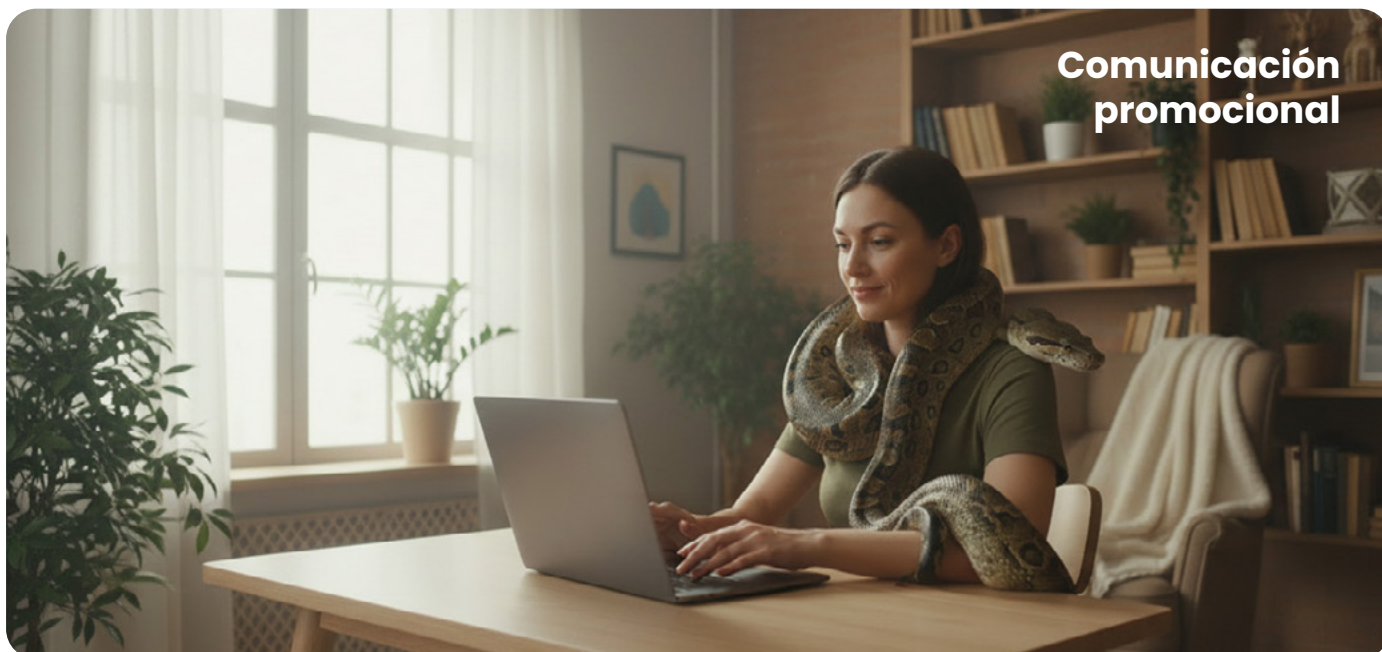




FEBRERO 2026

Asumir el riesgo en la deuda corporativa: el enfoque de Candriam.



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Los bonos corporativos a veces se tratan como los zapatos de confianza del vestuario de la inversión. Se espera de ellos que sean fiables, pulidos y, en ocasiones, un poco sosos. Sin embargo, cualquiera que haya visto cómo se amplían los diferenciales de un momento a otro o la forma de desaparecer de la liquidez en el momento equivocado lo sabe: **la deuda corporativa no es aburrida. La deuda corporativa es disciplinada.** Y la disciplina comienza con el riesgo, no como algo que hay que evitar, sino como algo que hay que entender tan bien que pueda descontarse, dimensionarse y controlarse con intención.

En Candriam, la inversión en deuda corporativa es, ante todo, un ejercicio de gestión de riesgos. No buscamos eliminar el riesgo, esto sería como intentar eliminar la gravedad. En cambio, aceptamos el riesgo haciéndolo visible, cuantificable y discutible mucho antes de que tenga la oportunidad de sorprender a una cartera. Esto es lo que denominamos **dominar el riesgo**. Nuestra filosofía es sencilla: entender el riesgo va antes de obtener rentabilidad, porque en la deuda corporativa, el próximo cupón importa más que el próximo titular.

Tanto para clientes profesionales como particulares, el mensaje es el mismo: **en la deuda corporativa, la rentabilidad es una consecuencia del riesgo entendido, no del riesgo ignorado.**

1. Por qué es importante el riesgo en la deuda corporativa

Un bono corporativo es una promesa contractual de flujos de efectivo a lo largo del tiempo y del reembolso del principal. Sin embargo, su valor depende de cómo esa promesa sobreviva a las condiciones del mundo real: decisiones corporativas, ciclos económicos y estructura del mercado. El riesgo crediticio y de calificación se sitúa en el epicentro de esta ecuación, pero nunca actúa solo. Interactúa con los tipos de interés, la inflación, los efectos de los tipos de cambio, las condiciones de liquidez y la estructura de los bonos. Por tanto, gestionar bien los bonos corporativos conlleva gestionar un *sistema de riesgos*, no variables aisladas.

Figura 1:

El riesgo en la deuda corporativa: un *sistema*, y no variables aisladas



Fuente: Candriam

A. Riesgo crediticio y de calificación

El riesgo principal de los bonos corporativos es sencillo: el emisor puede incumplir sus obligaciones financieras. Si los cupones o el principal están en riesgo, entonces el carry y el valor relativo pasan a ser irrelevantes.

Candriam evalúa el riesgo del emisor a través de tres prismas complementarios: el perfil operativo, el perfil financiero y el riesgo de sucesos.

- El perfil operativo se centra en los fundamentales empresariales: qué hace la empresa, dónde opera y cuán resiliente es la demanda. Las consideraciones ESG están totalmente integradas en este paso, ya que influyen directamente en la durabilidad del flujo de efectivo, el acceso al capital y el comportamiento de la dirección.

- El perfil financiero traduce la historia empresarial en cifras. Analizamos el apalancamiento, la cobertura de intereses, la liquidez, las necesidades de refinanciación y la estructura de capital, haciendo especial hincapié en cómo se comportan estos indicadores en situaciones de tensión. El riesgo crediticio rara vez se revela en mercados tranquilos. Surge cuando las condiciones se ponen difíciles.
- El riesgo de sucesos completa la imagen. Las operaciones, la regulación, los litigios, los incidentes operativos y las perturbaciones del gobierno corporativo pueden alterar rápidamente la calidad crediticia. En la deuda corporativa, la pregunta no es solo qué es hoy el emisor, sino qué podría hacer cuando cambien los incentivos.

B. Riesgo de duración y de tipos de cambio

Los precios de los bonos corporativos reflejan tanto la calidad crediticia del emisor como el entorno en el que dicho emisor debe financiarse. El riesgo de duración vincula los precios de los bonos a los tipos de interés, mientras que la inflación influye en los tipos oficiales y en los márgenes. La exposición a las divisas puede ser importante si los ingresos, los costes o los mercados de financiación no están alineados con la moneda del bono.

La deuda corporativa también se mueve en los distintos ciclos. Los periodos de sólido crecimiento y amplia liquidez pueden enmascarar la fragilidad de los balances, mientras que las desaceleraciones exponen a los emisores más débiles a mayores costes de financiación y a unos mercados de capitales más ajustados. Entender nuestra posición en el ciclo crediticio ayuda a distinguir la perturbación temporal de la debilidad estructural.

C. Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el riesgo de no poder vender cuando lo necesita, a un precio que pueda aceptar. Los mercados de renta fija pueden ser líquidos en condiciones tranquilas e implacables en situaciones de tensión. Cuando la liquidez se debilita, los diferenciales del precio comprador-vendedor se amplían, la determinación de precios se torna desigual y las correlaciones aumentan.

Dado que la liquidez puede desaparecer cuando resulta más valiosa, debe gestionarse antes de que se convierta en un problema. Esto significa centrarse en emisores y emisiones que compensen, dimensionar posiciones de forma realista y estructurar carteras con un plan de salida en lugar de con esperanza.

D. Riesgo de reinversión y de amortización anticipada

El riesgo de reinversión se produce cuando los flujos de efectivo futuros no pueden reinvertirse a rendimientos atractivos. El riesgo de amortización anticipada es el riesgo de que un emisor reembolse un bono antes de tiempo cuando le conviene. Estas características conforman los patrones de rentabilidad, especialmente en el segmento de alto rendimiento.

Por eso es importante fijarse en la letra pequeña. Los pactos, la calidad de la documentación, la antigüedad y las perspectivas de recuperación influyen mucho más a la baja que el rendimiento general. En la deuda corporativa, la estructura es una parte integrante del riesgo.

E. Un sistema, no una lista de comprobación

Estos riesgos rara vez se producen de forma aislada. Una recesión puede debilitar los fundamentales, ajustar la liquidez y acelerar las rebajas de calificaciones. Un grupo de sucesos específicos de un emisor puede convertirse en tensión sectorial, lo que provoca salidas de capitales y empuja el ciclo a la baja.

Una buena gestión de la deuda corporativa considera el riesgo como un sistema interconectado y aplica múltiples lentes para evitar verse sorprendido por riesgos visibles, pero infravalorados.

2. Cómo controlamos el riesgo en Candriam

El enfoque a la deuda corporativa de Candriam se basa en una convicción fundamental: **el riesgo es la materia prima de rentabilidad, y el inversor que mejor lo entienda puede utilizarlo de la forma más inteligente.** Nuestro proceso está concebido para explicitar el riesgo en cada fase, desde la definición de lo que se puede invertir hasta el análisis de los emisores, la estructuración de carteras, el seguimiento y la venta.

Esta disciplina se aplica desde 1999 en todas las estrategias de grado de inversión y de alto rendimiento. Se trata de un proceso y una cultura al mismo tiempo. **Estamos dispuestos a dejar la rentabilidad sobre la mesa si esta depende de riesgos que no podemos explicar con claridad.** En la deuda corporativa, la claridad es una ventaja competitiva. Mejora el tamaño, refuerza la disciplina en las ventas y hace que la gestión activa sea oportunista en lugar de reactiva. **Nuestro historial, incluida la ausencia de impagos de emisores en las carteras que gestionamos, refleja esta cultura¹.** En comparación, la tasa histórica de impago del alto rendimiento se sitúa en torno al 4%-5 %².

A. Dónde jugamos: un universo de inversión centrado

Entender el riesgo adecuadamente requiere atención. **El conjunto de oportunidades de la deuda corporativa global es amplio, pero no todo es igual de analizable o igualmente negociable.** Por tanto, reducimos el universo de inversión para mejorar la transparencia, la liquidez y la profundidad analítica.

Nuestro primer filtro aborda los riesgos ESG y de gobierno corporativo. Excluimos a los emisores expuestos a actividades controvertidas y a aquellos que incumplen las expectativas clave en materia de gobierno corporativo. También excluimos los sectores en los que los riesgos son estructuralmente difíciles de gestionar, como el tabaco, el carbón térmico y las armas controvertidas. No se trata de evitar la complejidad, sino de reconocer que ciertos riesgos pueden ser no lineales, difíciles de cubrir y caros cuando cambia la confianza y, por tanto, **centrarse en riesgos identificables, cuantificables y manejables.**

1 - Impago cero a enero de 2026 en las carteras de grado de inversión y alto rendimiento gestionadas por el equipo desde el inicio de la estrategia.

2 - Fuente: Candriam, Bloomberg, tasa de impago a largo plazo en el universo mundial de alto rendimiento, a diciembre de 2025.



**El riesgo es la materia prima de rentabilidad,
y el inversor que mejor lo entienda puede
utilizarlo de la forma más inteligente.**

Nuestro segundo filtro es la liquidez. Evitamos emisores y emisiones en las que la transparencia y la negociabilidad son insuficientes para respaldar una gestión activa de la cartera.

- En el segmento del alto rendimiento, normalmente evitamos emisores europeos con menos de 250 millones de euros de deuda o volúmenes de emisión individuales inferiores a 500 millones de euros. En Estados Unidos, normalmente evitamos emisores con menos de 1.000 millones de dólares de deuda o volúmenes de emisión inferiores a 500 millones de dólares. Estos criterios dan lugar a **una lista específica de unos cuatrocientos emisores** que cubren alrededor del 70% del segmento BB a B del índice, lo que es suficiente para respaldar la gestión activa. Aunque los umbrales son indicativos y pueden evolucionar con la estructura del mercado, la intención se mantiene: las carteras deben estructurarse de modo que puedan gestionarse y no limitarse a ser gestionadas.
- En el segmento de grado de inversión, donde la liquidez suele ser más sólida, el tamaño y la transparencia siguen siendo esenciales. Normalmente nos centramos en emisores con al menos 1.000 millones de euros de deuda pendiente en Europa y al menos 5.000 millones de dólares en Estados Unidos. Evitamos los emisores que no presentan informes al menos de forma semestral, y priorizamos los emisores que cotizan o están calificadas por al menos dos agencias.

La tercera dimensión es la experiencia. Si bien incluimos emisores financieros en nuestras estrategias de grado de inversión, los productos estructurados, como los valores respaldados por activos, los valores respaldados por hipotecas y los préstamos titulizados, quedan excluidos intencionadamente de nuestras carteras de alto rendimiento. Para estas estrategias, excluimos a los emisores financieros porque preferimos concentrarnos en sectores en los que nuestro equipo tenga una profundidad analítica específica. **En lugar de fijarnos en cada elemento de los diferenciales, nos centramos en áreas en las que podemos ser responsables de nuestras conclusiones.**

Nuestra decisión de trabajar sobre un universo reducido no debería considerarse una restricción a la inversión. Se trata de un control de los riesgos, cuyo objetivo es mejorar la liquidez de la cartera, así como la calidad de las decisiones. **Centrarse en emisores que los analistas y gestores de carteras conocen en profundidad constituye un principio básico de la gestión activa.** Es más fácil operar eficientemente cuando conoces bien tus interlocutores y cuando el mercado también los conoce.

B. Cómo jugamos: en primer lugar, el análisis ascendente fundamental

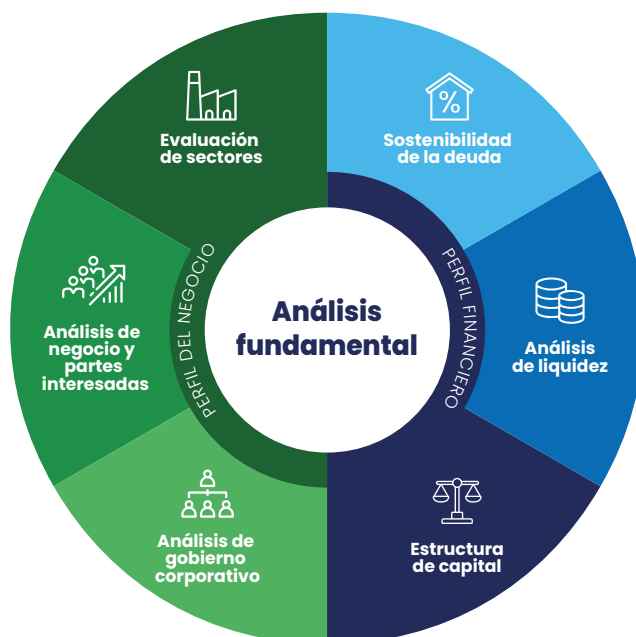
Si la estructuración del universo define *dónde* invertimos, el análisis fundamental define *cómo* invertimos. **Cada emisor cubierto recibe una valoración crediticia interna que combina análisis de negocio, el análisis financiero y la integración de los criterios ESG.** Esto convierte la idea general del riesgo crediticio en una comprensión específica del riesgo idiosincrático.

En nuestra opinión, una visión completa del riesgo requiere tanto experiencia en deuda corporativa como conocimientos financieros adicionales. Por eso **analizamos emisores en el marco de un perfil de negocio con integración de los criterios ESG y un perfil financiero.**

- El perfil de negocio comienza con un posicionamiento competitivo dentro del sector e integra los factores ESG de una forma estructurada, analizando los posibles riesgos y oportunidades vinculados a cuestiones medioambientales y sociales. Las preguntas incluyen, por ejemplo: ¿cómo de expuesto está el emisor a los cambios en la normativa medioambiental? ¿Hasta qué punto es creíble su estrategia de transición? ¿Cómo pueden afectar las normas de la cadena de suministro y las relaciones laborales a la continuidad de las operaciones, la reputación o la estructura de costes? El gobierno corporativo es un tema de máxima importancia en todos los sectores, ya vincula la estrategia declarada con el comportamiento real. Cuando el gobierno corporativo es débil, el riesgo puede tornarse incalculable con celeridad. Esta es la razón por la que el gobierno corporativo puede ser un factor de exclusión, no un mero elemento en la lista de comprobación. Nuestro análisis del gobierno corporativo tiene en cuenta la dirección estratégica y la conducta financiera, los conflictos de intereses, la calidad de la gestión y el contexto más amplio del riesgo país y los derechos humanos.

Figura 2:

Análisis de emisores en Candriam: un enfoque fundamental ascendente



Fuente: Candriam

- A continuación, el perfil financiero pone a prueba la resiliencia del balance con la liquidez, el apalancamiento, la cobertura de intereses, la generación de flujo de efectivo y la estructura de capital. Para los bancos y las aseguradoras dentro del segmento de grado de inversión, un marco específico refleja sus especificidades normativas y en materia de balance.

Estas valoraciones comerciales y financieras se traducen en calificaciones crediticias internas que guían la aptitud para la inversión, el tamaño de las posiciones y la presupuestación de riesgos.

Las calificaciones ESG internas hacen las veces de un control cruzado disciplinado, garantizando que los riesgos cualitativos no se subestimen.

Las herramientas cuantitativas de crédito complementan el análisis fundamental al señalar los cambios en los emisores de mayor calificación, lo que respalda —si bien no sustituye— el juicio de los analistas.

Por último, el análisis crediticio no está completo sin un análisis a nivel de emisión. La estructura jurídica, los pactos, el carácter preferente, las características de compra y las perspectivas de recuperación se evalúan bono por bono. En el alto rendimiento, el análisis de los pactos constituye una parte esencial de la suscripción en momentos de caída, porque la calidad de la documentación puede determinar si un historial crediticio es simplemente volátil o verdaderamente vulnerable.

En cuanto al sector financiero, evaluamos a los bancos y las aseguradoras con una perspectiva centrada en la resiliencia de los balances, examinando la solidez del capital, la calidad de los activos y los perfiles de liquidez, y cómo se comportan cuando las condiciones se endurecen, en lugar de cuando los mercados están tranquilos. Esta visión financiera es inseparable de nuestra evaluación de los modelos de negocio, el gobierno corporativo y los factores ESG, que pueden alterar sustancialmente los resultados crediticios. El objetivo no es predecir resultados, sino identificar emisores cuyo riesgo puede explicarse claramente, valorarse y supervisarse. Esta disciplina sustenta nuestra selección de valores y nuestro posicionamiento en la estructura de capital, lo que garantiza que las carteras se basan en los riesgos que entendemos, no en los supuestos que esperamos mantener.

El riesgo debe compartirse, no aislarse. Nuestras opiniones crediticias se formalizan a través de una serie de comisiones que garantizan el debate, la alineación y la implementación oportunos.

C. Calibrar el riesgo de crédito a lo largo del ciclo

Aunque el análisis del emisor es esencial, no está completo sin contexto. Los diferenciales reflejan los fundamentales y la predisposición al riesgo del mercado. Nuestra valoración estructurada del mercado resulta clave para situar la solvencia del emisor en el contexto del crecimiento, la inflación, los tipos y el ciclo crediticio.

Revisamos el conjunto de oportunidades de renta fija mensualmente, evaluando los tipos, la deuda de los mercados emergentes, las divisas y la deuda corporativa utilizando marcos internos específicos. De este modo, asignamos un sesgo direccional positivo, neutral o negativo: en otras palabras, **traducimos un entorno complejo en un mensaje de riesgo claro.**

La visión macroeconómica emitida por nuestros macroeconomistas fundamenta la postura en duración y la valoración del ciclo de tipos, traducida en convicciones en la duración y la curva. A continuación, el equipo de deuda corporativa interpreta las implicaciones para el riesgo de diferenciales entre regiones y calificaciones.

Para calibrar las estrategias de diferenciales entre regiones y calificaciones, integramos la valoración, los fundamentales, la confianza del mercado y los factores técnicos.

Esta valoración exhaustiva del mercado calibra nuestro análisis de emisores. Ayuda a un gestor de carteras a comprender cuándo un balance más débil puede verse arrastrado por una liquidez abundante y cuándo incluso los emisores sólidos pueden protagonizar una variación en su valoración por un cambio de régimen. También es una herramienta práctica para la presupuestación de riesgos, la asignación sectorial y el equilibrio entre el *carry* y la liquidez.

D. Estructuración de carteras: convertir el análisis del riesgo en movimientos en la cartera

No hay una sola secuencia. En el segmento de grado de inversión, la valoración del mercado suele marcar la duración y la predisposición al riesgo. En el alto rendimiento, el análisis de emisores suele liderar, perfeccionado con indicios macroeconómicos y técnicos. En ambos casos, el objetivo es el mismo: desarrollar una visión coherente del riesgo antes de tomar decisiones en materia de valor relativo.

Cuando se conoce bien el riesgo, la gestión activa es más sencilla. Incluso en el marco de un conjunto de oportunidades más concentrado, sigue habiendo una amplia gama de catalizadores de la rentabilidad e instrumentos para elegir, entre emisores, sectores, regiones, calificaciones, carácter preferente en la estructura de capital y vencimientos. Unas visiones claras sobre emisor y unos regímenes de mercado bien estructurados respaldan una gestión activa basada en convicciones. La forma de gestionar el riesgo en este contexto es clara: contabilizar los beneficios de forma decisiva cuando los diferenciales han hecho su trabajo, rotar de forma oportunista hacia instrumentos que ofrezcan un mejor equilibrio entre *carry* y caídas, y reducir las pérdidas rápidamente cuando se rompa la hipótesis riesgo, en lugar de negociar con él. Esta agilidad no es igual a negociar simplemente por realizar movimientos. Se basa dos pilares: un profundo conocimiento del riesgo macroeconómico y del emisor, y medidas deliberadas adoptadas por adelantado para minimizar el riesgo de liquidez. **La gestión activa y flexible pasa a ser entonces en una herramienta de la gestión de riesgos inestimable por derecho propio, precisamente porque se basa en comprender primero el riesgo.**

Las directrices de la cartera, los límites de exposición, las desviaciones con respecto a los índices de referencia y los indicadores de riesgo garantizan que los riesgos se reevalúen de antemano, no bajo presión.

Conclusión: controlar el riesgo en lugar de evitarlo

La inversión en deuda corporativa recompensa a aquellos que pueden mantener su equilibrio cuando el suelo se mueve. La ironía es que el equilibrio no se consigue evitando el riesgo. Viene de saber exactamente a qué riesgos te enfrentas y por qué. En Candriam, hemos desarrollado nuestra cultura crediticia en torno a esa idea: un universo centrado, un análisis riguroso de los emisores con análisis ESG y jurídicos integrados, comisiones estructuradas que permiten abordar el riesgo y un marco de mercado que mantiene a todos los emisores en contexto.

Si esto se interpreta como disciplina, lo es, porque a los titulares de bonos no se les paga para sorprenderse. Preferiríamos dedicar el tiempo a hacer preguntas incómodas por adelantado que a responder las urgentes más tarde, y esa es precisamente la razón por la que nuestro proceso insiste en identificar el riesgo desde todos los ángulos antes de valorarlo, dimensionarlo y exponerse a él.

Cuando se entiende el riesgo, se puede invertir en él. Cuando no es así, nosotros nos sentimos cómodos alejándonos, aunque ello conlleve renunciar a un poco de rentabilidad.

Deuda corporativa en Candriam.

20 años
de innovación que
conducen a una gama de
productos diversificada

Uno de los
pioneros
en el segmento de alto
rendimiento desde 1999

Tasa de
**impago
cero**
en nuestras estrategias de grado
de inversión y alto rendimiento
desde su lanzamiento

11
gestores de carteras
y 11 analistas de deuda corporativa,
la mayoría de ellos trabajando en
equipo durante una década

26
expertos ESG
y 5 macroeconomistas
que apoyan a los
gestores de carteras

Para saber más sobre nuestras estrategias:

[Crédito | Candriam >](#)

Para descubrir cómo nuestros equipos de crédito controlan el riesgo:

[Controlar el riesgo: Experiencia en deuda corporativa | Candriam >](#)



La presente publicación es una comunicación promocional. Este documento se proporciona únicamente con fines informativos y educativos y puede contener opiniones e informaciones de propiedad exclusiva de Candriam. Este documento no constituye una oferta para comprar o vender instrumentos financieros, ni representa una recomendación de inversión ni confirma ningún tipo de transacción, excepto donde expresamente se indique. A pesar de que Candriam selecciona cuidadosamente los datos y las fuentes de este documento, no se puede excluir a priori la existencia de algún error u omisión. Candriam no se hace responsable de ninguna pérdida directa o indirecta como resultado del uso de este documento. Los derechos de propiedad intelectual de Candriam se deben respetar en todo momento, no pudiéndose reproducir el contenido del documento sin una autorización previa por escrito.