

Obtener un rendimiento decente en activos de renta fija es cada vez más difícil en el entorno actual de bajo rendimiento. Sin embargo, el equipo de Crédito de Robeco todavía ve oportunidades. En especial, en bonos corporativos de compañías cuyos diferenciales han sufrido a causa de la guerra comercial o el *Brexit*, así como en algunos bancos que se

han desapalancado significativamente en los últimos años, pero que aún operan con diferenciales atractivos, explica Jan Willem de Moor. No obstante, en el corto plazo no espera ver rendimientos significativamente mayores ya que los datos económicos son bastante débiles y los bancos centrales se han vuelto más moderados.

Jan Willem de Moor, gestor senior de cartera del Equipo de Crédito de Robeco

“Todavía vemos oportunidades en bonos corporativos”

■ Maite Nieva

— **¿Cómo está afectando el entorno de tipos bajos a la renta fija y la confirmación de que continuarán así durante una larga temporada, a juzgar por el cambio de política de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) y a freno a la subida de tipos del Banco Central Europeo (BCE)?**

— No esperamos ver rendimientos significativamente mayores en el corto plazo, ya que los datos económicos son bastante débiles, los bancos centrales se han vuelto más moderados y aún existe una gran demanda de activos seguros.

Consideramos que el actual repunte es típico de los mercados bajistas. En esta fase del ciclo, la proliferación de los riesgos merma los beneficios empresariales, lo que termina dando lugar a rebajas de las calificaciones crediticias en el segmento *investment grade* e impagos en *high yield*. Esto es lo que está sucediendo en estos momentos, a juzgar por la cantidad de advertencias sobre resultados que están lanzando las empresas.

— **Entonces, ¿por qué los mercados han repuntado con tanta fuerza?**

— Los motivos pueden tener que ver con la flexibilización de la política de la Fed, las expectativas de un acuerdo comercial entre EE. UU. y China o el hecho de que el mercado sufriera una corrección excesiva a final del año pasado.

— **¿Por qué es una buena idea invertir en renta fija teniendo el bono a 10 años de EE.UU. por debajo de las letras a tres meses y el Bund alemán en negativo?**

— Los rendimientos actuales son bajos y en algunos casos incluso negativos. Aún así, los rendimientos para la renta fija han sido muy buenos en el primer trimestre. Pero es justo decir que obtener un rendimiento decente es cada vez más difícil en este entorno de bajo rendimiento. Sin embargo, todavía vemos oportunidades en bonos corporativos. Piense en las compañías cuyos diferenciales han sufrido a causa de la guerra comercial o el *Brexit*. Y piense en algunos bancos que se han desapalancado significativamente en los últimos años, pero que aún operan con diferenciales atractivos.

— **¿Qué está indicando a los inversores esta inversión de la curva de tipos? ¿Hay riesgo de recesión?**

— Los datos económicos han sido decepcionantes y una inversión de la curva de rendimiento suele ser una mala señal. Dicho esto, un crecimiento económico más débil no tiene por qué ser tan malo para los bonos corporativos europeos, ya que las empresas europeas se han comportado de manera conservadora en el último ciclo. Estamos observando de cerca lo que está sucediendo en China. Si el gobier-



“Vemos más valor en créditos europeos que en créditos de EE UU. Y también más valor en crédito de grado de inversión que en crédito de alto rendimiento”

“Invertimos en bonos de empresas que contribuyen positivamente al desarrollo sostenible y hemos desarrollado un sistema propio para medir el impacto”

“Estamos sobreponderados en los bancos, ya que este sector se ha desapalancado y aún cotiza con diferenciales elevados”

no chino logra estimular el crecimiento, esto será muy útil para las empresas europeas.

— **¿La renta fija vuelve a ser un activo de riesgo?**

— Nuestro posicionamiento se ha vuelto más cauteloso en los últimos años, ya que los diferenciales se han estrechado y el ciclo económico está desfasado. Dicho esto, no queremos sonar demasiado cautos. Los bajos rendimientos de los bonos gubernamentales llevarán los flujos hacia el crédito, ya que la búsqueda

EL PERSONAJE Y SU IMAGEN

Jan Willem de Moor es gestor de Cartera de Inversión en el equipo de Crédito de Robeco, donde gestiona varios fondos con reconocido prestigio presentes en las carteras de muchos inversores institucionales en España y fuera de ella. Entre estos fondos está Robeco Euro Credit Bonds con un total de 1.014 millones de euros en activos bajo gestión -175

millones en España-; Robeco Financial Institutions Bonds con un total de 2.139 millones de euros bajo gestión, -700 millones en España- y Robeco SAM Euro SDG Credits que cuenta con 930 millones de euros de los cuales 18 millones corresponden al mercado español. Antes de unirse a Robeco en 2005, Willem de Moor trabajó en el fondo de pensiones de los

profesionales médicos holandeses como gestor de cartera de acciones y en SNS Asset Management como gestor de cartera de activos. Inició su actividad en la industria de inversión en 1994 donde cuenta con una amplia experiencia. Tiene una Maestría en Economía por la Universidad de Tilburg, situada en el sur de los Países Bajos.

da de rendimiento continúa. No esperamos un gran aumento en las tasas de incumplimiento europeas, dado el comportamiento relativamente cauteloso de las empresas en los últimos años.

— **¿Qué oportunidades ofrece la renta fija en el contexto actual y en qué tipo de activos ve más potencial?**

— Vemos más valor en créditos europeos que en créditos de EE. UU. Y también más valor en crédito de grado de inversión que en crédito de alto rendimiento. Pensamos que el ciclo crediticio está madurando y hay ejemplos de empresas que están en esa parte de madurez del ciclo. El aumento de las fusiones y

adquisiciones, los pagos de mayores dividendos y la recompra de acciones son ejemplos típicos de iniciativas que favorecen a los accionistas. Sin embargo, las empresas europeas se han comportado de manera bastante conservadora durante este ciclo, de ahí nuestra preferencia por las empresas europeas. En cuanto a la valoración, creemos que los diferenciales de grado de inversión son más atractivos que los diferenciales de alto rendimiento. Esto se puede explicar por los montos relativamente bajos de nuevas emisiones en el mercado de alto rendimiento, en los últimos años. Aunque los diferenciales se han reducido en los últimos meses, nuevas situaciones con diferenciales

atractivos tienden a aparecer. Piense en nuevos emisores que estén dispuestos a emitir a un margen atractivo o en compañías cuyos bonos se han ampliado debido a los temores por la guerra comercial o el *Brexit*.

— **¿Cuáles son los principales catalizadores para este tipo de activos?**

— El mercado de bonos corporativos a menudo se comporta con fases de mayor o menor riesgo. De repente todos quieren comprar, y al día siguiente todos quieren vender. Esto significa que debe actuar contra corriente para poder agregar valor. En algunos casos, los mercados se revierten porque la situación económica mejora o se resuelve un problema específico. Pero en otros casos, un asunto simplemente deja de serlo después de un tiempo, ya que el mercado se aburre y comienza a centrarse en otras cosas.

— **¿Cómo afecta el entorno actual al fondo de crédito europeo a Robeco Euro Credit Bonds y qué tipo de activos tienen más peso en la cartera?**

— El riesgo crediticio global en la cartera es similar al del índice de referencia, ya que somos relativamente cautos. Pero dentro de esa posición aún podemos tomar posiciones significativas para generar alfa. Estamos sobreponderados en los bancos, ya que este sector se ha desapalancado y aún cotiza con diferenciales elevados. Estamos infraponderados en compañías de alto rendimiento a través de posiciones en derivados de crédito, ya que consideramos que la valoración aquí es menos atractiva.

— **¿Cuál es la filosofía del fondo de subordinadas financieras, Robeco Financial Institutions Bonds y qué ventajas tiene este segmento del mercado?**

— A través de este fondo, los clientes pueden beneficiarse del mayor rendimiento de la deuda subordinada, al tiempo que están seguros de que tanto la calidad del emisor como la documentación de los bonos se monitoriza de cerca. Nos gusta esta parte del mercado porque el apalancamiento se ha reducido y no ha aumentado. La valoración es atractiva y hay muchas oportunidades para comprar historias de reestructuración, a menudo bancos que tuvieron un problema de préstamos improductivos, pero la situación ha mejorado. Sin embargo, la suscripción de crédito es clave, especialmente porque es una deuda subordinada. Prestamos mucha atención a la calidad del emisor, pero también a los detalles específicos de los bonos que estamos comprando. Principalmente compramos deuda de Nivel 2, que presenta menos riesgo que los CoCos.

— **Entre los fondos sostenibles y de impacto, Robeco cuenta con el Euro SDG Credits, ¿en qué tipo de compañías invierten y cuáles son sus objetivos?**

— En este fondo estamos invirtiendo en bonos de empresas que contribuyen positivamente a uno o más de los Objetivos de Desarrollo Sostenible. Hemos desarrollado nuestro propio sistema para medir el impacto que las empresas tienen para contribuir a estos objetivos. Analizamos los productos y servicios que ofrecen las empresas, pero también verificamos los procedimientos internos y analizamos las controversias, si existen. Hemos evaluado la contribución de los SDG de todas las compañías que están en nuestra lista de compra de créditos para poder construir una cartera. Además del objetivo de la contribución positiva de los SDG, todavía tenemos nuestro objetivo tradicional de superar el índice de referencia.