

OPORTUNIDADES FRENTE A LA INVERSIÓN SISTEMÁTICA

Cómo lograr rentabilidades del 10% en un mercado de bonos en pérdidas

Los expertos dan por hecho que los precios de los bonos caerán de forma generalizada en 2018, pero los inversores 'value' ven oportunidades en renta fija.



21.02.2018 – 05:00 H.

La renta fija se ha convertido en un drama para gestores de fondos de deuda e inversores con un perfil de riesgo conservador. Las alarmas sobre el riesgo de pérdidas en los bonos llevan sonando una década. Pero 2018 apunta a ser el año en el que se produzca por fin el cambio de ciclo si los bancos centrales cumplen con lo esperado.

El bono alemán a 10 años **ha duplicado en un año su rentabilidad desde el 0,35% hasta el 0,7%**, mientras que el estadounidense pasa del 2,4% al 2,98%. Un incremento del rendimiento de la deuda disminuye su precio, por la relación inversa, lo que provoca pérdidas para los inversores que tienen el bono en cartera. Sólo en las últimas tres semanas, los descensos del precio de estos bonos alcanza el 2%, lo que cuestiona su papel como activo refugio.

La Reserva Federal (Fed) ha elevado su previsión de inflación, lo que ha sacudido al mercado. El **Banco Central Europeo (BCE)** lleva meses mostrando mayor optimismo, con lo que si la fortaleza del euro no lo impide, podría cortar el próximo mes de septiembre con el programa de compras de 30.000 millones de euros mensuales, que ya redujo a la mitad en diciembre. **Los analistas dan por hecho que comenzará la normalización de tipos en 2019.**

Los gestores coinciden en que **la posibilidad de que los bancos centrales se equivoquen en sus decisiones y un 'crash' potencial en los activos de deuda son los dos mayores riesgos**, según la encuesta mensual de Bank of America Merrill Lynch. Esto no quiere decir que el inversor menos arriesgado esté abocado a sufrir pérdidas. Tradicionalmente, en otros mercados desarrollados es habitual que haya gestoras que traten de generar valor en renta fija igual que en la renta variable, con el exitoso enfoque **'value investing'**. Esto es, analizar las compañías y comprar barato lo que les gusta, sea una acción o un bono.

Esta práctica ha sido menos habitual en España, aunque cada vez hay más ejemplos. Los gestores combinan **análisis fundamental, flexibilidad y paciencia**. Por ejemplo, en Buy&Hold ponen un periodo de 18 meses en el que se comprometen a devolver las comisiones si hay pérdidas para el cliente.

Los gestores 'value' de renta fija realizan sus propios análisis, lo que provoca que para ellos las agencias de 'rating' no sean indispensables. Incluso generan oportunidades cuando recortan la nota de solvencia de una compañía que ven solvente. **"Hay oportunidades aunque es más difícil en este entorno, por eso es vital la flexibilidad"**, comentan los gestores del fondo Sextant Bond Picking de Amiral Gestion, Jacques Sudre y David Poulet. La clave es "estudiar con profundidad los balances y cómo de cubierta está la deuda con otros activos", indica José Costales, socio de Ábaco Capital.

Por su parte, Germán García Mellado, gestor del fondo Merchbank Renta Fija Flexible, cree que hay valor "invirtiendo en **diferenciales de crédito de bancos y empresas**, así como en algunos gobiernos, si no se asume el riesgo de tipos de interés".

Bonos para aspirar a altos retornos

Un ejemplo de este tipo de inversión es el sector petrolero, que sufrió con el abaratamiento del crudo en 2015 y 2016, se recuperó en 2017 con mayor eficiencia y disfruta este año del 'rally' reciente del petróleo. En Buy&Hold apuestan por los bonos de dos petroleras para **“aspirar a rentabilidades de dos dígitos”**, según la carta que distribuyen a sus clientes. Una de ellas es **Tullow Oil**, una firma británica dedicada a la exploración y producción de crudo, con operaciones en África y Sudamérica. Para las agencias de 'rating', su deuda es aún 'bono basura', por debajo del 'grado de inversión'.

La tesis de la firma liderada por Julián Pascual y Rafael Valera es que el mercado ha sobrerreaccionado con esta empresa. La gestora prevé que duplique su producción en cinco años mediante explotaciones para las que ya han realizado casi todas sus inversiones, lo que aumentará el beneficio y podrá reducir el apalancamiento. Con el recorte de deuda, “es bastante probable que haya un cambio de 'rating'”, arguyen los gestores de Buy&Hold, con el “consiguiente impacto positivo en el precio del bono en el mercado secundario”. La tasa interna de retorno (TIR) del bono es del 5%, con vencimiento a cuatro años. Pero **esta rentabilidad “podría acercarse a doble dígito con un cambio positivo en el 'rating'”**, explica la carta a los inversores.

Otro ejemplo es **Talisman**, compañía canadiense que compró **Repsol** en 2015 por 10.400 millones de euros. Buy&Hold ha tomado posiciones en una emisión ilíquida que vence en 2042, cubriendo el riesgo de subidas de tipos de corto y largo plazo vendiendo títulos del Tesoro estadounidense a 30 años. Repsol paga un 5,3% de TIR frente a niveles del 2,85% en el que cotiza el bono estadounidense a 30 años, lo que supone un diferencial positivo cercano al 2,5%. “Con una reducción de la prima de riesgo del entorno del 0,5% en la TIR, el incremento del precio del bono es del 8% (cuando son plazos muy largos las variaciones son mayores), lo que sumado a los cupones que pagan dan rentabilidades de dos dígitos”, arguye la gestora.

Contra la inversión sistemática

En general, **"cada vez es más sistemática la inversión en bonos"**, opinan Jacques Sudre y David Poulet, de Amiral. Por eso hay opciones para posicionarse en títulos que están fuera de la red en la que pesca la mayoría de inversores institucionales. Entre ellas están los emisores difíciles de analizar, como **Sacyr**, señalan los gestores; empresas con problemas pero con la emisión cubierta por un aumento de capital, como el fabricante belga de zinc **Nyrstar** o la química alemana **SGL Carbon**; o emisores solventes en un sector en crisis, como el productor alemán de hidrocarburos **Maurel & Prom** y la metalúrgica francesa **Eramet**.

Por su parte, Ábaco Capital ejemplifica este estilo con el bono de **Icahn Enterprises** que da una rentabilidad del 6,25% y vence en 2022. La compañía tiene como principal accionista al famoso activista Carl Ichan, un "holding diversificado que está diversificado en sectores como industria, automatización, financiero, energía, entretenimiento o fabricación de vagones", argumenta José Costales.

García Mellado, desde Merchbank, apuesta por la **deuda subordinada de los bancos, especialmente en España e Italia**, porque "ofrecen mayor rentabilidad y potencial de reducción de diferencial de crédito". Un ejemplo de inversión en este sentido es el bono subordinado 'Additional Tier 1' de **Bankia** y el 'Lower Tier 2' de **Liberbank**. "La rentabilidad exigida para ambas emisiones a la primera opción de amortización ha caído en el primer mes del año más de 100 puntos básicos en ambos casos, lo que supone revalorizaciones del 5,5% y 5% respectivamente teniendo en cuenta el cupón corrido", arguye. También aboga por una apuesta en la reducción de la prima de riesgo de países periféricos como Italia o Portugal respecto a Alemania. En el plazo de 30 años, ha habido ya un descenso de 190 puntos básicos a 155 puntos básicos en 2018.