

Ai generated image

MARZO DE 2026

Inversión en deuda corporativa a lo largo del ciclo.

Un marco de riesgo para una inversión en deuda corporativa disciplinada



Charudatta Shende

Responsable de estrategia de renta fija, responsable de gestión de carteras de clientes de renta fija



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Las negociaciones que tienen éxito rara vez se ganan sobre la mesa. Se ganan de antemano, a base de preparación. La inversión en deuda corporativa sigue la misma lógica. Los resultados rara vez se determinan en el momento en el que los mercados se reevalúan; se configuran mucho antes, a medida que se construye el apalancamiento, evolucionan las condiciones de liquidez y se descuenta el riesgo. El ciclo crediticio está detrás de esos cambios, que suelen apreciarse en el comportamiento y las condiciones de financiación mucho antes de que sean visibles en los impagos.

Por qué el ciclo crediticio es importante para los inversores

Le risque de crédit est asymétrique. El riesgo de deuda corporativa es asimétrico. En la inversión en deuda corporativa, los retornos se obtienen gradualmente, mientras que las pérdidas pueden producirse rápidamente cuando las condiciones de refinanciación se endurecen, la liquidez se debilita y los impagos aumentan.

La deuda corporativa es cíclica. El ciclo crediticio refleja la interacción entre prestatarios, inversores, bancos centrales y la dinámica del mercado. Cuando los diferenciales se amplían y aumenta la aversión al riesgo, las condiciones económicas suelen suavizarse, lo que provoca una relajación de las políticas y reduce la asunción de riesgos por parte de los inversores.

El ciclo crediticio proporciona un contexto fundamental para las decisiones de inversión. Ayuda a evaluar si los retornos están respaldados por unos fundamentales sólidos o por unas condiciones de financiación flexibles. Ignorar el ciclo no significa simplemente perder carry; se corre el riesgo de estar expuesto a la deuda corporativa en un momento equivocado, cuando los mercados se reevalúan rápidamente

El ciclo de solvencia: Cuatro fases, dos motores

Los ciclos crediticios son conocidos. La mayoría de los inversores pueden describir sus **cuatro grandes fases: reparación**, recuperación, expansión y recesión. En este artículo, no pretendemos volver a explicar los términos, sino destacar **lo más importante de cada fase: la naturaleza cambiante del riesgo**. En la deuda corporativa, el ciclo no se centra simplemente en el crecimiento y la recesión; se trata de cómo de indulgentes son las condiciones de refinanciación, cómo de fácilmente se recompensa el apalancamiento y cómo de rápido puede desaparecer la liquidez cuando cambia la confianza.

En Candriam, analizamos el ciclo a través de **dos prismas complementarios: el ciclo de la deuda y el ciclo empresarial**.

- El **ciclo de la deuda** refleja cómo se acumula el apalancamiento en las empresas y los hogares y cómo evoluciona la oferta de deuda corporativa con el tiempo.
- El **ciclo empresarial** capta el entorno económico en el que esa deuda debe ser atendida, refinanciada y valorada: crecimiento, inflación y condiciones monetarias.

La tensión crediticia tiende a surgir cuando estos dos ciclos se refuerzan entre sí de forma negativa, cuando el apalancamiento sigue expandiéndose a pesar de que el crecimiento se ralentiza y la política se vuelve menos favorable.

El marco es deliberadamente precedente. **Los impagos, las rebajas de calificación y las ventas forzadas suelen ser resultados de finales del ciclo**; cuando son evidentes, la reevaluación normalmente ya ha tenido lugar. **Las señales más factibles suelen aparecer antes**: el ritmo y la finalidad del endeudamiento, la disciplina de suscripción, los canales de refinanciación y la forma en que la política monetaria cambia el margen de error.

Desde la perspectiva del ciclo de la deuda analizamos cómo se está utilizando la deuda corporativa, no solo cuánta hay. Los préstamos inmobiliarios (a largo plazo y sensibles a los tipos de interés), los préstamos corporativos no financieros (inversión frente a ingeniería financiera), el crecimiento del crédito al consumo (sensibilidad de los hogares) y las fusiones y adquisiciones apalancadas (una señal de conducta) ayudan a revelar si la resiliencia se está reconstruyendo o gastando silenciosamente. También observamos la amplitud de la oferta de deuda corporativa en los bancos y los mercados de capitales, porque los ciclos se amplifican cuando la financiación sigue siendo abundante, incluso cuando las estructuras se debilitan.

Desde la perspectiva del **ciclo económico**, nos centramos en las condiciones que determinan si la deuda puede ser atendida y refinanciada cómodamente: dinamismo del crecimiento, dinámica del mercado laboral, inflación y política de los bancos centrales. Esto conforma los ingresos, los márgenes y los costes de financiación y, en última instancia, determina con qué facilidad se puede atender y refinanciar la deuda. Incluso los niveles moderados de apalancamiento pueden resultar problemáticos cuando el crecimiento se ralentiza, aumentan las presiones inflacionistas o se endurecen las condiciones de financiación.

Estas fases no tienen fechas fijas. Pueden durar largos periodos, suceder de manera desigual o parecer revertirse. El objetivo no es recurrir al punto de inflexión, sino reconocer cuándo está mejorando el equilibrio entre riesgo y remuneración y cuándo se está volviendo cada vez más asimétrico.

Las cuatro fases pueden resumirse de la siguiente manera:

1. Fase 1: Reparación y reapertura:

Las empresas tienden a desapalancarse levantando capital social, vendiendo activos y reduciendo los costes. La tasa de impago es alta y el riesgo es visible y, a menudo, está descontado. La dispersión es elevada y los diferenciales pueden ofrecer un colchón, pero la liquidez puede seguir siendo desigual y los emisores pueden arrastrar fragilidades ocultas.

2. Fase 2: Recuperación:

El crecimiento se retoma, los beneficios se recuperan, las emisiones se aceleran, el apalancamiento se estabiliza y la volatilidad disminuye. Con la reducción de la tasa de impago y la disciplina del balance, es el escenario ideal. En esta fase, el riesgo tiene que ver más con el inicio del comportamiento de autocomplacencia y una reducción silenciosa del margen de error.

3. Fase 3: Expansión:

La propensión al riesgo corporativo regresa. Si bien los fundamentales pueden seguir pareciendo aceptables, el apalancamiento aumenta a medida que las empresas invierten en fusiones y adquisiciones y realizan enormes inversiones, y a medida que se debilita la suscripción. Con valoraciones ajustadas, una tasa de impago reducida y un entorno de políticas menos favorable, el riesgo se vuelve asimétrico: margen alcista limitado y alta sensibilidad a las condiciones de refinanciación.

4. Fase 4: Recesión:

Las condiciones de financiación se endurecen, los beneficios y la liquidez se deterioran, el apalancamiento alcanza máximos, los impagos aumentan y los diferenciales se reevalúan rápidamente. Los resultados dependen de la estructura, la antigüedad y la recuperación.

2.Recuperación

Empresas: esapalancamiento, aumento de las tasas de impago y riesgos idiosincráticos que siguen siendo elevados.

Bancos centrales: postura moderada.

Inversores: postura prudente, flujos de nuevo positivos.

1.Reparación

Empresas: regresa el crecimiento, condiciones crediticias flexibles.

Bancos centrales: postura neutral.

Inversores: aumento del riesgo, continúan las entradas de capitales.



3.Expansión

Empresas: aumenta el apalancamiento. Rápido crecimiento de la deuda corporativa y bajas tasas de impago. Endurecimiento de las condiciones crediticias.

Bancos centrales: endurecimiento del tono.

Inversores: se incorpora el riesgo y continúan las entradas de capitales.

4.Recesión

Empresas: los beneficios se deterioran rápidamente. El apalancamiento aumenta rápidamente y las tasas de impago aumentan.

Bancos centrales: lentitud para reaccionar.

Inversores: buscan reducir el

Fuente: Candriam

Cómo gestiona Candriam la deuda corporativa a lo largo del ciclo

En Candriam, no vemos el análisis del ciclo crediticio como una actividad independiente, sino como **una capa de contexto que refuerza un proceso dirigido por el emisor**. Lo utilizamos para hacer pruebas de solvencia, calibrar los presupuestos de riesgo y garantizar que las carteras se construyan para soportar cambios que pueden ser rápidos e implacables. Nuestro enfoque opera en dos niveles: **análisis ascendente de emisores** (¿Cuál es el riesgo que asumimos?) y una **cobertura de ciclo descendente** (¿Es el momento del ciclo en el que queremos asumirlo? Y, en caso afirmativo, ¿en qué medida y con qué estructura?).

Análisis ascendente: Recomendaciones crediticias basadas en el riesgo de ciclo

El análisis ascendente es el paso principal de nuestro proceso de inversión. Nuestros analistas ofrecen una recomendación crediticia interna para cada emisor basada en una evaluación de su perfil de negocio, su perfil financiero y los riesgos de eventos que lo rodean. Las consideraciones ESG se integran en este análisis porque pueden afectar sustancialmente a la durabilidad del flujo de caja, el acceso al capital y el comportamiento de gobernanza, especialmente cuando las condiciones se endurecen.

El riesgo de ciclo está incluido en este análisis. Los analistas se centran en las necesidades de refinanciación, el perfil de vencimiento de la deuda, los colchones de liquidez y la resistencia del flujo de caja libre en condiciones menos favorables. Examinan los incentivos de la gestión y las posibles acciones bajo tensión, porque el riesgo de eventos suele acelerarse cuando se reduce el margen de error. La estructura a nivel de emisión (antigüedad, convenios, características de la amortización y perspectivas de recuperación) se vuelve crítica precisamente cuando cambian las condiciones.

Antes de emitir una recomendación final, los analistas evalúan el riesgo de operar en la fase actual y el riesgo de pasar a una fase menos favorable. El objetivo no es predecir el día en el que el ciclo cambia. Se trata de suscribir las caídas por adelantado, exigir un margen de seguridad en los fundamentales y la estructura, y alejarse cuando el retorno depende de supuestos que solo se mantienen en condiciones perfectas.

Cobertura descendente: Gestión de los riesgos, sin recurrir a los picos

Nuestra cobertura descendente analiza las condiciones macroeconómicas y el entorno crediticio en general a través de los fundamentales del mercado, las valoraciones y los factores técnicos. Esto ayuda a construir una visión coherente de dónde está mejorando la compensación y dónde se está debilitando.

Traducimos el contexto macroeconómico (crecimiento, inflación y política) en una evaluación de las condiciones financieras. A continuación, el equipo de deuda corporativa interpreta las implicaciones para el riesgo de diferencial por regiones y calificaciones, integrando los fundamentales, las valoraciones, la confianza y los factores técnicos. Nuestro objetivo no es emitir una señal mecánica, sino generar un claro mensaje de riesgo que informe a la construcción de la cartera.

Dado que los cambios de régimen pueden ser rápidos y brutales, **pretendemos ajustar el riesgo progresivamente a medida que se forme la asimetría**. Eso puede significar recoger beneficios cuando los diferenciales han hecho su trabajo, mejorar la calidad cuando el margen de error se reduce y mantener suficiente liquidez para evitar las ventas forzadas. **En la deuda corporativa, las oportunidades tienden a aparecer cuando otros se ven limitados. Un marco de ciclo disciplinado es lo que mantiene una cartera sin restricciones.**

Ir a contracorriente cuando hace falta: Posición de la cartera a lo largo del ciclo

Ir a contracorriente en la deuda corporativa no consiste en evitar riesgos permanentemente. Se trata de asumir el riesgo cuando se paga por asumirlo y ser precavidos cuando el mercado ofrece la ilusión de la seguridad a precio de un diferencial insuficiente.

Nuestra posición de la cartera evoluciona con la compensación del riesgo en las cuatro fases.

- **Fase 1: Reparación y reapertura**

Las empresas se vuelven favorables a los bonistas. Buscamos casos de deuda corporativa de desapalancamiento en los que los diferenciales sigan ofreciendo un colchón. **La atención se centra en la selectividad:** emisores con una reparación creíble del balance, una liquidez sólida y opciones de refinanciación. **El objetivo es aumentar el riesgo con disciplina.**

- **Fase 2: Recuperación**

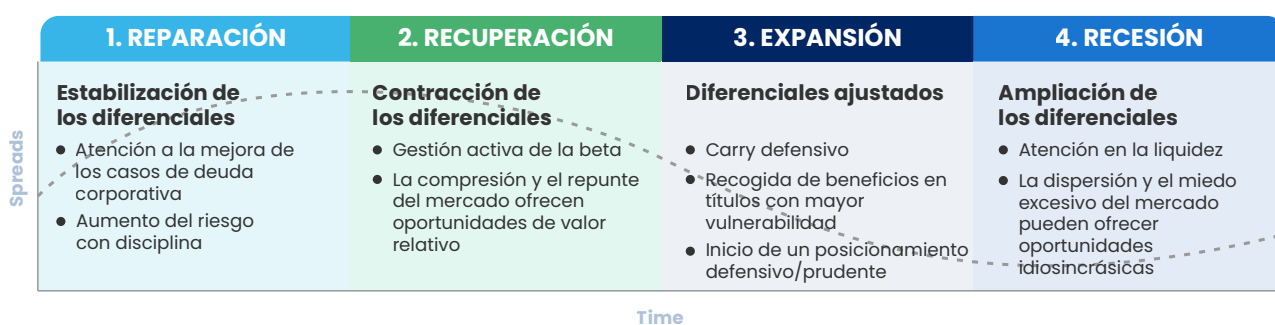
Buscamos aumentar gradualmente la beta, ya que en esta fase, las condiciones del mercado pueden ser más favorables para ofrecer retornos positivos. La magnitud y la estructura de la posición cobran importancia a medida que se reduce la compensación por primas de riesgo. Nuestro objetivo es recoger el carry sin externalizar el control de riesgos al mercado.

- **Fase 3: Expansión**

Nuestra posición es el carry defensivo. Supervisamos los posibles excesos en el comportamiento corporativo: fusiones y adquisiciones financiadas con apalancamiento, distribuciones de accionistas, erosión de convenios y desvío de suscripciones. En esta fase es cuando no se suele ser disciplinado pero es cuando más conviene serlo. Tendemos a priorizar la resiliencia de los balances frente a los diferenciales marginales, reducir la exposición a la deuda corporativa que depende del acceso continuo a los mercados y evitar estructuras con escasa protección frente a caídas.

- **Fase 4: Recesión**

Los resultados de la cartera están dominados por la gestión de la liquidez y la suscripción a la baja. Nos centramos en preservar la flexibilidad, al tiempo que seguimos preparados para redistribuir el riesgo de forma selectiva a medida que las perturbaciones generen oportunidades. Cuando los diferenciales se amplían más de lo que justifican los fundamentales, una cartera preparada puede redistribuir el riesgo de forma selectiva, volviéndose a contracorriente cuando el riesgo es visible y está descontado.



Fuente: Candriam



En Candriam, **el equilibrio entre el enfoque top-down y bottom-up no es estático: se ajusta con el ciclo de crédito**. Aplicamos siempre ambas perspectivas en paralelo —la investigación de emisores para definir el riesgo que asumimos y una lectura macro y del ciclo para evaluar si el mercado nos remunera adecuadamente por asumirlo. Sin embargo, en el momento de la construcción de la cartera, es el ciclo el que determina qué perspectiva debe tener mayor peso.

En fases en las que la dispersión es elevada y los resultados dependen del comportamiento de los emisores y de su estructura de capital, la convicción bottom-up y la selección de valores impulsan la diferenciación. Por el contrario, cuando las correlaciones aumentan y la evolución de los precios está dominada por una repricing general del riesgo, la disciplina top-down se convierte en el ancla —determinando el beta, la liquidez y el presupuesto global de riesgo, al tiempo que seguimos identificando oportunidades idiosincráticas.

En la práctica, esto significa que:

- **En la fase final del ciclo expansivo** —cuando los spreads son estrechos, el exceso de optimismo puede ocultar fragilidades y el margen de error se reduce— **reforzamos el énfasis en el análisis fundamental bottom-up**: priorizamos la resiliencia de los balances, la opcionalidad de refinanciación y estructuras con protección a la baja para preparar la cartera ante un posible giro del ciclo.
- **Durante la fase de reparación**, cuando los spreads se amplían y los créditos más sólidos se recuperan antes, **volvemos a apoyarnos fuertemente en el análisis bottom-up** para identificar los emisores con mayor probabilidad de reabrir el acceso al mercado y de revalorizarse primero.
- **En las fases de contracción**, por el contrario, los spreads suelen moverse de forma más uniforme, y las condiciones de liquidez y las dinámicas de régimen dominan las rentabilidades; en este contexto, **la perspectiva top-down guía el posicionamiento de la cartera**, aunque puedan surgir dislocaciones selectivas a nivel de emisor.
- **La recuperación** también suele caracterizarse por una compresión generalizada de spreads y por un rendimiento impulsado por el beta, lo que **sitúa la gestión del beta y la calibración del riesgo —desde una perspectiva top-down— en el centro del proceso**, mientras que el trabajo bottom-up garantiza la captura del carry sin comprometer la resiliencia de la cartera a medida que evolucionan las condiciones.

Conclusión

Esbozar las cuatro fases del ciclo desde luego no es un concepto novedoso. Sin embargo, lo importante es cómo se utiliza el análisis de estas fases. **El ciclo crediticio no es un ejercicio de previsión; es un marco de gestión de riesgos.** Este destaca cuándo la liquidez es abundante o frágil, cuándo el apalancamiento se ve recompensado o simplemente tolerado, y cuándo el mercado compensa la incertidumbre, o recompensa por la autocomplacencia del mercado.

En Candriam, nuestro enfoque del ciclo es ascendente y descendente, ya que el riesgo de deuda corporativa es tanto idiosincrático como sistémico. Nuestro objetivo es anticipar el riesgo, examinando los canales de refinanciación, el comportamiento de los balances y la reducción del margen de error, en lugar de intentar predecir el día en el que el ciclo cambia. En un mundo donde las transiciones pueden ser abruptas y las advertencias suelen ser sutiles, la preparación es más importante que la profecía.

En la inversión en deuda corporativa, el mejor momento para gestionar el riesgo es precisamente cuando parece innecesario porque los mercados parecen cómodos. Por eso, nuestro proceso insiste en leer el ciclo de forma temprana, suscribir continuamente caídas y mantener la liquidez para poder actuar cuando otros no pueden hacerlo. Nuestro objetivo es conseguir una rentabilidad crediticia resiliente en todos los ciclos, y tener la capacidad de convertir las tensiones del mercado en una oportunidad cuando se recupera la compensación.

//

**El mejor momento para reparar el
tejado es cuando hace sol**

–John F. Kennedy

Para saber más sobre nuestras estrategias

[Deuda corporativa/Candriam >](#)

Para descubrir cómo nuestros equipos de crédito controlan el riesgo:

[Deuda corporativa/Candriam >](#)



Invertir en los mercados de crédito conlleva riesgos, incluido el riesgo de pérdida de capital.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

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.