



IDENTIFICAR VALOR A LO LARGO DEL CICLO DE CRÉDITO

Respondemos a 9 preguntas clave sobre el crédito – La edición de 2025

Material de marketing dirigido exclusivamente a inversores profesionales.
Prohibida la distribución a inversores particulares.

ROBECO
The Investment Engineers

Deje que los números
iluminen el camino

Contenido

| | |
|---|-----------|
| 1. INTRODUCCIÓN | 4 |
| Respondemos a 9 preguntas clave sobre el crédito | |
| | |
| 2. PREGUNTAS DE LOS CLIENTES | 5 |
| ¿El efectivo sigue siendo el rey? | 5 |
| ¿Equivale la búsqueda de TIR a la búsqueda de rentabilidad total? | 7 |
| ¿Es el crédito IG el gran diversificador? | 9 |
| ¿Cómo se identifica el valor? | 11 |
| ¿Qué estrategias se usan para gestionar el riesgo? | 13 |
| ¿Qué papel desempeñan las cuestiones ASG? | 15 |
| ¿El crédito investment grade sigue siendo una buena opción? | 17 |
| ¿Un tesoro oculto en el mercado de bonos actual? | 20 |
| ¿Cómo destacar en la inversión en crédito? | 22 |
| | |
| 3. SOLUCIONES DE INVERSIÓN EN CRÉDITO | 25 |
| Soluciones de crédito para todos los objetivos de inversión | |

Respondemos a 9 preguntas clave sobre el crédito – La edición de 2025

Después del ciclo de subidas de tipos más agresivo de los bancos centrales en 40 años y con los recortes ya en marcha, el 2025 promete ser impredecible y volátil. En esos períodos, el crédito IG sigue siendo una fuente de ingresos fiable, que ofrece ventajas de diversificación y la posibilidad de obtener rentabilidades atractivas.

Este folleto actualizado se basa en la experiencia de Robeco para responder a las preocupaciones de los clientes sobre la inversión crediticia. Nuestro objetivo es ofrecer orientación accesible y profunda sobre la identificación de valor, la gestión del riesgo y aprovechar las oportunidades. Esperamos que estas ideas aporten los conocimientos y la inspiración necesarios para aprovechar el entorno crediticio actual.



¿El efectivo sigue siendo el rey?

Mientras que 2024 supuso un aumento de los flujos hacia el crédito y los bonos del Tesoro, los fondos del mercado monetario siguieron siendo populares. Las carteras de los inversores siguen contando con importantes tenencias de efectivo, por lo que se plantean una cuestión fundamental: ¿El dinero en efectivo sigue dominando o el crédito se ha convertido en la opción más atractiva?

Hasta ahora, en 2025 el efectivo ha seguido ofreciendo a los inversores rentabilidades atractivas en relación con la deuda pública y el crédito de alta calidad. Sin embargo, a medida que los bancos centrales comiencen a relajar los tipos anticipándose a un entorno inflacionista más favorable, probablemente disminuyan las perspectivas de rentabilidad del efectivo, lo que convierte el crédito a los actuales niveles de TIR en una alternativa más atractiva.

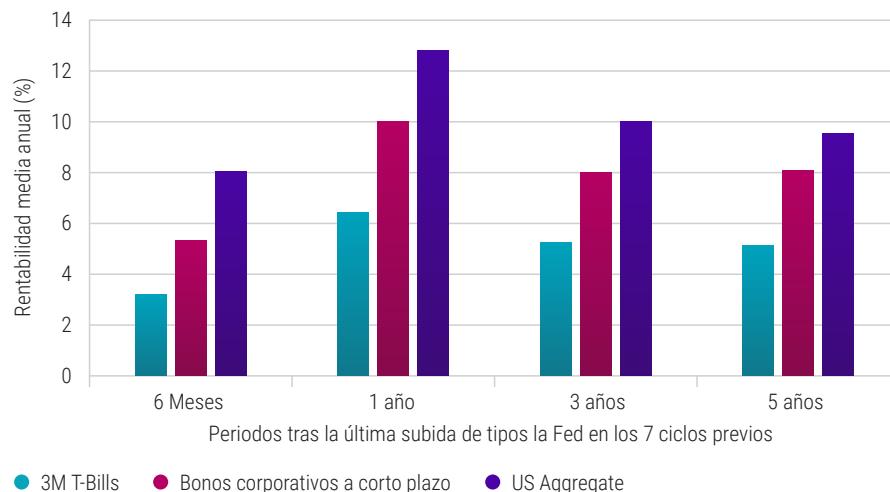
El crédito IG ofrece mayor potencial de rentabilidad

En primer lugar, el crédito con calificación IG y BB presenta una atractiva mejoría de la TIR en comparación con el efectivo, especialmente en un entorno en el que los bancos centrales comienzan a relajar los tipos. Además de esto, el crédito protege a los inversores frente a futuras bajadas de tipos que reducirían inmediatamente la rentabilidad de las inversiones en el mercado monetario. En el ámbito del crédito de alta calidad, las perspectivas de rentabilidad parecen cada vez más atractivas (en particular, las del crédito de vencimiento corto), ya que los inversores pueden obtener rendimientos superiores a los del efectivo durante los 12 meses siguientes con un riesgo limitado de tipos de interés o de spread.

“Los inversores pueden obtener rendimientos superiores a los del efectivo durante los próximos 12 meses con un riesgo limitado de tipos de interés o de spread”

Los fondos del mercado monetario y la deuda pública de corta duración se han considerado instrumentos atractivos a los que destinar el efectivo con TIRs superiores al 4%. Sin embargo, la historia nos dice que estos instrumentos no son los más beneficiados cuando los bancos centrales recurren a la flexibilización de la política monetaria.

Al comparar la rentabilidad de los bonos corporativos a corto plazo con las inversiones en el mercado monetario y los bonos a más largo plazo en períodos posteriores a la última subida de tipos de la Fed, descubrimos tendencias interesantes. Como se muestra en la Figura 1, el rendimiento de los bonos corporativos a corto plazo superó al de los mercados monetarios en una media de 300 pb respecto a diferentes horizontes de inversión (períodos de tenencia). Aunque los bonos de mayor duración (US Aggregate) ofrecieron una rentabilidad mayor, conllevan más riesgo de duración. Por tanto, los bonos de mayor duración se verían más perjudicados si se mantiene la volatilidad en los intereses.

Figura 1: La rentabilidad de los bonos de vencimiento corto ha superado históricamente a la del efectivo

Fuente: Robeco y Bloomberg, julio de 2024.

El entorno del mercado actual sigue favoreciendo el crédito

La economía de EE.UU. sigue evolucionando favorablemente y, aunque la presidencia de Trump introduce una nueva dosis de incertidumbre, consideramos que su programa a favor del crecimiento favorece a las empresas estadounidenses. El crecimiento en Europa ha presentado más dificultades, pero no esperamos una recesión grave. Y lo que es más importante, los fundamentales corporativos siguen pareciendo estables y sólidos, particularmente en el caso de las empresas con calificación IG y BB. Eso no significa que a todas las empresas les vaya a ir bien. Ya hemos observado algunas dificultades en el sector minorista de EE.UU., las compañías de agua del Reino Unido y el sector del automóvil, pero en general las perspectivas para las compañías con calificación IG y BB siguen siendo positivas.

Algunas partes del mercado crediticio pueden ser más vulnerables a una desaceleración económica o a unos costes de refinanciación constantemente elevados. Sin embargo, las compañías con calificación IG y BB tienen una posición ventajosa para obtener buenos resultados, incluso en una economía de crecimiento moderado o en un entorno de tipos más altos, debido a sus niveles conservadores de deuda. Además, suelen tener más deuda pendiente a largo plazo, lo que significa que no hay riesgo a corto plazo de tener que refinanciarse a tipos más altos.

Mejor diversificación de riesgos y oportunidades alfa

En tercer lugar, pasar del efectivo al crédito IG y al crédito en la zona límite permite una mayor diversificación del riesgo asociado al emisor. Las inversiones en el mercado de divisas suelen concentrarse en un número reducido de emisores o contrapartes de alta calidad, lo que se traduce en una exposición significativa a unas pocas entidades.

En cambio, invertir en créditos de alta calidad con calificación IG y BB permite una diversificación más amplia entre emisores. Por ejemplo, nuestra estrategia global de crédito incluye inversiones en más de 130 compañías del mercado global de crédito IG. La gran ventaja de invertir en los mercados de crédito es el vasto universo de miles de emisores en múltiples divisas: existen muchas vías para generar rentabilidad (o rentabilidad extraordinaria). ●



¿Equivale la búsqueda de TIR a la búsqueda de rentabilidad total?

Los últimos años han constituido una montaña rusa para los inversores en renta fija, con TIRs que se mantienen elevadas a medida que los mercados prevén nuevas políticas favorables al crecimiento bajo una nueva presidencia de Donald Trump, políticas que también podrían llevar a que la inflación sea más persistente de lo esperado. Con la última subida de las TIRs de los bonos, vuelven a ser una fuente de ingresos para los inversores. ¿Pero un aumento de la TIR implica un incremento de la rentabilidad total?

Normalmente, la TIR es el determinante más importante de la rentabilidad de los bonos a largo plazo. Sin embargo, en los últimos años, los entornos de TIR baja e incluso negativa han hecho de las plusvalías el principal motor de la rentabilidad de los bonos. Ahora que las TIRs son más altas, los bonos están mejor preparados para absorber una subida de tipos antes de que la rentabilidad total se adentre en territorio

negativo. Aunque las TIRs han subido en la mayoría de los segmentos del mercado global de renta fija, vemos el valor más atractivo en el crédito de alta calidad, que definimos como crédito IG y en la zona límite (calificación BB). Estas zonas del mercado de renta fija ofrecen una TIR atractiva con un riesgo de crédito limitado.

“El valor más atractivo lo vemos en el crédito de alta calidad”

Análisis de la rentabilidad del crédito IG en entornos de TIRs similares

Para evaluar el potencial de rentabilidad total del crédito IG en el actual entorno de TIR, analizamos los períodos de doce meses de los últimos 24 años que comenzaron con niveles de TIR similares. A continuación, calculamos la rentabilidad total de dichos períodos. En la Figura 2 se muestra la distribución de la rentabilidad total de los 61 períodos de 12 meses que constituyeron la muestra analizada, cada uno de los cuales comenzó con un nivel de TIR de entre el 4,5 y el 5,5%.

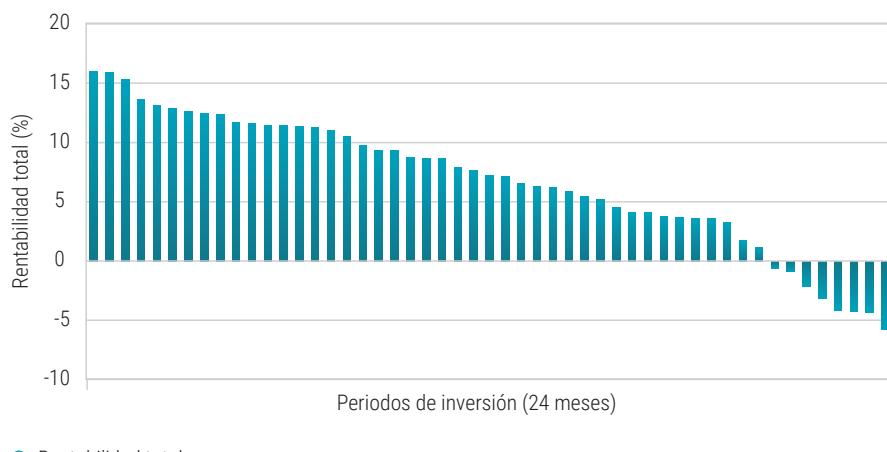
Vemos que la probabilidad de obtención de una rentabilidad total positiva es muy alta. Solo en 3 de los 61 períodos la rentabilidad total se situó entre el -6 y el -3,1%. La rentabilidad total más baja se situó en el -5,6%, mientras que la rentabilidad total más alta fue del 15,9%. La rentabilidad media se situó en el 6,7%.

¿Qué implica esto para el crédito IG? En primer lugar, dados los niveles de TIR actuales, el crédito IG ha presentado históricamente una rentabilidad total positiva a lo largo de un periodo de 2 años en la mayoría de los casos en los que existían niveles de TIRs similares.

En segundo lugar, en la mayoría de los casos observamos rentabilidades totales positivas durante un periodo de tenencia de 2 años, y en la mayoría observamos rentabilidades totales anualizadas de entre el 6 y el 12%. Aunque debemos ser prudentes a la hora de basarnos en la rentabilidad pasada para hacer

predicciones sobre rentabilidades futuras, creemos que el rumbo está claro. El nivel actual de TIRs en crédito IG hace que la rentabilidad total de los bonos pueda ser atractiva en diversos entornos de mercado.

Figura 2: Distribución de la rentabilidad total del crédito IG global a lo largo de un periodo de tenencia de 24 meses



Fuente: Bloomberg, Robeco. Periodo de análisis: De marzo de 2001 a diciembre de 2024. Este gráfico muestra la distribución de la rentabilidad total del índice Bloomberg Global Aggregate – Corporates correspondiente a los 61 períodos de 12 meses que comenzaron con un nivel de TIR de entre el 4 y el 5%. La rentabilidad mostrada no tiene cobertura y puede diferir de la divisa del país en el que usted reside. Debido a las fluctuaciones en los tipos de cambio, la rentabilidad mostrada puede aumentar o disminuir tras la conversión a su divisa local. Las cifras correspondientes a períodos inferiores a un año no se anualizan. El valor de las inversiones puede fluctuar. La rentabilidad anterior no es garantía de resultados futuros. Este análisis es meramente ilustrativo y no representa ninguna estrategia de inversión de Robeco.

Evaluación de la rentabilidad del crédito IG en escenarios económicos diferentes

En un escenario de "soft landing" en el que EE.UU. experimente un crecimiento y una inflación sostenidos pero moderados, es probable que los tipos de interés de los bancos centrales y las TIRs de los bonos desciendan gradualmente desde los niveles actuales, mientras que los spreads corporativos se mantengan en el rango actual. Este entorno es favorable a la rentabilidad total del crédito IG.

En un escenario económico sin aterrizaje, en particular para la economía de EE.UU., y de inflación más obstinada, las TIRs de los bonos podrían mantenerse en los niveles actuales o incluso subir. Pese a todo y dados los niveles actuales, la atractiva rentabilidad vía carry del crédito IG debería de ser capaz de absorber la mayor parte del impacto negativo del aumento de las TIRs. Los inversores tienen la oportunidad de obtener TIRs atractivas durante varios años.

En un escenario de aterrizaje forzoso en que la economía de EE.UU. cayera en recesión, aunque este no es nuestra hipótesis base, los bancos centrales probablemente se verían obligados a recortar los tipos de forma más agresiva, empujando a la baja las TIRs de los bonos. A medida que los mercados pasen de activos de mayor riesgo a la seguridad de la deuda pública, los spreads de los créditos IG podrían ampliarse. Sin embargo, la caída de las TIRs de los bonos ayudaría a compensar el impacto de la ampliación de los diferenciales de crédito, apoyando las rentabilidades totales. Además, la correlación habitualmente negativa entre la renta variable y el crédito IG en un entorno recesivo podría convertir al crédito en una cobertura efectiva frente a unas rentabilidades más débiles de la renta variable.

Según los datos históricos y los distintos escenarios económicos, podemos concluir que, en el mercado global de renta fija, el crédito IG ofrece un potencial de TIR y de rentabilidad total atractivo con un riesgo limitado. En cualquier entorno de mercado, un enfoque activo y un análisis por fundamentales completo y bottom-up son esenciales para lograr una TIR y una rentabilidad interesantes sin demasiado riesgo. ●



¿Es el crédito IG el gran diversificador?

Históricamente, los bonos han sido la piedra angular de las carteras, valorados por sus ingresos y ventajas de diversificación respecto a clases de activos de mayor riesgo como la renta variable y las materias primas. Sin embargo, en los últimos años, el crédito no siempre ha ofrecido la diversificación que esperaban los inversores. Ahora que las TIRs han subido, ¿pueden los inversores confiar en el crédito IG para diversificar sus carteras en los próximos años o deberían ser más escépticos sobre sus ventajas de diversificación?

Los mercados mundiales de crédito IG han experimentado importantes caídas, a menudo coincidiendo con rentabilidades negativas de la renta variable, a medida que la volatilidad de los tipos afectaba a ambas clases de activos. Ello condujo a los inversores a cuestionar la fiabilidad de los bonos, y en concreto del crédito IG, como herramienta de diversificación. Para responder a esta pregunta, primero tenemos que ver cómo se ha comportado el crédito IG en comparación con otras clases de activos en los últimos 25 años, especialmente en los años en que la renta variable obtuvo un rendimiento negativo.

Perspectiva histórica de la rentabilidad del crédito IG

Los mercados de renta variable (índice MSCI World) registraron rentabilidades negativas en los años 2000-2002, 2008 y 2022. Las caídas masivas de los mercados de renta variable en 2001-2002 y 2008 coincidieron con una recesión en EE.UU. y, en el 2000, los mercados de renta variable se desplomaron debido a problemas en los sectores de la tecnología, los medios de comunicación y las telecomunicaciones. La liquidación de los mercados de renta variable de 2022 fue el resultado de un feroz ciclo de subidas de tipos impuestas por los bancos centrales para frenar el repunte de la inflación.

“El crédito IG presenta un perfil de rentabilidad/riesgo muy atractivo, por eso merece ocupar un lugar en una cartera equilibrada”

Durante la caída de la renta variable en los años 2000-2002, el crédito IG global ofreció rentabilidades positivas. Por ejemplo, en 2002 los mercados mundiales de renta variable cayeron casi un 20%, mientras que el crédito IG global (Bloomberg Corporate Index con cobertura en USD) generó una rentabilidad positiva del 14,8% y proporcionó ventajas de diversificación a los inversores de crédito IG global.

El mercado en 2008 fue testigo de importantes caídas en la mayoría de las clases de activos. Los mercados de renta variable global cayeron un 40,7%, y los de materias primas y high yield, un -46% y un -27%, respectivamente. El crédito IG global generó una rentabilidad negativa del -8,6%. Sin embargo, se trató de una caída más leve en comparación con la de otras clases de activos.

El único mercado bajista durante este período en que el crédito global IG no proporcionó beneficios de

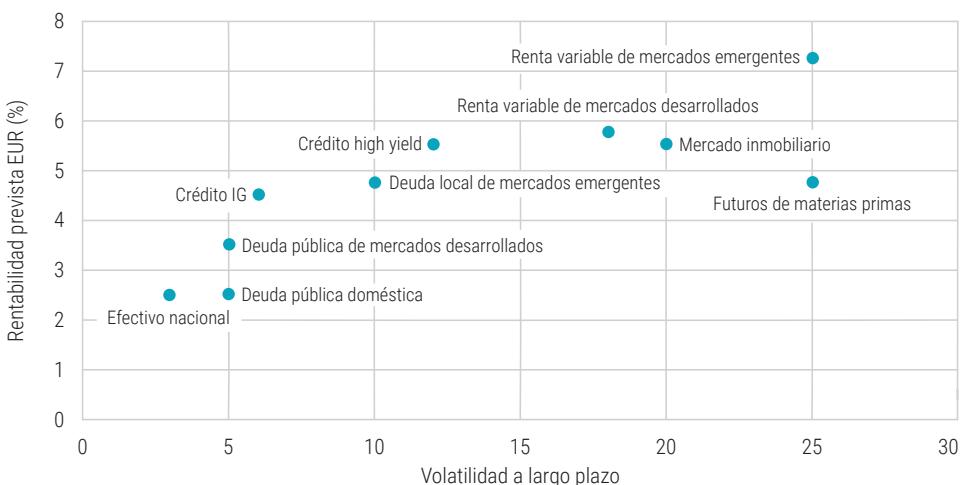
diversificación fue en 2022, cuando las caídas alcanzaron el -16,7%, prácticamente iguales a las de los mercados globales de renta variable. Esta fuerte caída del crédito global IG se debió principalmente a su mayor sensibilidad a la duración, que lo hizo más vulnerable a la pronunciada subida de las TIRs de los bonos de ese año.

Remontándonos a los períodos risk-off más señalados de los últimos 25 años, observamos que en la mayoría de ellos el crédito IG obtuvo rentabilidades totales positivas o, en un solo caso (2008), una caída más leve en comparación con los mercados de renta variable y de materias primas, proporcionando así valiosas ventajas de diversificación a los inversores. A principios de agosto de 2024, cuando la volatilidad de los mercados reapareció como respuesta a la debilidad de los datos macroeconómicos estadounidenses y a los riesgos geopolíticos en Oriente Medio, el crédito IG ofreció diversificación y generó rentabilidades positivas mientras los mercados de renta variable caían.

Perfil de rentabilidad/riesgo del crédito IG en un contexto multiactivo

Adoptemos un enfoque prospectivo para evaluar las ventajas de diversificación del crédito IG guiándonos por las perspectivas a 5 años del equipo de multiactivos de Robeco. Eso incluye las rentabilidades esperadas y las estimaciones de volatilidad a largo plazo de varias clases de activos. Esas proyecciones se basan en una combinación de modelos internos de Robeco y estudios externos, mediante diversos índices de mercado y una mezcla de datos históricos y parámetros predictivos. Los perfiles de riesgo/rentabilidad obtenidos se ilustran en la Figura 3.

Figura 3: Rentabilidad esperada frente a volatilidad a largo plazo de las clases de activos



Fuente: Robeco, publicación de previsiones de rentabilidad a 5 años. septiembre de 2023.

Este gráfico destaca claramente el perfil superior de rentabilidad/riesgo del crédito IG en comparación con otras clases de activos. Ofrece uno de los perfiles de volatilidad a largo plazo más bajos, a la vez que proporciona un potencial de rentabilidad superior a la deuda pública. Además, su potencial de rentabilidad a largo plazo es solo ligeramente inferior a la mayoría de las clases de activos de mayor riesgo, con la notable excepción de la renta variable de los mercados emergentes.

Basándonos en este análisis, podemos concluir que el crédito IG presenta un perfil de rentabilidad/riesgo muy atractivo, por lo que merece ocupar su lugar en una cartera equilibrada. Puede reducir significativamente la volatilidad, manteniendo al mismo tiempo un fuerte potencial de rentabilidad a largo plazo.

El grado de exposición al crédito IG en una cartera equilibrada también depende de la visión táctica a corto plazo del inversor. Si se considera que las economías experimentarán una desaceleración significativa o una recesión, entonces el crédito IG podría superar a otras clases de activos de más riesgo, como la renta variable, las materias primas e incluso el high yield, aportando las ventajas de diversificación que los inversores buscarán en un entorno de mercado de estas características. ●



¿Cómo se identifica el valor?

Determinar si una inversión en crédito está infravalorada (o barata) es importante, pero no suficiente. El reto (y la oportunidad) está en realizar un análisis por fundamentales exhaustivo para comprobar si el bono representa una oportunidad de valor y que su bajo precio no se debe a problemas subyacentes que podrían plantear riesgos importantes. Por tanto, ¿dónde identificamos valor dentro de los mercados globales de crédito?

Comprender las valoraciones del mercado

En la gestión activa de crédito, nos centramos en el valor relativo de los emisores en comparación con un índice de referencia. La mejor forma de identificar ese valor es comparando el diferencial de crédito de un emisor o sector específico con el diferencial del índice. Por ejemplo, podemos comparar el diferencial de crédito de un bono corporativo con calificación BBB frente al diferencial medio de un índice BBB comparable. Si el bono corporativo cotiza con un diferencial de crédito más alto en comparación con el índice y en relación con su propio historial, esto indica un valor potencialmente atractivo.

“La verdadera oportunidad consiste en garantizar que un crédito sea una oportunidad de valor, no solo «barato»

La tabla de valoraciones simplificadas de abajo muestra el diferencial ajustado por opciones (OAS) de diversos segmentos del mercado, e indica qué segmentos del mercado global de crédito están infravalorados y cuáles sobrevalorados.¹ Se trata de una medida utilizada en el análisis crediticio para comparar la TIR de un bono con la tasa de rentabilidad sin riesgo.

Para identificar si una categoría es barata o no, comparamos el spread actual (a fecha del 8 de enero del 2025) con su mediana a largo plazo. En este caso, nos retrotraemos al 2005. Preferimos utilizar la mediana a la media de los diferenciales, ya que esto amortigua el impacto de los picos de diferenciales causados por repuntes repentinos de volatilidad o lagunas de liquidez.

La comparación, expresada como ratio, muestra claramente si una categoría es barata (ratio superior a 1) o cara (ratio inferior a 1). Por ejemplo, observemos el crédito IG en USD, que actualmente cotiza a una ratio de spread de 0,62. Esta ratio ilustra que el mercado está aproximadamente un 38% más caro en comparación con su historial a largo plazo.

1. Tenga en cuenta que esta tabla no es exhaustiva, ya que normalmente evaluamos muchos segmentos y sectores del mercado global de crédito.

Tabla 1: OAS para varios segmentos del mercado

| Índice OAS (pb) | EUR | | | | | USD | | | |
|----------------------------|-----------------|----------------|--------------------|------------------------|--------------------|-----------------|--------------------------|--------------------|-----------------|
| | EUR IG Corp. | EUR Covered | EUR Bank Senior | EUR Sub. Financials | EUR HY ex. Fin. | USD IG Corp. | USD Fin. Institutions | USD HY ex. Fin. | USD EM Corp. |
| OAS actual | 102 | 56 | 101 | 160 | 312 | 79 | 82 | 281 | 207 |
| Mediana de OAS | 121 | 57 | 102 | 249 | 384 | 127 | 123 | 427 | 341 |
| OAS (actual/ mediana) | 0,84 | 0,98 | 0,99 | 0,64 | 0,81 | 0,62 | 0,67 | 0,66 | 0,61 |
| Percentil (bajo = rico) | 33% | 49% | 48% | 10% | 21% | 1% | 17% | 4% | 9% |

Fuente: Robeco, Bloomberg. El diferencial de crédito se define como el diferencial ajustado a opciones respecto a la deuda pública de duración similar. Los diferenciales de crédito que figuran aquí se basan en el diferencial del índice del mercado correspondiente. Datos de la tabla de valoraciones de crédito a 8 de enero del 2025. Los datos abarcan desde 2005.

El sector financiero y los bonos garantizados en EUR son el centro de atención

La ratio de spread de la deuda bancaria preferente en EUR es de 0,99, lo cual indica que el diferencial de crédito medio en este segmento del mercado global de crédito cotiza en línea con la mediana del spread a largo plazo. Ahora mismo consideramos que este segmento del mercado es atractivo, sin duda en relación con otros segmentos de los mercados de crédito mundiales, por lo que tenemos una posición sobreponderada en deuda bancaria preferente en EUR en nuestras carteras de crédito.

Además, desde una perspectiva crediticia fundamental, apostamos por los bancos europeos. El resto del mercado de crédito IG en EUR, con una ratio de 0,84, también cotiza por debajo del nivel medio de spread a largo plazo, pero significativamente menos en comparación con las empresas de inversión en USD. Este mercado incluye deuda financiera y corporativa. En particular, como hemos visto con la deuda bancaria preferente en EUR, los valores financieros cotizan a niveles más atractivos, mientras que los valores corporativos en EUR se encuentran en niveles de diferencial menos atractivos. En consecuencia, en el mercado de crédito investment grade en EUR tenemos una posición sobreponderada en deuda financiera, e infraponderada en deuda corporativa. Otro segmento que también nos interesa son los bonos garantizados en EUR, que también se negocian en línea con los niveles medios de spread a largo plazo y no son tan caros como muchos segmentos del mercado estadounidense.

En resumen, la combinación del enfoque anterior con evaluaciones top-down de los fundamentales macro y empresariales, así como de factores técnicos, ayuda a identificar segmentos atractivos y sobrevalorados en el mercado crediticio. Aunque los mercados de crédito puedan resultar caros, la fuerte demanda, las emisiones limitadas o las políticas acomodaticias de los bancos centrales podrían sostener unas valoraciones elevadas. Ello pone de relieve la complejidad de la inversión crediticia y la importancia de la gestión activa para identificar a las empresas líderes del mercado. ●



¿Qué estrategias se usan para gestionar el riesgo?

A los inversores les gusta verse recompensados por asumir riesgos. Aunque los bonos corporativos pueden tener valoraciones atractivas, el crédito value suele tener valoraciones más bajas debido al miedo en el mercado o a sesgos de comportamiento. Los bonos que presentan características value en el ámbito corporativo tienden a tener una volatilidad ligeramente mayor, pero también una rentabilidad más alta. Esto plantea la siguiente pregunta: ¿cómo gestionar eficazmente el riesgo para mejorar los resultados de las inversiones?

Equilibrio entre valor y riesgo mediante una gestión activa

Nuestro objetivo es construir una cartera lo suficientemente diversificada como para minimizar el impacto de cualquier evento de crédito negativo, y lo suficientemente concentrada como para que se beneficie de una gestión activa. Para ello, analizamos clases de crédito de los mercados globales en busca de valor que se haya ignorado debido a sesgos y segmentaciones. A menudo, se pueden encontrar oportunidades en bonos de duración más corta con valoraciones atractivas en relación con otros bonos corporativos, y la historia nos recuerda que estas primas tienden a revertir a la media.

“La clave del éxito consiste en equilibrar valor y riesgo a través de una gestión activa, descubriendo oportunidades y controlando los riesgos”

Aplicamos tres principios fundamentales para gestionar y controlar eficazmente los riesgos:

- 1. Diversificación:** Al repartir las inversiones entre distintos emisores, reducimos el riesgo de concentración. Por ejemplo, si la empresa emisora atraviesa dificultades financieras, es posible que los accionistas no reciban un reembolso íntegro. Al crear carteras diversificadas, los inversores pueden limitar el impacto del riesgo en la rentabilidad. En consecuencia, nuestras carteras suelen diversificarse en más de 100 emisores diferentes.
- 2. Límites de emisor:** Imponer límites estrictos, como límites de concentración absolutos o relativos basados en calificaciones, protege a los inversores cuando aumenta la cantidad de estrategias o mandatos. Vender una gran cantidad de deuda con calificación AA es más fácil que vender la misma cantidad de deuda en crédito con una calificación inferior. La liquidez adquiere especial relevancia cuando se invierte en crédito de menor calidad, ya que la probabilidad de impago aumenta desproporcionadamente.

3. Duración por diferencial (DTS): El análisis de crédito bottom-up por fundamentales es importante para identificar los riesgos relevantes y evitar la trampa de valor que consiste en comprar crédito que es barato debido a un mayor riesgo de impago. Los inversores deben conocer cómo influye la volatilidad de los diferenciales de crédito en la rentabilidad, y de qué forma puede construirse una cartera de crédito para reducir la volatilidad.

Riesgo recompensado

Es importante que los inversores distingan entre factores de riesgo recompensados y no recompensados. Consideramos riesgos recompensados los que dan frutos adoptando un enfoque contrarian basado en un riguroso análisis. Si creemos que la puntuación F² de un emisor indica una mejora fundamental ignorada por el mercado debido al temor a una recesión, malos ciclos de beneficios o una agencia de calificación lenta, lo percibimos como riesgo recompensado.

Además, el riesgo de subordinación también puede verse recompensado. Las empresas sólidas con fundamentales robustos pueden emitir distintos tipos de instrumentos de deuda, como deuda preferente, subordinada, de primer o segundo grado de prelación, o pagarés de pago en especie. La deuda preferente y subordinada tienen la misma probabilidad de impago, y si la probabilidad de impago de un emisor es extremadamente baja, puede ser beneficioso invertir en su deuda subordinada. Esto es especialmente cierto cuando los diferenciales se amplían y ofrecen a los inversores puntos de entrada atractivos.

Riesgo no recompensado

Hay una serie de riesgos no recompensados, como los idiosincrásicos, que son más frecuentes en determinados segmentos del mercado, como el inmobiliario, el minorista y el de ocio. Históricamente, los impagos se han concentrado en estos sectores; pero se puede invertir en ellos con la debida cautela.

Moverse en un rango demasiado bajo de la estructura de capital también puede ser poco fructífero. Las empresas muy endeudadas podrían tener dificultades para pagar los cupones y responder a sus obligaciones de deuda. Además, la gobernanza débil resulta desfavorable, ya que puede exponer a los inversores en crédito a un riesgo de bajada importante. Los riesgos sostenibles pueden ser perjudiciales, sobre todo para las compañías contaminantes, que probablemente se enfrentarán a presiones normativas a medida que se acelere la transición a una economía de bajas emisiones de carbono.

Al gestionar los riesgos del mercado y de crédito, se compensa adecuadamente a los inversores. Nuestro propio sistema de gestión de riesgos mide y controla el riesgo crediticio en todas las carteras, lo cual permite supervisar las exposiciones específicas del mercado, el sector y la empresa. El riesgo se evalúa según el peso, el spread y la duración de cada inversión, lo cual se traduce en puntos de riesgo. Los puntos reflejan la convicción del gestor de la cartera al asignar el riesgo a una participación. ●

2. La puntuación F de Piotroski es una herramienta financiera desarrollada por Joseph Piotroski que evalúa la solidez financiera de una empresa basándose en nueve criterios que abarcan la rentabilidad, el apalancamiento, la liquidez y la eficiencia operativa. Las puntuaciones van de 0 a 9, y las más altas indican mejor salud financiera.



¿Qué papel desempeñan las cuestiones ASG?

Un análisis crediticio eficaz va más allá de los números para valorar la capacidad de un emisor de generar un flujo de caja sostenible y devolver la deuda. El eje de nuestro enfoque es una puntuación fundamental (puntuación F³), que valora cinco factores clave, incluido el perfil ASG de un emisor. Al integrar las cuestiones ASG con la estrategia corporativa, la solidez financiera, la estructura empresarial y las cláusulas, descubrimos riesgos y oportunidades que generan valor a largo plazo en las inversiones en bonos corporativos. ¿Pero cómo la integración de la ASG mejora la toma de decisiones?

La integración de factores ASG en el análisis de crédito

Desde el 2010, nuestro equipo de crédito ha integrado el análisis ASG en la selección bottom-up de valores para evaluar el riesgo y la recompensa de las inversiones en bonos corporativos. Esto implica evaluar cuatro elementos clave: el impacto del producto o servicio, el sistema de gobernanza de la empresa, la posición de la empresa en relación con los criterios ASG clave, y la resiliencia al clima y estrategia de descarbonización de la empresa. También aplicamos el análisis por fundamentales al ámbito ASG, ya que la calidad de los datos no siempre es tan rigurosa como en el caso de los indicadores financieros. Todos los informes corporativos que elabora el analista de crédito tienen una sección de integración ASG que incluye una puntuación climática y una puntuación ODS para evaluar la alineación de la empresa con los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU.

“La integración de factores ASG ayuda a identificar riesgos y oportunidades a la vez que se alinea con los objetivos sociales

Descripción de los cuatro pilares de la integración ASG

1. El primer pilar examina la materialidad financiera de los productos y servicios de una empresa, valorando si presentan riesgos comerciales para los inversores crediticios. Las compañías que producen bienes no sostenibles podrían enfrentarse a retos como el descenso de las ventas o la presión sobre los beneficios ejercida por los impuestos sobre el carbono. Por ejemplo, una compañía petrolera podría verse afectada por la huella medioambiental de sus ofertas, lo cual supondría dificultades reglamentarias o de mercado.
2. El segundo pilar se centra en la gobernanza corporativa. Esta es esencial porque cualquier problema
3. La puntuación F de Piotroski es una herramienta financiera desarrollada por Joseph Piotroski que evalúa la solidez financiera de una empresa. Las puntuaciones van de 0 a 9, y las más altas indican mejor salud financiera.

en este ámbito casi siempre tiene un importante impacto en la integridad operativa y financiera de la empresa.

3. El tercer pilar evalúa factores de riesgo ASG claves, los cuales varían según el sector. El equipo de Análisis de inversión sostenible de Robeco destaca en este campo, ya que proporciona un umbral de materialidad que refleja elementos críticos para cada sector.
4. El último pilar valora la exposición de un emisor al cambio climático y su preparación para mitigar los riesgos relacionados. Los analistas emplean una puntuación climática para evaluar los riesgos financieros que el clima plantea a la empresa y su repercusión en el medio ambiente. Ello incluye la revisión de la intensidad de carbono y la credibilidad de su estrategia de descarbonización.

Caso práctico: La industria automotriz

La industria automotriz y sus desafíos actuales, que se deben a la considerable transición a la que se enfrenta, ilustran la importancia del cuarto pilar. La mayoría de los fabricantes de automóviles no están bien preparados para hacer frente a las preocupaciones sindicales sobre lo que la transición energética implica para los trabajadores. Comercializar vehículos eléctricos supone un enorme riesgo de capital humano: la cantidad de empleados es tan grande que reconvertir el sector es tanto esencial como complejo.

A continuación, el analista aplica la metodología anterior con el fin de evaluar la capacidad del fabricante de automóviles para financiar su transición a la producción de vehículos eléctricos. Los cálculos se han realizado para estimar el coste de creación de instalaciones de producción de baterías y coches de baterías, así como las necesidades de inversión en bienes de capital para los próximos cinco años. A continuación, eso se compara con lo que se ha comunicado al mercado. Si el presupuesto de inversiones en bienes de capital se queda corto, se señala en el informe de análisis de IS, y el analista de crédito puede ajustar su opinión en caso de que este riesgo suponga un impacto financiero importante.

La integración de factores ASG en el análisis de crédito no es solo una tendencia. Al incorporar cuestiones ASG, especialmente en sectores que se encuentran inmersos en una transformación significativa, los analistas están mejor equipados para identificar riesgos y oportunidades. Además, al combinar el análisis por fundamentales con datos ASG, estamos alineados con objetivos sociales más amplios, y mejor preparados para ofrecer más valor a largo plazo a los inversores. ●



¿El crédito investment grade sigue siendo una buena opción?

Durante el 2024 destacamos las oportunidades que ofrecen el crédito IG de alta calidad y el crédito en la zona límite con calificación BB, y subrayando que los importantes aumentos de TIR han permitido a los inversores obtener ingresos de calidad. Y ahora que hemos entrado en el nuevo año, ¿en qué punto nos encontramos?

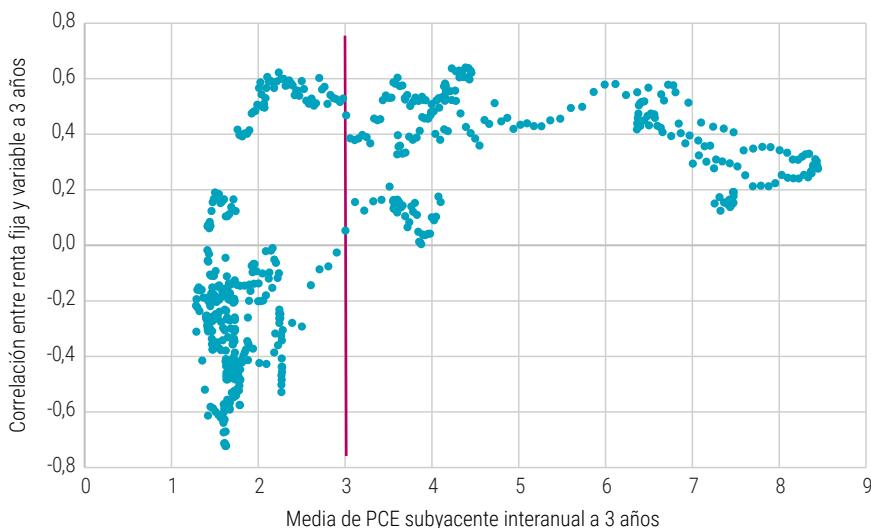
Inflación, recortes de tipos y el retorno de la diversificación de la renta fija

Históricamente, la renta fija ha tenido una función diversificadora frente a clases de activos de mayor riesgo, como la renta variable y las materias primas. Sin embargo, esto dejó de ser así en 2022, ya que tanto la renta fija como la renta variable experimentaron una fuerte caída debido al repunte de la inflación y las posteriores subidas de tipos. Por lo general, como muestra el gráfico de abajo, las correlaciones entre la renta variable y la renta fija han sido históricamente negativas cuando la inflación ha bajado, lo que ha permitido a la renta fija recobrar sus ventajas de diversificación.

Esta dinámica ha reaparecido recientemente, cuando los bancos centrales recortaron los tipos el pasado año y la inflación subyacente se redujo por debajo del 3%. Así pues, se prevé que las correlaciones entre acciones y bonos vuelvan a ser negativas, lo cual permitirá a la renta fija de alta calidad recuperar su papel de diversificador de carteras.

En agosto de 2024, los mercados experimentaron una breve caída debido a la debilidad de los datos del mercado laboral de EE.UU. y a los riesgos geopolíticos. Durante este período, las inversiones en renta fija de alta calidad, como la deuda pública estadounidense y el crédito IG, registraron una rentabilidad total positiva, mientras que las TIRs de los bonos del Tesoro cayeron. Aunque la renta variable y la TIR del Tesoro han recuperado desde entonces su tendencia alcista, impulsadas por los mercados que valoran las políticas favorables al crecimiento de una segunda presidencia de Trump, seguimos previendo una moderación gradual de la inflación y reconocemos la posibilidad de que se produzcan perturbaciones negativas en el crecimiento.

Gracias a su exposición a la duración, el crédito IG tiene un diversificador incorporado. Esto significa que, aunque los spreads corporativos puedan ampliarse en respuesta a datos económicos decepcionantes o a la volatilidad, el crédito IG también se beneficia significativamente de las caídas de los tipos de interés, lo que protege la rentabilidad total.

Figura 4: Correlación entre renta fija y variable

Fuente: Robeco y Bloomberg, a 29 de noviembre de 2024. Datos mensuales a partir de 1973. Las correlaciones calculadas hacen referencia al mercado estadounidense de acciones y bonos. PCE subyacente: US Personal Consumption Expenditure Core Price Index.

¿Por qué no optar simplemente por bonos del Tesoro?

Si las TIRes son ahora más atractivas y se espera que la renta fija de alta calidad tenga una mayor capacidad de diversificación en el futuro, ¿por qué no invertir en deuda pública, como los bonos del Tesoro de EE.UU., en lugar de en crédito IG?

La respuesta reside en la rentabilidad a largo plazo del crédito IG. No se trata tanto de anticiparse al mercado como de permanecer en el mercado. El crédito IG ha estado ofreciendo una rentabilidad total a largo plazo mayor que la deuda pública. Por ejemplo, el crédito IG global ha obtenido una rentabilidad total anual del 4,5% en los últimos 24 años (2000-2024)⁴, frente al 3,7% de media de la deuda pública global.⁵ En los últimos 5 años, el crédito IG global ha ofrecido, de media, una rentabilidad anual un 0,7% superior a la deuda pública global.

“El crédito IG ofrece TIRes atractivas, fundamentales sólidos y una ventaja de diversificación incorporada

crédito. Si no estamos en lo cierto y se produce un crecimiento mucho más débil o una recesión que provoquen cierta ampliación de los spreads de crédito, es probable que los bancos centrales reaccionen de forma más agresiva. Esto daría lugar al repunte de la deuda pública, lo que protegería la rentabilidad total del crédito IG.

Según nuestra hipótesis base, el crecimiento mundial se moderará sin entrar en recesión, la desinflación continuará y los bancos centrales adoptarán una política menos restrictiva. Esto presenta un panorama favorable para la renta fija de alta calidad en general y para el crédito IG en particular. En una situación de este tipo, los inversores pueden disfrutar tanto de una TIR atractiva como del diferencial de rentabilidad respecto a la deuda pública. Además, quizás se beneficien también de una mayor comprensión de los diferenciales de

Fortaleza del crédito IG en el mercado actual

Los indicadores técnicos también son favorables, puesto que sigue habiendo una gran demanda de crédito por parte de inversores que aspiran a obtener TIRes más altas. A menos que se produzca un

4. Según el Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return Index (USD)

5. Según el Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return Index (cobertura en USD)

cambio radical, no hay muchos motivos para que los diferenciales de crédito se amplíen significativamente a partir de ahora. Los fundamentales de las empresas IG son muy sólidos. El reciente ciclo de subidas de tipos por parte de los bancos centrales no han pasado tanta factura como los ciclos anteriores, puesto que las empresas IG gestionaron su deuda de forma proactiva y emitieron bonos con TIRs reducidas en el contexto de bajada de tipos por la pandemia de COVID. Por tanto, los costes por intereses para las empresas IG son asequibles.

Por último, prevemos un aumento de la dispersión en los mercados de crédito, lo cual es una buena noticia para las entidades de gestión activa. Al centrarse en la selección de crédito de alta calidad, los gestores pueden identificar emisores resilientes, evitar posibles inconvenientes y obtener una atractiva rentabilidad ajustada al riesgo. Así, contribuirán a que el crédito IG siga siendo una buena opción incluso en tiempos de incertidumbre. ●



¿Un tesoro oculto en el mercado de bonos actual?

En la actual fase del ciclo crediticio, los inversores pueden obtener TIRs atractivas centrándose en los créditos de mayor calidad y evitando los segmentos más arriesgados y de menor calidad del mercado crediticio. Pero ¿dónde pueden encontrar los inversores una TIR atractiva?

Se ha hecho mucho hincapié en las oportunidades que ofrece la deuda (subordinada) financiera. Aunque las perspectivas respecto a este segmento del mercado crediticio mundial siguen siendo buenas, existe otra área que ofrece oportunidades atractivas de obtención de TIR de alta calidad: el mercado de híbridos corporativos.

Dicho esto, ¿qué son los híbridos y cómo funcionan? ¿Son la respuesta para quienes buscan el equilibrio entre TIR y riesgo para maximizar la rentabilidad?

Descripción de los bonos híbridos corporativos

Un híbrido corporativo es una forma de deuda subordinada que se sitúa por debajo de los bonos senior en la estructura de capital. Esto significa que, en caso de que se produzcan dificultades financieras, se paga primero a los titulares de los bonos senior, después a los titulares de los bonos híbridos y, por último, a los accionistas. Para compensar el riesgo añadido, los bonos híbridos suelen ofrecer TIRs más elevadas. Sin embargo, en la práctica, las empresas que emiten deuda híbrida rara vez corren riesgos financieros, ya que suele tratarse de grandes empresas de alta calidad, principalmente de los sectores de los servicios públicos y las telecomunicaciones. Estas empresas están menos expuestas a los ciclos crediticios o macroeconómicos que las empresas high yield, que suelen operar en sectores más cíclicos. Los emisores de híbridos se ven menos afectados por las fluctuaciones del mercado, tienen un bajo riesgo de impago y gozan de una demanda constante por parte de los consumidores.

“Los híbridos ofrecen high yield con menos volatilidad

Se denominan bonos «híbridos» porque combinan características tanto de la deuda como de la renta variable. Algunas de las características son la posibilidad de aplazar los pagos de cupones y la ausencia de una fecha de vencimiento fija o de vencimientos finales a más largo plazo. Sin embargo, a diferencia de los bonos convertibles contingentes (CoCo) que emiten los bancos, los cupones diferidos de los híbridos devengan intereses y deben pagarse en algún momento. Con los híbridos corporativos, ningún regulador puede bloquear el pago de los cupones, impedir que el emisor rescate los bonos, convertirlos en capital ni rebajar su valor.

Carácter rescatable

Los bonos híbridos parecen inversiones a largo plazo porque, en teoría, pueden tener vencimientos a 30 o 60 años, o incluso ser perpetuos y carecer de fecha de finalización fija. Sin embargo, en la práctica no duran tanto. La mayoría de los bonos híbridos se reintegran al emisor, o este los «rescata», a la primera oportunidad; normalmente al cabo de un periodo de entre cinco y diez años. Las relativamente predecibles fechas de rescate permiten a los inversores formarse una idea más clara de cuándo pueden abandonarlos. Si los bonos no se rescatan, los inversores siguen recibiendo intereses más altos, aunque el riesgo de prórroga haya sido bajo a lo largo del ciclo.

¿Por qué habría que plantearse invertir en híbridos?

En el incierto entorno macroeconómico actual, tiene lógica centrarse en una mayor calidad y dejar atrás el high yield invirtiendo en híbridos corporativos, especialmente dadas sus elevadas valoraciones y el mínimo sacrificio de TIR que conllevan. Dado que, según el consenso del mercado, se prevé un soft landing, que se refleja en el estrechamiento de los diferenciales de crédito high yield, los híbridos corporativos ofrecen la oportunidad de obtener TIRes atractivas y evitar los segmentos de mercado de menor calidad y más expuestos a los riesgos de cola. En un mercado con poco margen de error, los híbridos ofrecen una alternativa de mayor calidad.

Equilibrio entre la TIR y el riesgo

En lo que respecta a los ingresos, la TIR del crédito IG supera el 4%, mientras que las TIRes de los híbridos corporativos oscilan entre el 4% y el 8%, dependiendo de factores como la divisa, la fecha de rescate y otras consideraciones estructurales o fundamentales. En el incierto panorama macroeconómico actual, los híbridos corporativos presentan una atractiva oportunidad de inversión en relación con otros tipos de deuda, como los bonos high yield. La prima de la TIR actual de los bonos high yield respecto a los híbridos corporativos está cerca de sus mínimos históricos, lo que aumenta el atractivo de los híbridos en términos de rentabilidad ajustada al riesgo.

¿Qué aportan los híbridos a una cartera?

En pocas palabras: ingresos, exposición a una duración reducida y diversificación. Los híbridos corporativos ofrecen una TIR atractiva en relación con los bonos corporativos tradicionales y, además, una duración relativamente reducida (la duración del Bloomberg Global Corporate Hybrids Index es inferior a cuatro años). Ofrecen spreads y TIRes similares a la deuda high yield, pero menor volatilidad. Como los cambios de sus precios no siempre concuerdan con una de las clases de activos, pueden reducir el riesgo general de la cartera porque reaccionan de forma diferente a las fluctuaciones del mercado.

Aunque los híbridos corporativos conllevan ciertos riesgos, como el posible aplazamiento de los cupones y la prórroga de su rescate, estos son mínimos. Su gran potencial de rentabilidad, especialmente en mercados volátiles, los convierte en una valiosa incorporación para cualquier cartera que busque una mayor rentabilidad. ●



¿Cómo destacar en la inversión en crédito?

Una de las principales tareas de los inversores en renta fija es identificar activos que parezcan infravalorados en relación con su valor intrínseco, un concepto que se suele denominar «factor value». Esto se puede monetizar a través de enfoques de inversión cuantitativa o por fundamentales. Aquí nos centraremos en este último. ¿Cómo pueden los inversores maximizar el factor value para obtener una rentabilidad superior de forma constante a lo largo de los ciclos del mercado?

La respuesta es adoptar un enfoque de inversión contrarian. Los mercados de crédito suelen estar condicionados por sesgos de comportamiento, lo que da lugar a períodos de sobrevaloración e infravaloración. Con frecuencia, los inversores reaccionan de forma exagerada a los acontecimientos macroeconómicos o del mercado debido a preferencias del mercado local y a una respuesta

emocional mayor a las pérdidas que a las ganancias equivalentes. Las ventas motivadas por el miedo, a menudo a cualquier precio, ponen de manifiesto las ineficiencias del mercado, que son las que pueden presentar oportunidades de valor atractivas para los inversores con un enfoque contrarian.

“Las ineficiencias del mercado crean oportunidades: nuestra estrategia contrarian convierte las ventas motivadas por el miedo en valor

Estrategia probada para obtener una rentabilidad superior y constante

Cuando buscamos alfa, evitamos seguir al rebaño. Llevamos 15 años aplicando una estrategia de inversión contrarian basada en profundos análisis de las empresas y exhaustivos estudios macroeconómicos top-down. Nuestra capacidad para asumir más riesgo de crédito en mercados volátiles y cada vez más baratos, a la vez que reducimos la exposición en mercados caros, ha sido crucial para lograr una rentabilidad superior de forma constante a lo largo de diferentes ciclos de mercado.

La Figura 5 ilustra el posicionamiento (beta) de riesgo top-down de nuestra estrategia global de crédito IG durante la última década. Una beta superior a 1 indica que la cartera asume más riesgo de crédito, que se mide según la duración por spread (DTS), en comparación con el mercado en general. Por el contrario, una beta inferior a 1 significa que la cartera lleva menos riesgo de crédito que el mercado en general.

Figura 5: Beta histórica de la estrategia Robeco Global Credits, añadimos riesgo en mercados débiles y vendemos riesgo en mercados fuertes



Fuente: Robeco, Bloomberg, mayo de 2024. La rentabilidad anterior no es garantía de resultados futuros. El valor de las inversiones puede fluctuar. Las rentabilidades son valores antes de descontar comisiones, según el valor bruto de los activos. Si la divisa en que se expresa la rentabilidad pasada difiere de la divisa del país en que usted reside, tenga en cuenta que la rentabilidad mostrada podría aumentar o disminuir al convertirla a su divisa local debido a las fluctuaciones de los tipos de cambio. La rentabilidad desde lanzamiento es desde el primer mes completo. Las cifras correspondientes a períodos inferiores a un año no se anualizan. Los valores y rentabilidades que aquí se consignan no incluyen las comisiones de gestión. Los datos relativos a la rentabilidad no tienen en cuenta las comisiones ni los costes que generan la emisión y la amortización de las participaciones.

Tras una larga trayectoria de aplicación de estrategias contrarian para identificar oportunidades en los mercados de crédito, los dos ejemplos siguientes ilustran cómo se aprovechó eficazmente el factor value durante períodos de inestabilidad en los mercados.

Identificando oportunidades en los mercados de crédito en 2020

Cuando la pandemia de COVID comenzó, a principios de 2020, los gobiernos respondieron con confinamientos a los que los mercados financieros reaccionaron bruscamente. En consecuencia, los precios de la renta variable y los bonos corporativos se desplomaron. Usando las Perspectivas trimestrales en crédito como punto de partida, empezamos a identificar oportunidades de valor en los mercados globales de crédito. Dado el compromiso de los gobiernos y los bancos centrales por respaldar la economía con medidas de ayuda financiera y la relajación de las condiciones monetarias, confiábamos en que las grandes compañías bien gestionadas y con calificación IG pudieran soportar confinamientos prolongados.

Así, empezamos a invertir en deuda corporativa de alta calidad en EE.UU. y Europa. En consecuencia, la beta de la cartera, que era inferior a 1 a principios de año, aumentó a 1,5 a finales de marzo de 2020. Tras la conmoción inicial y las posteriores intervenciones para respaldar la economía y los mercados, observamos un importante repunte de los mercados financieros, y los bonos corporativos que adquirimos obtuvieron una rentabilidad excepcional. A medida que estas participaciones en bonos corporativos volvían a su valor habitual o razonable, cosechamos los beneficios y redujimos nuestras posiciones. Entonces, la beta de la cartera volvió a ser inferior a 1.

Repunte tras el desplome de la deuda bancaria de 2023

En marzo de 2023, tras una serie de quiebras de bancos regionales de EE.UU. y de la compra forzosa de Credit Suisse por parte de UBS, toda la deuda subordinada (CoCo AT1) se canceló. El mercado reaccionó bruscamente incrementando la presión sobre la deuda bancaria y, en especial, sobre los CoCos AT1. En consonancia con nuestra estrategia de inversión contrarian, empezamos a aumentar el riesgo en nuestras exposiciones a bancos europeos grandes y bien diversificados, respecto a los que nuestro análisis de crédito bottom-up no señalaba preocupaciones fundamentales y cuyas valoraciones de bonos se volvieron muy atractivas. Evitamos los bancos débiles de EE.UU. y Europa,

y nos centramos en instituciones más grandes y estables. Tras la conmoción inicial, una vez que quedó claro que los bancos diversificados de mayor tamaño no se habían visto afectados, observamos un fuerte repunte de los precios de la deuda bancaria que fue beneficioso para nuestra rentabilidad. A medida que la rentabilidad de nuestras participaciones de deuda AT1 de estos grandes bancos diversificados superaba la del mercado, fuimos cosechando beneficios.

Enfoque contrarian para encontrar oportunidades en Crédito

El funcionamiento de las estrategias contrarian es bidireccional. Cuando los mercados de crédito o sus segmentos muestran una cotización débil, buscamos la forma de aumentar el riesgo con bonos corporativos infravalorados. Sin embargo, cuando parece que los mercados ya reflejan las buenas noticias y se muestran confiados, reducimos el riesgo y esperamos a que surjan oportunidades de mayor valor.

Este enfoque contrarian está profundamente arraigado en nuestra estrategia de inversión: va más allá de los ajustes de riesgo en el nivel de cartera y se extiende a activos concretos. Si los bonos corporativos se debilitan debido a las reacciones exageradas del mercado, como las previsiones de beneficios, lo consideramos una posible oportunidad de compra, siempre que nuestro análisis crediticio confirme que no son trampas de valor. Del mismo modo, cuando los precios de los bonos corporativos se inflan debido a un optimismo excesivo, reducimos la exposición.

Aplicando diligentemente este planteamiento a diario, junto con una sólida gestión del riesgo, pretendemos obtener una rentabilidad superior constante a lo largo de los ciclos del mercado y, al mismo tiempo, mantener el control sobre el riesgo. ●

Soluciones de crédito para cualquier objetivo de inversión

En la siguiente sección encontrará nuestra amplia gama de soluciones de crédito.

Nuestras estrategias se basan en la generación de alfa constante con un riguroso análisis por fundamentales y un estilo de inversión *contrarian*. Además, integramos en ellas una posición *top-down* en beta, una selección de emisores *bottom-up* y el estudio de la sostenibilidad, y nos servimos del análisis de crédito por fundamentales para evaluar el riesgo de bajada.

¿POR QUÉ ROBECO?

Contamos con un historial sólido y notorio de inversión en crédito, pues llevamos más de una década aplicando el análisis *top-down* para evaluar los ciclos de crédito, que son un factor clave en la asignación de activos.

Nuestras estrategias de crédito están gestionadas por un equipo de crédito global experimentado y con importantes recursos, compuesto por 40 profesionales de la inversión en crédito con una media de 18 años de experiencia en el sector.

Llevamos desde 2010 integrando con éxito la sostenibilidad en nuestras carteras de crédito.

Ofrecemos estrategias que gozan del reconocimiento de entidades externas: Morningstar concedió la calificación Silver a Robeco Euro Credit Bonds y la calificación Gold a Robeco Financial Institutions Bonds.

GLOBAL SDG CREDITS

Enfoque sostenible que aplica el Marco ODS de Robeco

En junio de 2018, Robeco se convirtió en una de las primeras gestoras de activos que lanzó una estrategia para invertir en bonos corporativos que contribuyen a los ODS. Hemos desarrollado una metodología, el Marco ODS de Robeco, para seleccionar bonos de crédito según criterios de sostenibilidad claramente definidos. Este marco contempla un proceso de tres fases por el que se investiga en qué medida ejercen las empresas un impacto positivo o negativo en cada uno de los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible de la ONU, aplicando una escala de entre -3 (muy negativo) y +3 (muy positivo). Esto proporciona un enfoque objetivo, coherente y reproducible para evaluar el grado en el que una cartera de crédito contribuye de forma positiva o negativa a los ODS.

La estrategia Robeco Global SDG Credits, que se centra principalmente en los mercados globales de crédito IG (*investment grade*), invierte en bonos de empresas que realizan una contribución positiva o neutra a los ODS. El objetivo y los indicadores de sostenibilidad se monitorizan de forma periódica como parte del proceso de inversión.

GLOBAL CREDITS

Solución especializada en crédito global que aprovecha las oportunidades

Creemos firmemente en las ventajas de adoptar un enfoque global a la hora de invertir en los mercados de crédito. La estrategia Robeco Global Credits, lanzada en 2010, se beneficia de la diversificación geográfica. Dado que ciertos segmentos del mercado poseen mucha más representación en una zona geográfica que en otra, y puesto que las distintas zonas pueden encontrarse en diferentes fases del ciclo económico y de mercado, esta característica ofrece la oportunidad de beneficiarse de posiciones no correlacionadas. Gracias a nuestra estructura de análisis, que incluye analistas de crédito IG, *high yield*, emergente y desarrollado, nos encontramos en una posición idónea para aprovechar dichas oportunidades.

Esta estrategia de crédito global sigue un enfoque de inversión activo, *contrarian* y centrado en el valor, respaldado por un exhaustivo análisis de crédito por fundamentales. La sostenibilidad se incorpora al proceso de inversión mediante exclusiones, integración de criterios ASG, asignación mínima a bonos calificados como ASG y *engagement*.

Características clave

Objetivo: Proporcionar crecimiento del capital a largo plazo y, al mismo tiempo, contribuir a los ODS.

Enfoque: Sigue un enfoque de inversión *contrarian* y centrado en el valor, y está gestionada por un equipo de crédito global muy experimentado.

Índice de referencia: Aspira a superar la rentabilidad del Bloomberg Global Aggregate Corporate Index mediante una selección activa de crédito a lo largo de un ciclo de crédito completo. La estrategia tiene flexibilidad para realizar inversiones fuera del índice de referencia en *high yield*, crédito emergente y deuda titulizada, e invierte al menos un 10% en bonos verdes, sociales, sostenibles o vinculados a la sostenibilidad.

Características clave

Objetivo: Proporcionar crecimiento del capital a largo plazo invirtiendo principalmente en una cartera diversificada de bonos corporativos IG globales.

Enfoque: Sigue un enfoque de inversión *contrarian* y centrado en el valor, y está gestionada por un equipo de crédito global muy experimentado y bien dotado de recursos.

Índice de referencia: Aspira a superar la rentabilidad del Bloomberg Global Aggregate Corporate Index. La estrategia invierte en mercados globales de crédito IG con flexibilidad para realizar inversiones fuera del índice de referencia en *high yield*, crédito emergente y deuda titulizada.

GLOBAL CREDITS - SHORT MATURITY

Estrategia de bajo riesgo para obtener TIRs más altas

La estrategia Robeco Global Credits - Short Maturity es una buena solución para obtener valor del crédito a corto plazo. También representa una solución única para los inversores que desean beneficiarse de las actuales TIRs altas sin asumir demasiado riesgo de tipos de interés o de crédito.

Se trata de una estrategia de crédito global que invierte en bonos financieros y corporativos globales de baja duración y alta calidad. La baja duración implica una menor sensibilidad a la volatilidad de los tipos de interés y a la ampliación de los diferenciales de crédito. En esencia, es una solución para los inversores que desean aumentar su exposición a los mercados de crédito, pero a los que les preocupa la volatilidad de estos. En comparación con las carteras de renta fija con un perfil a más largo plazo, tiende a ofrecer más liquidez y conlleva una menor rotación de la cartera y, por tanto, menos costes de transacción. El riesgo de bajada también se gestiona mediante el cribado ASG, que es una parte importante del proceso de análisis de crédito por fundamentales.

CREDIT INCOME

Estrategia flexible de crédito multiactivo con un sólido enfoque de sostenibilidad

La estrategia invierte en empresas con una contribución positiva a los ODS, además de optimizar la obtención de TIR e ingresos en mercados globales de crédito. La estrategia Credit Income invierte en mercados de crédito *high yield* global, emergente e IG global. Sobre la base de un enfoque *top-down*, podemos ajustar la asignación de activos para optimizar el potencial de ingresos y rentabilidad de la estrategia, minimizando al mismo tiempo los riesgos de bajada en entornos de mercado más adversos. Un universo de inversión amplio también ayuda a diversificar el riesgo. La duración de los tipos de interés que se gestiona es de entre uno y siete años, aunque suele abarcar entre tres y cinco años.

Características clave

Objetivo: Proporcionar crecimiento del capital a largo plazo con flexibilidad para invertir en otras clases de activos de renta fija, como bonos *high yield*, crédito emergente y valores respaldados por activos. La estrategia puede tomar posiciones limitadas de duración (sensibilidad a los tipos de interés) activa con un vencimiento máximo a seis años.

Enfoque: La estrategia se gestiona de forma activa y se beneficia de la larga trayectoria de un equipo de crédito experimentado, y de una estrategia de crédito global sólida que integra criterios ASG.

Índice de referencia: La estrategia se gestiona tomando como referencia el Bloomberg Global Aggregate Corporate 1-5 Year Index.

Características clave

Objetivo: Maximizar los ingresos corrientes a lo largo del ciclo. La cartera se construye sobre la base del universo de inversión elegible y nuestro Marco ODS interno.

Enfoque: Esta estrategia de crédito multiactivo sigue un enfoque activo que se basa en las opiniones del equipo de inversión sobre las condiciones generales del mercado, así como en el análisis de los fundamentales y las características de sostenibilidad de las empresas.

Índice de referencia: La política de inversión de la estrategia no está limitada por ningún índice de referencia.

FINANCIAL INSTITUTIONS BONDS

Inversión en deuda financiera subordinada y orientada a la calidad

Robeco Financial Institutions Bonds es una estrategia de gestión activa que invierte en bonos subordinados emitidos por instituciones financieras, como bancos y aseguradoras, principalmente de Europa. La estrategia ofrece una exposición diversificada entre aproximadamente 70 emisores, mayoritariamente en bonos IG de Tier 2, y tiene flexibilidad para realizar asignaciones a CoCos (hasta el 20%) y bonos senior. Por lo tanto, la estrategia puede cambiar el enfoque respecto al riesgo global y posicionarse en aquellas áreas de la estructura de capital que ofrezcan la mejor relación rentabilidad/riesgo.

La estrategia tiene una exposición a empresas aseguradoras mucho mayor que la mayoría de sus homólogas directas, lo que aporta ventajas de diversificación a la cartera. Esto amplía el conjunto de oportunidades, ya que ambos tipos de activos se comportan de manera diferente a lo largo del ciclo de crédito. La sostenibilidad se incorpora al proceso de inversión de la estrategia mediante exclusiones, integración de criterios ASG, asignación mínima a bonos calificados como ASG y *engagement*.

EURO CREDIT BONDS

Enfoque sin restricciones en los distintos segmentos del mercado europeo de deuda privada

Robeco Euro Credit Bonds invierte en bonos corporativos IG denominados en euros. Además, la estrategia selecciona las mejores oportunidades de los mercados de crédito, como posibles estrellas emergentes, valores financieros subordinados, bonos titulizados y bonos no denominados en euros. Gracias a nuestra estructura de análisis, que incluye analistas de crédito IG, *high yield*, emergente y desarrollado, nos encontramos en una posición idónea para aprovechar dichas oportunidades.

Esta estrategia de crédito en euros sigue un enfoque de inversión activo, *contrarian* y centrado en el valor, respaldado por un exhaustivo análisis de crédito por fundamentales. La sostenibilidad se incorpora al proceso de inversión mediante exclusiones, integración de criterios ASG, asignación mínima a bonos calificados como ASG y *engagement*.

Características clave

Objetivo: Proporcionar crecimiento del capital a largo plazo mediante una exposición diversificada a bonos subordinados, emitidos por bancos y aseguradoras.

Enfoque: Sigue un enfoque de inversión *contrarian* y centrado en el valor, y está gestionada por un equipo de crédito global muy experimentado y bien dotado de recursos.

Índice de referencia: Aspira a superar la rentabilidad del Bloomberg Euro Aggregate Corporates Financials Subordinated 2% Issuer Cap Index y tiene flexibilidad para realizar inversiones fuera del índice de referencia en CoCos, bonos senior, valores *high yield* y bonos no denominados en euros.

Características clave

Objetivo: Proporcionar crecimiento del capital a largo plazo invirtiendo principalmente en una cartera diversificada de bonos corporativos IG en euros.

Enfoque: Sigue un enfoque de inversión *contrarian* y centrado en el valor, y está gestionada por un equipo de crédito global muy experimentado y bien dotado de recursos.

Índice de referencia: Aspira a superar la rentabilidad del Bloomberg Euro Aggregate Corporate Index e invierte en mercados de crédito IG en euros con flexibilidad para realizar inversiones fuera del índice de referencia en *high yield*, deuda titulizada y bonos no denominados en euros.

Información importante

Robeco Institutional Asset Management B.V. posee licencia como gestor de OICVM (Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios) y FIA (Fondos de inversión alternativa) de la Autoridad Neerlandesa para los Mercados Financieros de Ámsterdam. El presente documento de marketing está únicamente dirigido a inversores profesionales, definidos como inversores que están clasificados como clientes profesionales, que hayan solicitado ser tratados como clientes profesionales o están autorizados a recibir dicha información de conformidad con la legislación aplicable. Robeco Institutional Asset Management B.V y/o sus sociedades vinculadas, asociadas y filiales ("Robeco") no serán responsables de ningún tipo de daños que puedan derivarse del uso del presente documento. Los usuarios de esta información que presten servicios de inversión en la Unión Europea tienen la responsabilidad propia de considerar si les está permitido recibir dicha información conforme a la normativa MiFID II. En la medida en que esta información cumpla los requisitos para considerarse beneficio no monetario menor, razonable y apropiado, conforme a la MiFID II, los usuarios que presten servicios de inversión en la unión europea son responsables de cumplir los oportunos requisitos de información y registro. El contenido del presente documento se basa en fuentes de información que se consideran fiables, aunque no se ofrece garantía de ninguna clase. Esta publicación no puede considerarse completa sin explicaciones complementarias. Las opiniones, estimaciones o previsiones pueden ser cambiadas en cualquier momento sin previo aviso. En caso de duda debe recabarse asesoramiento independiente. El presente documento pretende facilitar al inversor profesional información general sobre las capacidades específicas de Robeco, pero no ha sido elaborado por Robeco como un análisis de inversiones, ni constituye una recomendación de inversión o asesoramiento para comprar o vender ciertos valores o productos de inversión, ni para adoptar ninguna estrategia de inversión, como tampoco puede considerarse asesoramiento jurídico, contable o tributario. Todos los derechos relativos a la información que figura en este documento son y seguirán siendo en todo momento propiedad de Robeco. La presente información no podrá copiarse o compartirse públicamente. Ninguna parte de este documento puede ser reproducida o publicada bajo ninguna forma ni por ningún medio sin el consentimiento previo por escrito de Robeco. Toda inversión conlleva un riesgo. Antes de invertir tenga en cuenta que el capital inicial no está garantizado. Los inversores deben asegurarse de comprender plenamente los riesgos asociados a cualquier producto o servicio de Robeco que se oferte en su país. Los inversores también deben tener en cuenta su propio objetivo de inversión y nivel de tolerancia al riesgo. Las rentabilidades históricas se ofrecen únicamente a efectos ilustrativos. El precio de las participaciones puede tanto aumentar como disminuir, sin que el rendimiento pasado sea garantía de resultados futuros. Si la divisa en que se expresa el rendimiento pasado difiere de la divisa del país en que usted reside, tenga en cuenta que el rendimiento mostrado podría aumentar o disminuir al convertirlo a su divisa local debido a las fluctuaciones de los tipos de cambio. Los datos relativos a la rentabilidad no tienen en cuenta las comisiones y los costes que generan la negociación con valores en las carteras de los clientes o la emisión y la amortización de las participaciones. Salvo que se indique otra cosa, las rentabilidades figuran i) netas de comisiones vinculadas a precios de transacción y ii) con reinversión de dividendos. Para más detalles, consulte los folletos de los fondos. Las cifras de rendimiento se consignan netas de comisiones de gestión de las inversiones. Los gastos corrientes

que se mencionan en este documento son los indicados en el informe anual más reciente del fondo, a fecha de cierre del último año natural. El presente documento no está destinado o diseñado para su distribución o utilización por persona o entidad alguna que sea un ciudadano o residente de, o esté ubicado en un municipio, estado, país u otra jurisdicción, donde dicha distribución, documento, disponibilidad o utilización del documento fuesen contrarias a leyes o reglamentos, o supeditarían a cualquier Fondo o a Robeco Institutional Asset Management B.V. a requisitos de inscripción y autorización en tales jurisdicciones. Toda decisión de suscribir las participaciones del Fondo que se oferten en una jurisdicción concreta debe adoptarse únicamente conforme a la información contenida en el folleto, que podría diferir de la que figura en el presente documento. Los posibles solicitantes de acciones deben también informarse sobre los requisitos legales, la normativa de control de cambios y los impuestos que también sean de aplicación en los países de su respectiva nacionalidad, residencia o domicilio. La información sobre el Fondo que se recoja, en su caso, en el presente documento está plenamente supeditada al folleto, por lo que este documento debe siempre tenerse en cuenta conjuntamente con el folleto. El folleto contiene información pormenorizada sobre el Fondo y los riesgos vinculados. El folleto y el Documento de Datos Fundamentales (PRIIP) de los fondos Robeco se pueden obtener gratuitamente en los sitios web de Robeco.

Información adicional para inversores residentes o domiciliados en España

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España con número de identificación W0032687F y cuya sede social se encuentra en Madrid, Calle Serrano 47-14º, está inscrita en España en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 19.957, folio 190, sección 8, hoja M-351927, así como ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en el Registro oficial de sucursales de empresas europeas de servicios de inversión, con el número 24. Los fondos de inversión o SICAV mencionados en el presente documento están regulados por las autoridades competentes de su país de origen y se encuentran inscritos en el registro especial de la CNMV de instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España.

© Q1/2025



Visite la página web de Robeco
para obtener más información