

El actual contexto económico es favorable para las obligaciones convertibles ya que nos enfrentamos a las incertidumbres de un ciclo económico avanzado, indica la directora de Bonos Convertibles de Edmond de Rothschild Asset Management. Su estrategia de inversión consiste en seleccionar cuidadosamente bonos de distintas zonas geográficas (Esta-

dos Unidos, Europa, Japón y mercados emergentes) con el objetivo de que los clientes participen de una forma asimétrica de la subida del mercado de acciones, estén más protegidos ante una corrección del mismo y disminuyan la volatilidad de su cartera, comenta Cristina Jarrin. En su opinión, Estados Unidos es el mercado con más potencial.

**Cristina Jarrin, directora de Bonos Convertibles de Edmond de Rothschild AM**

## “El contexto económico es favorable para las obligaciones convertibles”

■ Maite Nieva

— **¿Cuál es el atractivo de invertir en bonos convertibles en un escenario marcado por la incertidumbre como el actual?**

— El actual contexto económico es favorable para las obligaciones convertibles ya que nos enfrentamos a las incertidumbres propias de un ciclo económico avanzado. Es decir, nos encontramos ante la normalización de las políticas monetarias, la subida de los tipos de interés en Estados Unidos, la alta dispersión en la rentabilidad de diferentes mercados (Europa, E.E.U.U., mercados emergentes), y la propia “convexidad” de los bonos convertibles, que resulta particularmente significativa.

Los convertibles combinan naturalmente el potencial de apreciación del mercado de acciones, gracias a su componente “opción” sobre la acción subyacente y al mismo tiempo, la preservación de capital por su componente “bono”, lo cual permite mejorar el perfil de riesgo y rendimiento de una cartera de inversiones. En un contexto donde la volatilidad es alta, el potencial de apreciación de la acción subyacente se incrementa, resultando en una apreciación del precio de las obligaciones convertibles.

Además, los convertibles tienen un valor añadido en comparación a las obligaciones clásicas en un entorno marcado por la normalización de la política monetaria de algunos Bancos Centrales. Esto ocurre porque los convertibles tienen una menor sensibilidad a las variaciones en los tipos de interés, lo que se explica por la opción integrada en los bonos convertibles, cuyo valor se incrementa ante la subida de tipos y permite compensar parcialmente su efecto negativo sobre el componente bono.

En un contexto donde existe incertidumbre relacionada con el ciclo del mercado crediticio, es importante destacar que los bonos convertibles tienen menos riesgo que las acciones ya que generalmente tienen un comportamiento más en línea a los bonos corporativos.

— **¿Cuál es la estrategia a seguir en este segmento del mercado y qué factores recomienda tener en cuenta con este tipo de activos en las próximas semanas?**

— Nuestra estrategia de inversión consiste en seleccionar cuidadosamente bonos convertibles de distintas zonas geográficas (Estados Unidos, Europa, Japón y mercados emergentes). Hacemos selección tanto por la calidad y el potencial de apreciación de la acción subyacente, riesgo de crédito limitado, su perfil técnico (valoración) y su liquidez. El objetivo es que nuestros clientes participen de una forma asimétrica de la subida del mercado de acciones, estén más protegidos ante una corrección del mismo, y disminuyan la volatilidad de su cartera. En lo que va de este año, hemos visto también una evolución diferente entre



### EL PERSONAJE Y SU IMAGEN

**Cristina Jarrin** es directora de Bonos Convertibles de Edmond de Rothschild Asset Management. Respalda por una trayectoria de 20 años en los mercados financieros y un perfil internacional, Jarrin

se incorporó a la gestora el pasado mes de agosto tras ejercer como directora adjunta de Global Convertible Bonds en UBP. Con sede en París, reporta a Kris Deblander, vice CIO del área de deuda corporativa y renta variable. Los

otros miembros del equipo son Alina Epifantseva, Thibaut Bailly y Ludovic Dufour. Rothschild AM es pionera en el segmento de bonos convertibles y una de las gestoras más importantes y de mayor trayectoria en Europa.

las diferentes regiones, tanto en el rendimiento como en factores como la valorización y la evolución del mercado primario.

— **¿En qué tipo de emisores hay más potencial?**

— En Estados Unidos hemos visto un aumento considerable en el volumen de emisiones primarias de con-

vertibles. Aproximadamente el 55% de las emisiones de obligaciones convertibles provienen de esta región en lo que va del año. Hasta el mes de agosto, el mercado americano ha visto un volumen de nuevas emisiones de aproximadamente 41.000 millones de dólares, un nivel récord que no habíamos visto desde hace diez años. Existen varios

factores que han fomentado este nivel, y que nos hacen pensar que el mercado primario continuará en crecimiento. Estos factores incluyen un incremento en los tipos a los cuales las empresas americanas se financian (por ejemplo, la tasa de swap en dólares a 5 años se ha incrementado aproximadamente un 1% entre diciembre 2017 hasta alcanzar el 3% actual). Este incremento en el gasto de financiación para las empresas ha motivado a los directores financieros a considerar nuevamente el mercado de las obligaciones convertibles como una alternativa menos costosa a la financiación con bonos clásicos. A saber, a través de financiación por bonos convertibles la empresa paga un

**“En EE UU hay un aumento considerable del volumen de emisiones primarias de convertibles. Cerca del 55% de las emisiones de este año provienen de allí”**

**“En el mercado europeo vemos importantes oportunidades. Encontramos bonos convertibles con una mejor convexidad, mejores beneficios y a mejor precio”**

**“Tenemos Ence Energía y Celulosa en nuestra cartera. Participamos en la emisión primaria en febrero de este año, motivados por un importante potencial de apreciación de la acción”**

cupón más bajo a los inversores, a cambio de darles la opción de convertir los bonos en acciones. Esto permite a los inversores participar del crecimiento de la empresa, y al mismo tiempo preservar el capital si los planes de crecimiento no se materializan. Otro factor que ha jugado a favor ha sido la reforma fiscal americana que ha incrementado la ventaja fiscal de la financiación por bonos convertibles en relación con los bonos clásicos.

El buen comportamiento de la economía americana se manifiesta en empresas que necesitan de capital para su crecimiento y expansión, y es entonces cuando los directores financieros eligen este tipo de financiación. El mercado de bonos convertibles americano ha mostrado una tendencia a financiar empresas en crecimiento, lo que hace de los convertibles un medio adecuado cuando las empresas quieren entrar al mercado crediticio. Podemos citar como ejemplo la empresa americana Illumina, líder en la

secuenciación de ADN que emitió un nuevo bono convertible, el quinto desde 2007. La firma, de 48.000 millones de dólares de capitalización y que genera más de 700 millones de dólares de flujo de caja, emitió un nuevo convertible por 750 millones de dólares en agosto. Y ya ha recurrido varias veces al mercado de bonos convertibles para financiar su crecimiento después de solamente algunos años desde su oferta pública inicial. Este modelo le permite reducir costes de financiación, al vender una opción sobre su acción a los inversores (con una prima 40% en este caso) y les da acceso a participar en el crecimiento de la empresa. En lo que va de este año las acciones se han revalorizado un 64%, y después de la emisión del primer bono convertible en 2007, han visto progresar su valor de 20 a 305 dólares aproximadamente.

El perfil de los emisores en esta región es variado. Principalmente está compuesto por empresas en crecimiento de grandes y medianas capitalizaciones y de sectores en expansión como tecnología y el sector salud. Desde enero, esta zona geográfica ha sido el principal motor de rendimiento de las obligaciones convertibles globales. Las obligaciones convertibles americanas muestran un rendimiento superior al 4%, comparado con las otras zonas geográficas que se encuentran en terreno negativo.

— **¿Ven potencial en los bonos convertibles europeos?**

— El mercado Europeo ha mostrado un comportamiento atenuando en cuanto a nuevas emisiones, probablemente por la diferente evolución de los tipos respecto a Estados Unidos, lo que disminuye el atractivo para una empresa entre la emisión de convertibles frente a una emisión de bonos clásicos. No obstante, en el mercado primario europeo de convertibles este año hemos visto empresas de diferentes sectores, capitalizaciones y objetivos financieros. Adidas, por ejemplo, emitió un bono convertible de 500 millones de euros para financiar su programa de recompra de acciones; la española Cellnex emitió 600 millones de euros para financiar la posible expansión de su cartera de torres en Francia, Holanda e Italia.

El mercado de los bonos convertibles es también atractivo para empresas de menor capitalización bursátil y un acceso más difícil al crédito. Recientemente la alemana SGL Carbon emitió 160 millones de euros en bonos convertibles para refinar deuda e incrementar la flexibilidad financiera de la empresa.

En Europa hemos visto una salida moderada de fondos: calculamos que en lo que va del año, los fondos de inversión en convertibles europeos han perdido aproximadamente mil millones de euros en activos bajo gestión. Como consecuencia, vemos importantes oportunidades. El mercado europeo es un punto de entrada interesante en activos donde esperamos que la valoración y la rentabilidad recuperen terreno y contamos con un mercado secundario que ha mejorado significativamente su atractivo en términos de su perfil técnico. Encontramos bonos convertibles con una mejor convexidad, mejores beneficios y a mejor precio.

— **¿Qué empresas tienen en cartera?**

— Como ejemplo, tenemos la empresa española, Ence Energía y Celulosa. Participamos en la emisión primaria en febrero de este año, motivados por nuestra evaluación de un importante potencial de apreciación de la acción, ligada a su perfil de crecimiento, mejora de rentabilidad y la tendencia favorable del precio de la pulpa de papel, así como a una evaluación de riesgo crediticio favorable.