

IDENTIFICAR VALOR A LO LARGO DEL CICLO DE CRÉDITO

9 preguntas clave sobre la inversión en crédito

Deje que los números
iluminen el camino

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

Abril 2024

Contenido

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUCCIÓN | 4 |
| 9 preguntas clave sobre la inversión en 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 |
| ¿Es la deuda financiera una trampa de valor? | 17 |
| ¿Cuál es la asignación óptima al crédito dentro de una cartera multiactivos? | 20 |
| ¿Es importante el enfoque top-down para los inversores en crédito? | 22 |
| 3. SOLUCIONES DE CRÉDITO | 24 |
| Soluciones de crédito para cualquier objetivo de inversión | |

9 preguntas clave sobre la inversión en crédito

El año pasado vivimos el ciclo de subidas de tipos de interés más intenso de los últimos 40 años por parte de los bancos centrales, haciendo que las predicciones económicas sean complejas y que reine la incertidumbre. Tradicionalmente, los inversores han apostado por los bonos en periodos similares por los beneficios de diversificación que ofrecen, así como por la fiabilidad y los ingresos estables por los que se les reconoce. Dado que las TIRes siguen siendo altas, ahora puede ser un buen momento para la rentabilidad de la inversión en crédito.

Para identificar las oportunidades del mercado de crédito, preguntamos a nuestros clientes qué cuestiones querían que abordásemos a nuestros expertos en Robeco. Esta serie de preguntas y respuestas, titulada « 9 preguntas clave sobre la inversión en crédito», se nutre de todos los ámbitos de la inversión en crédito y ofrece directrices ilustrativas para identificar las oportunidades de valor de los mercados de crédito. También describe los procesos y análisis usados para identificar y gestionar posibles riesgos, y proporciona orientación para invertir en ASG y construir una cartera multiactivos. Esperamos que esta serie de contenidos arroje luz y sirva de inspiración para sacar el máximo partido a los mercados de crédito.



¿El efectivo sigue siendo el rey?

El año pasado, las predicciones favorecían a los bonos, pero los flujos en el mercado de renta fija resultaron ser modestos debido a la subida de los tipos de interés. Al contrario de lo que se esperaba, 2023 se convirtió en un año dominado por el efectivo: la entrada de flujos en fondos del mercado monetario y en bonos del Tesoro de vencimiento corto batió récords, y los inversores obtuvieron rentabilidades de entre el 4 y el 5% sin riesgos de crédito ni de duración.

En lo que llevamos de 2024, los mercados de bonos se han mantenido a flote debido a las señales de “soft landing” de la economía estadounidense. Los flujos suelen perseguir la rentabilidad, por lo que los inversores están empezando a cambiar el efectivo por crédito. Esta tendencia plantea una pregunta crítica: ¿sigue siendo el efectivo el rey, u ofrece el crédito una alternativa más atractiva?

El crédito con calificación investment grade (IG) y BB ofrece un mayor potencial de rentabilidad

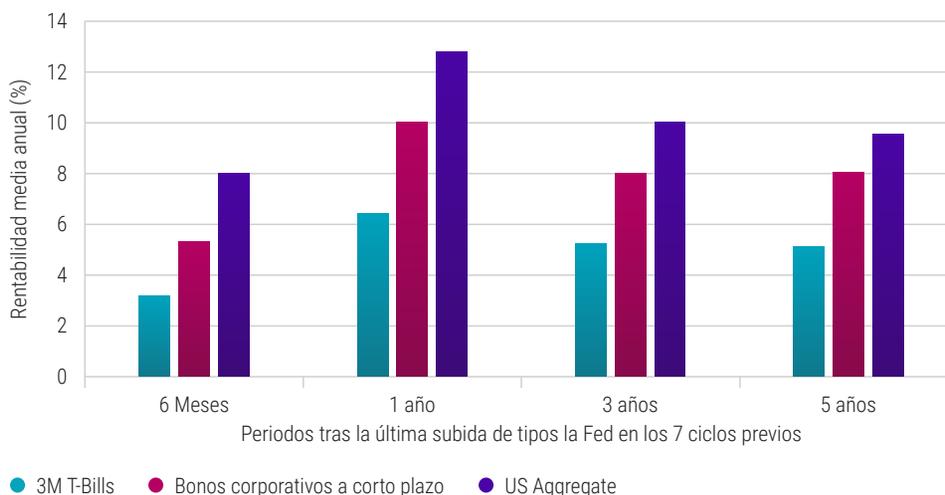
En primer lugar, el crédito con calificación IG y BB presenta un rendimiento más atractivo que el del efectivo, especialmente en un contexto en el que esperamos que los bancos centrales dejen de subir los tipos y acaben incluso bajándolos. Además de esto, el crédito protege a los inversores frente a 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 TIRes superiores al 4%. Sin embargo, la historia nos dice que estos instrumentos no son los más beneficiados cuando los bancos centrales acaban flexibilizando las políticas monetarias.

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 periodos posteriores a la última subida de tipos de la Fed, descubrimos tendencias interesantes. Tal como se puede ver en el gráfico de abajo, el rendimiento de los bonos corporativos a corto plazo superó el de los mercados monetarios en una media de 300 pbs respecto a diferentes horizontes de inversión. 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, Bloomberg, septiembre de 2023.

Resistencia del crédito IG en entornos recesionistas

En segundo lugar, las empresas con calificación IG y BB deberían ser capaces de obtener buenos resultados en un contexto de recesión. Creemos que los mercados son demasiado optimistas y que la probabilidad de que se produzca una recesión es mayor de lo que se ha anticipado. La historia muestra que los ciclos de subidas de tipos por parte de los bancos centrales casi siempre preceden a una recesión. En este sentido, la excepción más reciente se produjo en los años noventa. Sin embargo, incluso en un entorno recesionista con un crecimiento negativo moderado, la rentabilidad del crédito IG y el crédito en la zona límite (con calificación BB) debería superar la de las inversiones en el mercado monetario.

Hay segmentos del mercado de crédito que son más vulnerables si la economía entra en recesión, pero las empresas con calificación IG y BB seguirán obteniendo buenos resultados incluso en un entorno de crecimiento negativo moderado. Estas empresas, que son más conservadoras con sus niveles de deuda, pueden mitigar el impacto de una recesión en la rentabilidad y soportar tipos de interés más altos. 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.

Mayor diversificación de riesgos

En tercer lugar, pasar del efectivo al crédito con calificación IG y al crédito en la zona límite permite una mayor diversificación del riesgo asociado al emisor. Normalmente, las inversiones en el mercado monetario comprenden participaciones más concentradas en un número reducido de emisores o contrapartes. Aunque estos emisores ostentan una alta calidad crediticia, puede haber una exposición significativa a un número reducido de emisores.

La inversión en crédito de alta calidad con calificación IG y BB posibilita una mayor diversificación en emisores. Por ejemplo, en nuestra estrategia Global Credits - Short Maturity invertimos en más de 130 empresas diferentes del mercado de crédito IG mundial. Además, no abogamos por adoptar un enfoque pasivo a la hora de invertir en crédito, ya que esto puede exponer a los inversores a empresas de menor calidad con un mayor riesgo de impago. Invertir en los mercados de crédito consiste en evitar a los perdedores mediante una gestión activa y un análisis por fundamentales bottom-up. ●



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

Los dos últimos años han sido una montaña rusa para los inversores en renta fija. De hecho, 2022 fue el año más complicado desde 1788. Sin embargo, en los últimos meses de 2023 las tornas empezaron a cambiar lentamente: se produjo una caída de TIRs desde niveles máximos a medida que la inflación extrema remitía y los inversores se mostraban más optimistas respecto al posible “soft landing” de la economía estadounidense.

Con la última subida de las TIRs, vuelven a ser una fuente de ingresos para los inversores. Pero ¿un aumento de la TIR implica necesariamente un incremento de la rentabilidad total?

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

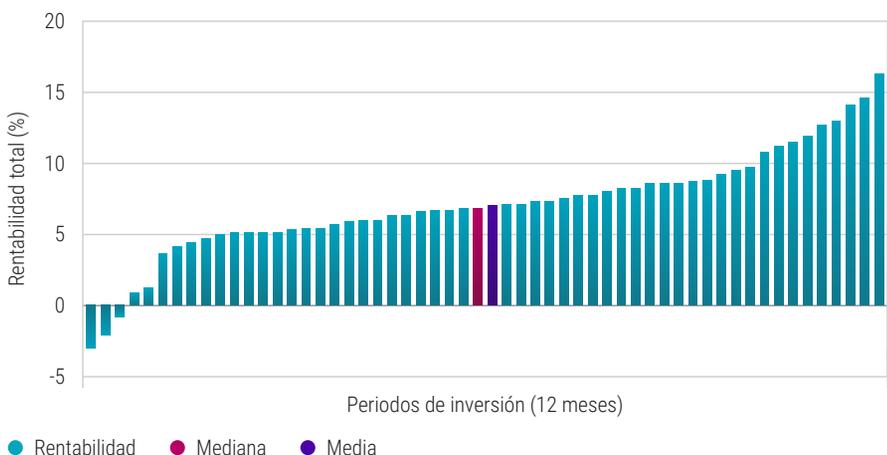
Normalmente, el TIR es el determinante más importante de la rentabilidad de los bonos a largo plazo. Sin embargo, en los últimos años, caracterizados por entornos de tipos bajos e incluso negativos, la apreciación de los bonos ha sido lo que más ha impulsado su rentabilidad.

“ 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 los TIRs

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 aumentado en la mayoría de los segmentos del mercado de la renta fija mundial, consideramos que el crédito de alta calidad es el que ofrece una valoración más atractiva, el cual definimos como crédito IG (investment grade) y crédito con calificación BB. Estos segmentos del mercado de renta fija ofrecen un TIR atractivo con un riesgo de crédito limitado.

Para evaluar el potencial de rentabilidad total del crédito IG en el entorno de TIR actual, analizamos los periodos de 12 meses de duración de los últimos 22 años que comenzaron con niveles de TIR similares. A continuación, calculamos la rentabilidad total de dichos periodos. El siguiente gráfico muestra la distribución de la rentabilidad total de los 56 periodos de 12 meses que constituyeron la muestra analizada, cada uno de los cuales comenzó con un nivel de TIR de entre el 4 y el 5%. Vemos claramente que la probabilidad de obtención de una rentabilidad total positiva es muy alta. Solo en 3 de los 56 periodos la rentabilidad total se situó entre el -6 y el 0%. La rentabilidad total más baja se situó en el -3%, mientras que la rentabilidad total más alta fue del 16,3%. La rentabilidad media se situó en el 7,1%.

Figura 2: Distribución de la rentabilidad total del crédito IG global a lo largo de un periodo de tenencia de 12 meses



Fuente: Bloomberg, Robeco. Periodo de análisis: de marzo de 2001 a diciembre de 2023. Este gráfico muestra la distribución de la rentabilidad total del índice Bloomberg Global Aggregate – Corporates correspondiente a los 56 periodos 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 periodos 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.

¿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 12 meses en la mayoría de los casos en los que existían niveles de TIRes similares. Esto fue así incluso en años con incrementos mayores de las TIRes de los bonos, como 2005.

En segundo lugar, en la mayoría de los casos observamos rentabilidades totales positivas durante un periodo de tenencia de 12 meses, y en la mayoría de los periodos 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 rumbo está claro. El nivel actual de TIRes en crédito IG hace que la rentabilidad total de los bonos pueda ser atractiva en diversos entornos de mercado.

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 los TIRes de los bonos descendan 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 de “hard landing” en el que la economía estadounidense se adentre en una recesión, es probable que los bancos centrales se vean obligados a recortar tipos más rápidamente, lo que provocaría un descenso más rápido de las TIRes de los bonos, ya que los mercados se alejarían de los activos de mayor riesgo y se refugiarían en deuda pública. Aunque los spreads del crédito IG podrían ampliarse en este escenario, la caída de los TIRes de la deuda pública mitigaría el impacto negativo de la ampliación de los diferenciales de crédito y soportaría la rentabilidad total. En entornos de recesión, las correlaciones de rentabilidad entre renta variable y crédito IG suelen ser negativas. En este contexto, invertir en crédito IG podría ofrecer cobertura frente a rentabilidades más bajas en renta variable.

En un escenario económico en el que se produjera un fuerte repunte de la inflación, podríamos asistir a una nueva subida de TIRes. 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 TIRes.

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 inversores han apostado por los bonos y, más concretamente, por el crédito, para obtener ingresos y diversificar su inversión frente a otras clases de activos (de riesgo), como las acciones y las materias primas. Sin embargo, durante el sell-off del mercado de 2022, el crédito no aportó la diversificación de cartera que buscaban los inversores. Los mercados mundiales de crédito IG (investment grade) experimentaron importantes caídas, justo a las rentabilidades negativas en renta variable. Los inversores empezaron a cuestionar la capacidad de aportar diversificación de los bonos en general, y del crédito IG en particular.

Ahora que las TIRes 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?

Perspectiva histórica de la rentabilidad del crédito IG

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.

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.

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 crédito IG presenta un perfil de rentabilidad/riesgo muy atractivo, por lo que merece ocupar un lugar en una cartera equilibrada

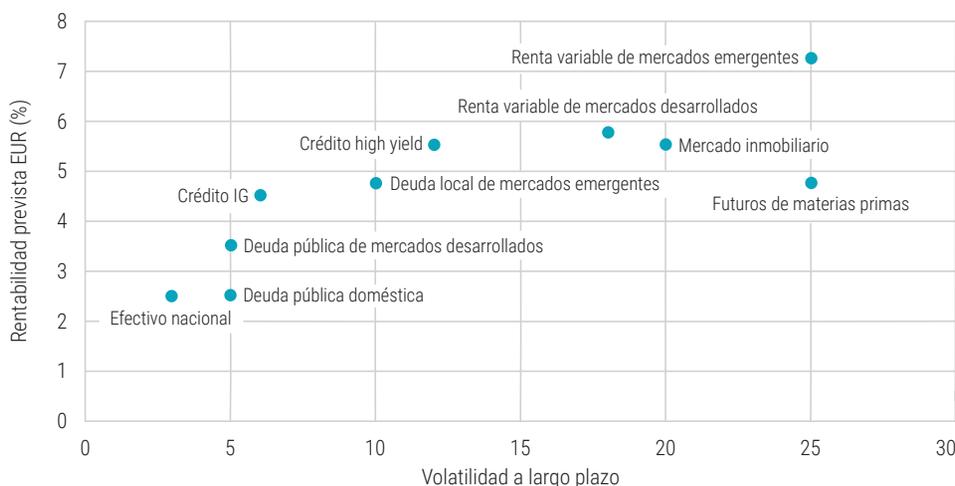
El único mercado bajista de este periodo en el que el crédito IG global no aportó ventajas de diversificación fue el de 2022, ya que las caídas fueron del -16,7%, casi tan grandes como las de los mercados globales de renta variable. El desplome del crédito IG global puede atribuirse a una mayor sensibilidad a la duración, que lo hizo más vulnerable a la pronunciada subida de las TIRes de los bonos de ese año.

Remontándonos a los periodos 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 valiosas ventajas de diversificación a los inversores.

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

Adoptemos ahora un enfoque más prospectivo para evaluar las ventajas de diversificación del crédito IG. En septiembre, el equipo multiactivos de Robeco publicó sus Perspectivas de rentabilidad a 5 años, en las que calculan las rentabilidades y la volatilidad a largo plazo de las distintas clases de activos que se esperan para los próximos 5 años. Estas estimaciones de rentabilidad y volatilidad se basan tanto en cálculos internos de Robeco como en estudios externos. Se aplican distintos índices de mercado y se incorpora una combinación de datos históricos y parámetros predictivos. Hemos representado los resultados de rentabilidad/riesgo en el siguiente gráfico.

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 muestra claramente el perfil superior rentabilidad/riesgo del crédito IG en comparación con otras clases de activos. Tiene uno de los perfiles de volatilidad a largo plazo más bajos, pero ofrece un potencial de rentabilidad superior al de la deuda pública, así como un potencial de rentabilidad a largo plazo que no es muy inferior al de la mayoría de las clases de activos de mayor riesgo, a 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. Tiene la capacidad de reducir de forma notable la volatilidad sin que esto suponga renunciar significativamente a la 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 dicha visión contempla es que las economías experimentarán una desaceleración significativa o incluso una recesión, el crédito IG tiene el potencial ofrecer una rentabilidad superior a la de otras clases de activos de mayor riesgo, como la renta variable, las materias primas e incluso el high yield, lo que puede aportar a los inversores las ventajas de diversificación que buscarán en un entorno de mercado de este tipo. ●



¿Cómo se identifica el valor?

Determinar si una inversión en crédito está infravalorada (o barata) es un paso importante, pero no es 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.

“ Para identificar si una categoría es barata o no, comparamos el diferencial actual con su mediana a largo plazo

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 diferencial actual (a fecha del 31 de enero del 2024) 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 investment grade en USD, que actualmente cotiza a una ratio de diferencial de 0,72. Esta ratio ilustra que el mercado está aproximadamente un 30% más caro en comparación con su historial a largo plazo.

Tabla 1: Tabla de valoraciones modificada

| | Crédito investment grade en EUR | Deuda bancaria senior EUR | High yield en EUR | Crédito investment grade en USD | High yield en USD | Crédito de ME en USD |
|-------------------------------------|---------------------------------|---------------------------|-------------------|---------------------------------|-------------------|----------------------|
| Diferencial de crédito actual (pbs) | 129 | 130 | 336 | 95 | 346 | 271 |
| OAS (actual/mediana) | 1,01 | 1,25 | 0,82 | 0,72 | 0,76 | 0,76 |
| Mediana de OAS | 128 | 104 | 407 | 133 | 452 | 356 |
| Datos desde | 2005 | 2005 | 2005 | 2005 | 2005 | 2005 |

● Relativamente barato ● Relativamente caro

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 31 de enero del 2024.

La ratio de diferencial de la deuda bancaria preferente en EUR es de 1,25, lo cual indica que el diferencial de crédito medio en este segmento del mercado global de crédito cotiza un 26% por encima de la mediana del diferencial a largo plazo. Ahora mismo consideramos que este segmento del mercado es atractivo, por lo que tenemos una posición sobreponderada en deuda bancaria preferente en EUR en nuestra inversión en crédito. Además, desde una perspectiva crediticia fundamental, apostamos por los bancos europeos. El resto del mercado de crédito investment grade en EUR, con una ratio de 1,01, cotiza en consonancia con la mediana del diferencial a largo plazo. 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.

En conclusión, el enfoque descrito en combinación con una evaluación top-down de fundamentales macroeconómicos y corporativos, así como de factores técnicos, se utiliza para conocer los segmentos, las regiones y los sectores del mercado de crédito que ahora mismo son atractivos y los que son demasiado caros. Aunque los mercados de crédito pueden parecer caros, la fuerte demanda de crédito, la falta de emisiones o la política flexible de los bancos centrales pueden provocar que estos mercados sigan siendo caros durante un período largo. Esto pone de relieve la naturaleza compleja de la inversión en crédito e ilustra lo importante que es la gestión activa a la hora de identificar a los ganadores del mercado de crédito. ●

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



¿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 diversas 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 de valor en bonos de duración más corta con

valoraciones atractivas en relación con otros bonos corporativos, y la historia nos recuerda que estas primas de valoración tienden a revertir a la media.

“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

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)**¹: 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. El riesgo de sostenibilidad también puede ser perjudicial. Por ejemplo, las empresas contaminantes se enfrentarán a presiones normativas a medida que se acelere la transición a una economía de bajas emisiones de carbono.

Para gestionar el riesgo, nos centramos principalmente en el riesgo de mercado y de crédito, por el que creemos que los inversores se ven compensados. Para medir y supervisar el riesgo de crédito inherente a nuestras carteras, usamos un sistema propio de gestión de riesgos. Esto permite a nuestros gestores de cartera y al departamento de gestión de riesgos vigilar el riesgo de mercado, el sectorial y el específico de cada empresa. En cada uno de estos factores, la exposición al riesgo depende de la ponderación, el diferencial y la duración de las inversiones individuales, cuyo resultado se traduce en una serie de puntos de riesgo. Cada vez que el gestor de cartera asigna un riesgo a una posición de cartera, el nivel de convicción se expresa mediante el número de puntos de riesgo. ●

1. Más información sobre cómo usamos la DTS para medir la volatilidad de crédito.

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?

El análisis de crédito evalúa la capacidad de un emisor para generar efectivo, la calidad del flujo de caja y su capacidad para liquidar deuda. Nuestros analistas de crédito evalúan cinco factores que contribuyen a la puntuación de los fundamentales, conocida como «F-score».¹ Uno de esos factores es el perfil ambiental, social y de gobernanza (ASG) del emisor, junto con su posición empresarial, estrategia, situación financiera, estructura corporativa y covenants. ¿Cómo ayuda la información ASG, siendo un componente significativo, a identificar los riesgos y oportunidades en las inversiones en bonos corporativos?

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 las oportunidades 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 tanto su resiliencia climática como la estrategia de descarbonización de la empresa. También

aplicamos el análisis fundamental 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.

“ El analista extrae una conclusión sobre la intensidad de carbono del emisor y sobre la credibilidad de la estrategia de descarbonización de la empresa

Descripción de los cuatro pilares de la integración ASG

1. El primer pilar examina el impacto de los productos que vende una empresa para determinar si entrañan riesgos empresariales importantes en términos financieros. Las empresas que fabrican productos y prestan servicios no sostenibles pueden enfrentarse a riesgos financieros considerables que podrían afectar a los inversores. Por ejemplo, una petrolera podría encontrarse bajo presión si el impacto ambiental de sus productos y servicios provocase que las ventas disminuyeran, o si los impuestos sobre emisión de carbono redujeran sus beneficios.
2. El segundo pilar se centra en la gobernanza corporativa. Esta es esencial porque cualquier problema 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 marco propio para cada sector que refleja elementos críticos para cada industria.
4. El último pilar se centra en la exposición del emisor al cambio climático y su grado de preparación para mitigar sus efectos. El analista de crédito utiliza una puntuación climática específica para el emisor que refleja el impacto de la empresa en el clima. Es un pilar de doble materialidad al tratar tanto los riesgos financieros que implica el clima para la empresa como el impacto que tiene la empresa en el clima. El analista extrae una conclusión sobre la intensidad de carbono del emisor y sobre la credibilidad de la estrategia de descarbonización de la empresa.

Caso práctico: la industria de la automoción

La industria de la automoción 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 de los sindicatos 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 tan esencial como complicado.

A continuación, el analista aplica la metodología descrita anteriormente con el fin de evaluar la capacidad del fabricante de automóviles para financiar su transición a la producción de vehículos eléctricos. Se calcula lo que costarían las instalaciones para fabricar vehículos y baterías eléctricas, así como las inversiones necesarias que implican estos cambios para los próximos cinco años. Esto se compara con lo que se ha comunicado al mercado. Si la inversión necesaria calculada es insuficiente, se señala en el informe de análisis de inversión sostenible, y el analista de crédito podrá ajustar la valoración de crédito si prevé que el riesgo puede tener 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 atraviesan una transformación significativa, los analistas están mejor equipados para identificar riesgos y oportunidades. Además, al combinar el análisis por fundamentales con datos ASG, estamos mejor informados y alineados con objetivos sociales más amplios, y mejor preparados para ofrecer más valor a largo plazo a los inversores. ●

1. 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.



¿Es la deuda financiera una trampa de valor?

Las turbulencias bancarias de 2023 en EE.UU. provocaron la mayor convulsión de los sistemas financieros desde la crisis financiera mundial. Esto influyó en la percepción del riesgo, las valoraciones del mercado de crédito y la dinámica reguladora. Y lo que es más importante, puso en cuestión la estabilidad del sector bancario. Aunque gran parte de esta agitación parece agua pasada, la duda permanece: ¿ofrece la deuda financiera europea una oportunidad infravalorada o es una trampa de valor?

Deuda financiera europea: panorama actual

Aunque los diferenciales de la deuda financiera se han estrechado desde que surgieron los problemas con los bancos regionales estadounidenses y se depreciaron los CoCos AT1 emitidos por Credit Suisse en marzo de 2023, creemos que la deuda bancaria y de aseguradoras de

Europa sigue ofreciendo una prima atractiva frente a la deuda corporativa. Esto se ilustra en el gráfico de abajo, que muestra el diferencial de crédito de diferentes tipos de bonos subordinados de bancos y aseguradoras.

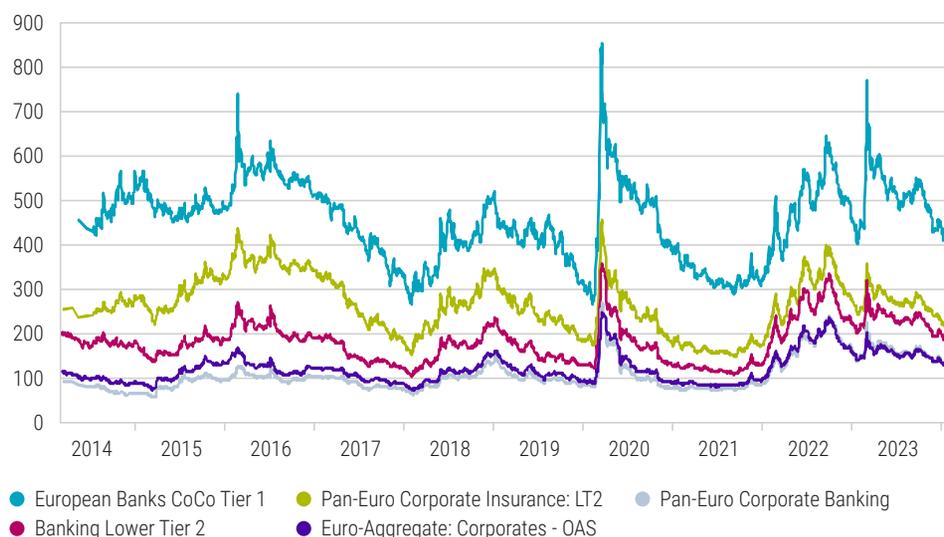
A pesar del reciente repunte del mercado, los diferenciales de la deuda financiera siguen siendo amplios en comparación con la mediana del sector y con los diferenciales de la deuda corporativa.

Existen varios factores que contribuyen a este fenómeno. En primer lugar, el bancario es un sector de mayor beta y, por lo tanto, es más volátil y reacciona con mayor sensibilidad a los movimientos del mercado que la media de la industria. En consecuencia, la preocupación por las perspectivas de crecimiento en Europa tiende a ampliar los diferenciales de la deuda financiera, ya que a los inversores les inquieta la posible morosidad.

Además, las perspectivas del crecimiento europeo son menos prometedoras que las del estadounidense, lo que ha contribuido aún más a la ampliación de los diferenciales de la deuda financiera. Por otra parte, las preocupaciones sobre bancos concretos, como las relacionadas con Credit Suisse y los bancos regionales de EE.UU. que surgieron el año pasado, o la exposición excesiva de los bancos al sector inmobiliario comercial, pueden dar lugar a una ampliación aún mayor de los diferenciales de la deuda financiera. Por último, la prima de la deuda bancaria se debe en parte a la importante emisión de deuda bancaria en los últimos años en comparación con la deuda corporativa.

“ *Los bancos europeos mantienen niveles sólidos de capitalización, lo que les permite asumir pérdidas* ”

Gráfico 4: Diferenciales de deuda financiera



Fuente: Robeco y Bloomberg. Datos a febrero de 2024. Índices usados: Bloomberg European Bank AT CoCo Index, Bloomberg European Bank LT 2 Index, Bloomberg European Bank Senior Debt, Bloomberg European Insurance Debt Index.

La mejor relación rentabilidad/riesgo en entidades financieras

En primer lugar, examinemos los fundamentales del sector bancario europeo. La mayoría de los bancos europeos se han beneficiado considerablemente de la reciente subida de los tipos de interés, lo que se ha traducido en un aumento de los beneficios. Aunque no preveamos nuevas subidas sustanciales de los tipos, los bancos aún pueden recurrir a otras fuentes de ingresos para sostener sus beneficios. Los bancos europeos mantienen niveles sólidos de capitalización, lo que les permite asumir pérdidas antes de que las ratios de capital alcancen niveles críticos. En general, la calidad de los activos sigue siendo buena.

Sin embargo, como inversores en crédito, es crucial que llevemos a cabo una due diligence rigurosa. Evitamos los bancos excesivamente expuestos al sector inmobiliario comercial, como algunos bancos alemanes especializados con carteras concentradas de préstamos CRE o los bancos regionales menos regulados de EE.UU. Preferimos los grandes bancos europeos que tienen una exposición limitada o manejable a dicho sector.

En cuanto a la estructura de capital, apostamos por la deuda bancaria sénior frente a la deuda Tier 2 inferior y los CoCos AT1. Estos últimos han obtenido una buena rentabilidad y se han recuperado hasta alcanzar niveles previos a marzo de 2023, pero nos hemos vuelto más selectivos en nuestras inversiones en estos instrumentos. Escuche nuestro reciente webinar para obtener más información.

Aparte de la deuda bancaria, los fundamentales del sector de los seguros también nos parecen favorables. Nuestra exposición se concentra en aseguradoras con modelos de negocio equilibrados, perfiles de beneficios diversificados y sólidas posiciones de capital. A pesar del contexto de descenso gradual de los tipos en 2024, es poco probable que los beneficios de las aseguradoras se vean afectados de forma notable, y la mayoría de las empresas mantendrán posiciones sólidas de capital.

En cuanto a las aseguradoras, preveamos que la disciplina de fijación de precios respalde los ingresos del sector. Tras dos años de una elevada inflación de los siniestros, la normalización de los precios debería contribuir a la recuperación de la rentabilidad de las suscripciones. Además, el actual entorno de tipos de interés elevados sigue siendo favorable para los ingresos por inversiones.

Visión de futuro

Como inversores en crédito, es crucial que no caigamos en la trampa de valor, puesto que la valoración baja de un crédito que parece barato puede deberse a motivos subyacentes. Sin embargo, no creemos que ese sea el caso de la deuda financiera europea. A pesar de las perspectivas de un menor crecimiento de la economía europea en comparación con otros lugares del mundo, los fundamentales de la deuda bancaria y de aseguradoras en Europa siguen siendo sólidos. Consideramos que las valoraciones actuales siguen compensando con creces los riesgos asociados a un entorno de crecimiento más lento. A pesar de todo, es esencial reconocer que no todos los valores financieros son iguales. Para los inversores en crédito es imprescindible realizar un análisis crediticio exhaustivo antes de invertir en deuda bancaria y de aseguradoras. ●



¿Cuál es la asignación óptima al crédito dentro de una cartera multiactivos?

La remuneración del efectivo no durará eternamente, lo que lleva a los inversores a reconsiderar productos de inversión tradicionales, como las cuentas de ahorro, los fondos del mercado monetario y otras inversiones líquidas a corto plazo. Es esencial contar con una estrategia prudente de asignación de activos, diversificando entre varias clases de activos según la tolerancia al riesgo y el horizonte de inversión. ¿Cómo deben posicionar sus carteras los inversores según las condiciones de los mercados de crédito?

Antes de tomar decisiones sobre la asignación óptima al crédito en estrategias multiactivos, debemos determinar qué combinación de activos tiene más probabilidades de ofrecer a los inversores una mayor rentabilidad ajustada al riesgo. En todos los ámbitos de la vida, nos centramos en la relación calidad-precio, y las inversiones no deberían ser diferentes. Los inversores más sensibles al riesgo querrán recibir una rentabilidad suficiente por cada unidad adicional de riesgo asumida. La decisión sobre la asignación óptima se basa en tres factores principales:

1. Previsión de riesgo y rentabilidad de cada clase de activos
2. Oportunidades de gestión activa de distintas clases de activos
3. Ventajas de diversificación derivadas de la combinación de clases de activos

“ Las previsiones apuntan a que, en los próximos cinco años, la combinación de un 25% de renta variable y un 75% de renta fija será lo que ofrecerá una mayor rentabilidad ajustada al riesgo

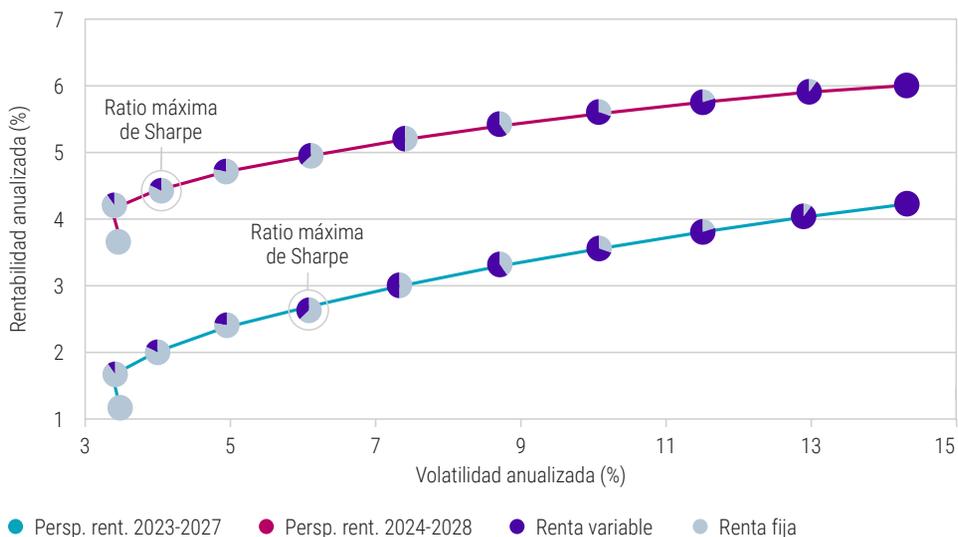
Previsión de riesgo y rentabilidad de cada clase de activos

Cada año, Robeco publica sus Perspectivas de rentabilidad a 5 años sobre las principales clases de activos. Dichas perspectivas tienen en cuenta valoraciones, escenarios macroeconómicos y factores climáticos. Las previsiones más recientes de Robeco apuntan a que, en los próximos cinco años, la combinación de un 25% de renta variable y un 75% de renta fija será lo que ofrecerá una mayor rentabilidad ajustada al riesgo. Esta distribución se

refleja en el siguiente gráfico de fronteras de eficiencia de la renta fija y la renta variable. Otra observación interesante es que, en comparación con el año pasado, este análisis aboga por un aumento del 20% de la inversión en bonos en detrimento de la renta variable. Esto se debe, en cierta medida, a que las valoraciones de la parte más concentrada de los mercados de renta

variable se están acercando a sus máximos históricos y, con ello, a una asimetría de subida/bajada más problemática en comparación con el crédito en estos momentos. Los diferenciales de crédito están bien posicionados y no son excesivamente estrechos. Además, en general, las empresas IG (investment grade) deberían gestionar el riesgo de refinanciación, que acabará materializándose en algún momento para la mayoría de ellas. Por tanto, la inversión de un 25% en renta variable y un 75% en renta fija parece óptima para los inversores que deseen pasar del efectivo al mercado de crédito.

Gráfico 5: Fronteras de eficiencia de la renta fija y la renta variable de las Perspectivas de rentabilidad de 2023-2027 frente a las de 2024-2028



Fuente: Robeco, datos a septiembre de 2023. Nota: Volatilidad basada en datos históricos de medias recabados entre octubre de 2000 y septiembre de 2023. La renta variable está representada por el MSCI AC World Index, y la renta fija por el Bloomberg Global Aggregate Corporate Index y el Bloomberg Global Aggregate Treasury Index. Para aplicar optimizaciones a la cartera, combinamos las perspectivas de rentabilidad a cinco años con la rentabilidad estable a largo plazo.

Oportunidades de gestión activa de distintas clases de activos

Cuando optimizamos una asignación de activos a un nivel de riesgo determinado dentro de una cartera multiactivos, esperamos obtener alfa de cada estrategia de inversión activa en la que invertimos. Esto refleja nuestra convicción en el equipo de inversión subyacente, y culmina en una calificación de entre 1 y 5 basada en la combinación de análisis cuantitativo y cualitativo. A continuación, utilizamos esa información junto con nuestra opinión sobre las perspectivas de exceso de rentabilidad en cada clase de activos. Nuestra estrategia multiactivos suele operar con ajuste a un presupuesto de comisiones y un riesgo general limitados, de modo que los elementos que rivalizan entre sí deben equilibrarse de la forma más eficiente posible. En Perspectivas de rentabilidad a 5 años de 2023, medimos el porcentaje de gestores activos que superaron su índice de pasivos equivalente en crédito global (con cobertura en EUR) frente a la renta variable estadounidense equilibrada de gran capitalización, los dos mayores componentes básicos de las clases de activos. La pronunciada diferencia en el conjunto de oportunidades revela que las perspectivas de exceso de rentabilidad del crédito global influirán positivamente en el tamaño de la inversión en crédito global de nuestra estrategia multiactivos.

Ventajas de diversificación derivadas de la combinación de clases de activos

Históricamente, la combinación de diferentes clases de activos ha proporcionado diversificación y, con ella, una mayor rentabilidad ajustada al riesgo. Sin embargo, existe una excepción. Durante periodos de inflación elevada, los activos suelen correlacionarse, tal y como hemos observado en los últimos dos años. Sin embargo, esperamos que las ventajas de la diversificación resurjan en el futuro. Prevemos una inflación del IPC subyacente de entre el 2,5 y el 3% aproximadamente en los próximos cinco años, y la historia demuestra que este nivel ha respaldado la diversificación en renta fija y renta variable. En el caso de los inversores con menos apetito por el riesgo, una cartera multiactivos que invierta principalmente en bonos debería ofrecer una buena rentabilidad. ●



¿Es importante el enfoque top-down para los inversores en crédito?

Aunque los gestores de crédito suelen añadir valor a través de la selección *bottom-up* de valores, creemos firmemente que mantener un enfoque *top-down* es crucial para que las carteras de crédito ofrezcan una rentabilidad sostenida superior. Las distintas fases del ciclo de crédito requieren diferentes enfoques ante el riesgo. Dicho esto, ¿cómo ajustamos la beta para mitigar el riesgo y aprovechar las oportunidades?

Optimización de la rentabilidad de la cartera de crédito

Es esencial gestionar el perfil de riesgo de la cartera de forma que se optimice la rentabilidad relativa en un entorno favorable al crédito y se mitiguen los efectos negativos en condiciones desfavorables del mercado. Nuestro enfoque *top-down* toma forma en reuniones trimestrales sobre perspectivas del crédito, en las que todos los miembros de nuestro equipo realizan un análisis en profundidad, cuestionando y examinando la información sobre el mercado y el entorno macroeconómico. Los análisis se estructuran en torno a tres factores principales que

condicionan los mercados de crédito: los fundamentales, las valoraciones y los aspectos técnicos del mercado. Esto incluye el posicionamiento de los inversores, los flujos y la liquidez del mercado.

“ *La beta puede ajustarse incorporando estrategias específicas a las carteras de crédito* ”

Nuestras perspectivas trimestrales de crédito ofrecen información valiosa para posicionarse en el ciclo del mercado. Los gestores evalúan el grado de atractivo del mercado para determinar el posicionamiento global de riesgo de las carteras (la beta) de crédito. Concretamente, la beta se calcula dividiendo la duración por diferencial

(DTS) de la cartera entre la DTS del índice de mercado pertinente. Cuando el análisis *top-down* sugiere una preferencia por un mayor riesgo, los gestores aumentan la beta de la cartera por encima de 1. Por el contrario, la adopción de una postura de riesgo más defensiva supondría reducir la beta a 1 o por debajo de 1.

Posición de beta estratégica: respuesta a las dinámicas del mercado de crédito

La beta puede ajustarse incorporando estrategias específicas a las carteras de crédito. Para aumentar la beta, se podrían añadir a la cartera bonos corporativos con diferenciales de crédito más elevados, posiciones fuera del índice de referencia (como CoCos AT1) o bonos con una duración de diferencial superior a la del índice. En cambio, para reducir la beta, se puede optar

por una eliminación total del riesgo o por añadir bonos de mayor calidad con diferenciales de crédito más bajos o bonos a más corto plazo. Además, la beta se puede gestionar eficazmente utilizando derivados de índices de crédito, como CDX o iTraxx. Esta estrategia ofrece rentabilidad rápidamente en comparación con los bonos en efectivo.

El gráfico de abajo ilustra el posicionamiento de beta de la estrategia Global Credits de Robeco desde 2014. Como puede observarse, en el 1T de 2021 se produjo un cambio en el posicionamiento de beta. Los gestores de cartera, basándose en el enfoque *top-down*, optaron por una postura más defensiva frente al riesgo. Tras su evaluación, concluyeron que las valoraciones de crédito eran ajustadas y ya no reflejaban adecuadamente los posibles escenarios de riesgo. Para reducir la beta de la cartera, se compraron bonos corporativos de alta calidad con un diferencial más bajo. Además, se adquirió protección frente al mercado en general utilizando derivados de índices. Como resultado de estas acciones, la beta de la cartera se redujo por debajo de 1.

Gráfico 6: Historial de posicionamiento de beta de la estrategia Global Credits de Robeco



Fuente: Robeco, marzo de 2024.

Además, en el 1T de 2023 se produjo un cambio considerable en el posicionamiento de beta. En este periodo, los gestores adoptaron una posición defensiva, como demuestra la beta de la cartera, próxima a 1. Sin embargo, en marzo de ese año asistimos a una importante ampliación de los diferenciales de crédito, sobre todo de la deuda bancaria, a raíz de los problemas con los bancos regionales estadounidenses y Credit Suisse. El aumento de los diferenciales de crédito generó un valor atractivo, especialmente los de la deuda bancaria. Dadas las buenas previsiones del equipo sobre los grandes bancos sistémicos de Europa, añadimos deuda bancaria subordinada a la cartera de forma estratégica. En consecuencia, la inclusión de deuda bancaria de mayor diferencial provocó que la beta de la cartera aumentara hasta 1,4.

Para gestionar eficazmente una cartera de crédito, es crucial mantener un enfoque *top-down*, pues garantiza que esta obtenga buenos resultados sistemáticamente en relación con el mercado a lo largo de diferentes ciclos. La gestión activa de beta es un valioso complemento de la selección *bottom-up* de crédito. Las reuniones trimestrales sobre perspectivas del crédito, en las que se analizan los fundamentales, las valoraciones y los aspectos técnicos del mercado, permiten que nuestro equipo de crédito sea ágil y esté informado y preparado para ajustar el perfil de riesgo de las carteras en función de las condiciones de mercado. Los ajustes tácticos de la exposición al crédito y la duración de los diferenciales nos permiten gestionar activamente el equilibrio entre la búsqueda de una rentabilidad superior en condiciones favorables y la mitigación de los riesgos en periodos de desaceleración. ●

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 TIRes 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 TIRes 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.

SDG 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 SDG 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 sénior. 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 sénior, 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 gestora 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, consúltense 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, disponibilidad o utilización del documento fuesen contrarias a leyes o reglamentos, o supeditarían a cualquier fondo o a Robeco 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.

Robeco Institutional Asset Management B.V., Sucursal en España con número de identificación W0032687F y sede social 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 Entidades 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.



Si desea más información, no dude en visitar
la página web de Robeco