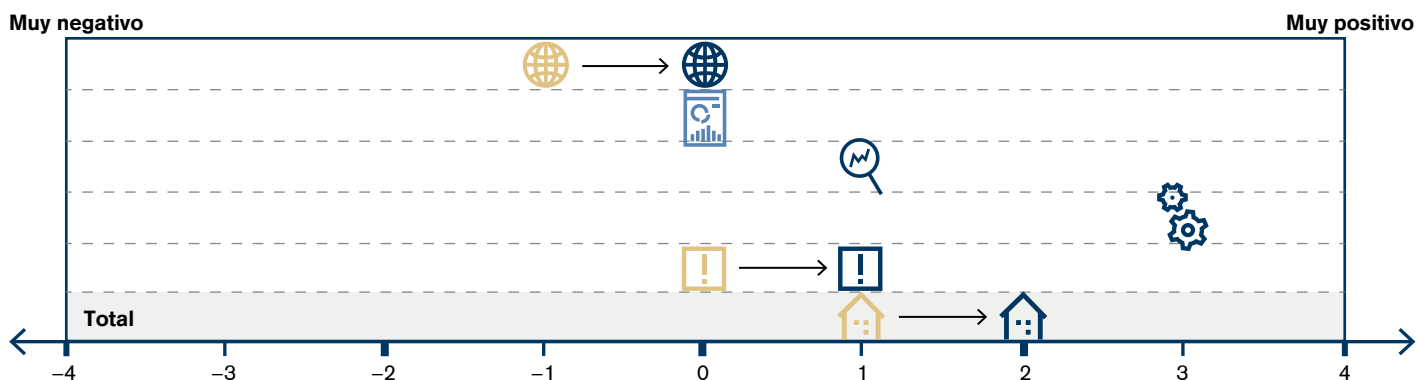
natural de que bancos y otras entidades prestatarias tengan que centrarse en la reestructuración, las recuperaciones y la cancelación del crédito de esos sectores durante un tiempo.

Al examinar nuestras carteras, no hay ningún candidato que actualmente nos llame la atención. Por ese motivo, optamos por mantener una gestión muy disciplinada de la cartera, evitando todo lo que suscite la más mínima preocupación. Ahora no es el momento de euforias ni de esperanzas irracionales.

Encaramos 2023 con optimismo, pero vigilantes

CSAM Fixed Income Investment Strategy

Risk appetite – Investment Grade



Perspectivas económicas (de -1 a 0). Los temores de recesión y la elevada inflación, junto a posibles tensiones energéticas durante el invierno, siguen proporcionando un incierto telón de fondo económico, aunque el clima benigno ha aliviado las preocupaciones fundadas en este último factor.



Fundamentales crediticios (sin cambios). En general, los fundamentales han empezado a deteriorarse y se espera que se debiliten en el futuro, como refleja el empeoramiento de las métricas crediticias en los informes de resultados. Por ahora, el GI sigue pareciendo sólido, mientras que las preocupaciones se centran sobre todo en la alta rentabilidad y los créditos más débiles.



Valoración (sin cambios). La mayoría de los mercados de crédito están descontando una recesión. Mientras que las valoraciones con GI siguen pareciendo muy atractivas, con rendimientos en máximos de varios años, la alta rentabilidad parece afrontar dificultades crecientes dados los diferenciales relativos comparativamente más ajustados.



Sentimiento / datos técnicos (sin cambios). Los flujos pasaron a ser positivos y las encuestas a inversores muestran un posicionamiento sobreponderado en bonos por primera vez desde 2009. La volatilidad sigue siendo elevada y la liquidez inferior a la media.



Riesgos de cola (de 0 a 1). Persiste el riesgo de un endurecimiento excesivo del BC, si bien reducido por una huella de inflación que últimamente sorprendió a la baja. El efecto inmediato de la crisis energética se vio suavizado recientemente por el clima templado.

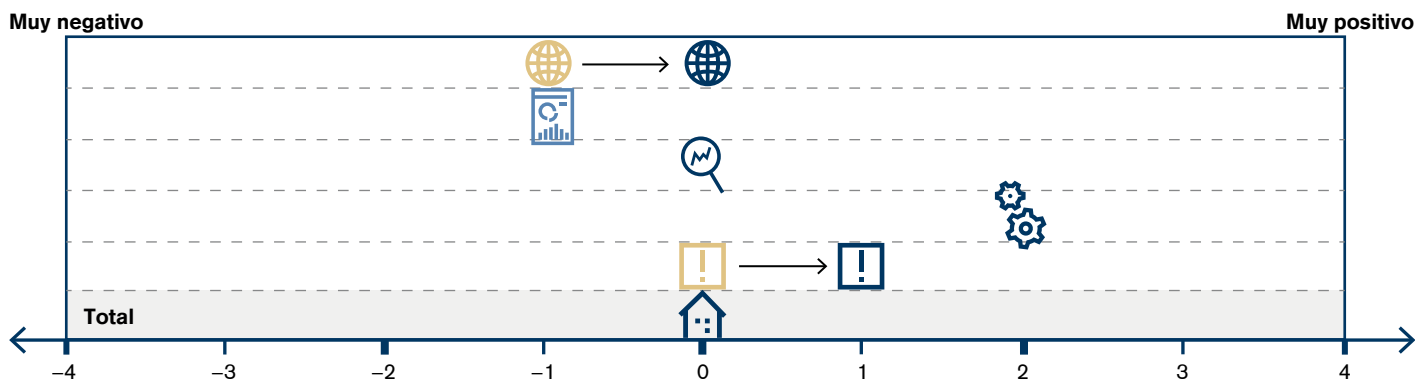
Fuente: Credit Suisse AG. A fecha 06.01.2023

Con fines meramente ilustrativos

En la medida en que estos materiales contengan afirmaciones sobre el futuro, dichas afirmaciones son prospectivas, están sujetas a una serie de riesgos e incertidumbres y no constituyen ninguna garantía de resultados ni rentabilidades futuros.

CSAM Fixed Income Investment Strategy

Risk appetite – High Yield



Perspectivas económicas (de -1 a 0). Los temores de recesión y la elevada inflación, junto a posibles tensiones energéticas durante el invierno, siguen proporcionando un incierto telón de fondo económico, aunque el clima benigno ha aliviado las preocupaciones fundadas en este último factor.



Fundamentales crediticios (sin cambios). En general, los fundamentales han empezado a deteriorarse y se espera que se debiliten en el futuro, como refleja el empeoramiento de las métricas crediticias en los informes de resultados. Por ahora, el GI sigue pareciendo sólido, mientras que las preocupaciones se centran sobre todo en la alta rentabilidad y los créditos más débiles.



Valoración (sin cambios). La mayoría de los mercados de crédito están descontando una recesión. Mientras que las valoraciones con GI siguen pareciendo muy atractivas, con rendimientos en máximos de varios años, la alta rentabilidad parece afrontar dificultades crecientes dados los diferenciales relativos comparativamente más ajustados.



Sentimiento / datos técnicos (sin cambios). Los flujos pasaron a ser positivos y las encuestas a inversores muestran un posicionamiento sobreponderado en bonos por primera vez desde 2009. La volatilidad sigue siendo elevada y la liquidez inferior a la media.



Riesgos de cola (de 0 a 1). Persiste el riesgo de un endurecimiento excesivo del BC, si bien reducido por una huella de inflación que últimamente sorprendió a la baja. El efecto inmediato de la crisis energética se vio suavizado recientemente por el clima templado.

Fuente: Credit Suisse AG. A fecha 06.01.2023
Con fines meramente ilustrativos

Ahora que hemos enumerado todas estas advertencias nos sentimos mucho más cómodos. Incluso tenemos la sensación de que necesitamos reafirmar nuestras principales conclusiones:

- La duración de los tipos de interés merece la pena.
- Los datos técnicos son muy favorables para la renta fija convencional con grado de inversión.
- Los fundamentales parecen positivos, pero hay cosas que debemos vigilar.
- Vendrá más volatilidad.
- Los bonos con grado de inversión emitidos por empresas aburridas y seguras presentan rentabilidades muy positivas en todos los escenarios posibles, salvo en el peor.

En resumen, con el telón de fondo de los datos de inflación y los recientes movimientos positivos del mercado, optamos por mantener una visión fuertemente alcista a medio plazo en cuanto a la renta fija, si bien con un sesgo creciente hacia la simplicidad y la liquidez.

Nos sentimos muy incómodos afirmando opiniones tan constructivas y esperamos de corazón poder ofrecer una visión mucho más matizada y equilibrada el mes que viene.

Fuente: Credit Suisse, a menos que se especifique lo contrario.

A menos que se indique lo contrario, todos los gráficos en este documento han sido elaborados por Credit Suisse Group AG y/o sus filiales con el máximo esmero y conforme a su leal saber y entender.

El presente material es material promocional de Credit Suisse Group AG y/o sus filiales (en adelante «CS») y proporciona información sobre una estrategia. El presente material no constituye ni forma parte de una oferta o invitación a emitir o vender, ni es una solicitud de oferta para suscribir o comprar ningún título u otro instrumento financiero, ni a realizar ninguna otra transacción financiera, ni tampoco constituye un incentivo o incitación a participar en ningún producto, oferta o inversión. Este material de marketing no es un documento contractualmente vinculante ni un documento informativo exigido por ninguna disposición legislativa. Nada de lo contenido en este material constituye un análisis ni un asesoramiento de inversión y no debe considerarse como tal. No está adaptado a sus circunstancias individuales ni implica una recomendación personal y no es suficiente para tomar una decisión de inversión. Nada de lo contenido en este material constituye un análisis ni un asesoramiento de inversión y no debe considerarse como tal. No está adaptado a sus circunstancias individuales ni implica una recomendación personal. CS no ofrece ninguna garantía con respecto al contenido o la exhaustividad de la información y, cuando la ley lo permita, no acepta ninguna responsabilidad por las pérdidas que pueda originar el uso de la información. Salvo que se indique otra cosa, las cifras no están auditadas. La información aquí contenida está destinada para el uso exclusivo del destinatario. La información proporcionada en el presente material puede ser modificada sin previo aviso después de la fecha de material, y CS no tiene ninguna obligación de actualizarla. El presente material puede contener información sujeta a licencia y/o protegida por derechos de propiedad intelectual de los licenciantes y titulares de los derechos de propiedad. Nada de lo contenido en el presente material se interpretará como una imposición de responsabilidad a los licenciantes o a los titulares de derechos de propiedad. Queda terminantemente prohibida la copia no autorizada de la información de los licenciantes o titulares de derechos de propiedad. Queda prohibido el reenvío, la distribución y la reproducción de este material. Cualquier reenvío, distribución o reproducción no está autorizado y puede suponer una violación de la Ley de Valores de Estados Unidos de 1933 en su versión vigente (la «Ley de Valores»). Asimismo, en lo referente a la inversión pueden existir conflictos de interés. En relación con la prestación de servicios, Credit Suisse AG y/o las empresas vinculadas con ella, podrán abonar a terceros o percibir de ellos una comisión única o recurrente (p. ej. comisiones de venta, comisiones de colocación o comisiones de renovación) como parte de sus honorarios o por otro motivo. Antes de tomar cualquier decisión de inversión, los posibles inversores deben evaluar de forma independiente y cuidadosa (con sus asesores fiscales, jurídicos y financieros) los riesgos específicos descritos en los materiales disponibles, y las consecuencias legales, regulatorias, crediticias, fiscales y contables aplicables.

Información importante para los inversores en España

El presente material de marketing lo distribuye Credit Suisse AG Sucursal en España a clientes particulares y profesionales o institucionales.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE GROUP AG y / o sus filiales. Todos los derechos reservados.

Distribuidor: Credit Suisse AG, Sucursal en España¹, Calle Ayala 42, 28001 Madrid | Language version available: Spanish | Supervisor (Entity of Registration): Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV"), Edison, 4, 28006 Madrid, Spain, Tel.: +34 91 585 15 00, Website: <https://www.cnmv.es/>

¹ La entidad jurídica que proporciona la documentación completa de la oferta, el documento de datos fundamentales para el inversor (key investor information document, KIID), el reglamento del fondo, así como los informes anuales y semestrales en su caso, pueden obtenerse gratuitamente.