



La diversificación por empresas y tamaño del emisor es grande pero la selección es la clave.

La abundante liquidez que hay en los mercados como consecuencia de las políticas expansivas de los bancos centrales, combinada con unas rentabilidades en renta fija cercanas a cero, e incluso negativas, ha creado un caldo de cultivo ideal para las inversiones de riesgo. Los bonos de empre-

sas con *rating* inferior al grado de inversión acaparan las preferencias de las grandes gestoras europeas para rentabilizar sus carteras. La oportunidades están en las calificaciones crediticias B por sus diferenciales, especialmente atractivos del 5%, cercanos a niveles de diciembre de 2012.

### La búsqueda de rentabilidad impulsa las inversiones de riesgo

# La deuda corporativa de baja calificación causa furor en los mercados

#### ■ Maite Nieva

La búsqueda de rentabilidad se ha convertido en una tarea complicada en un escenario de tipos de interés bajo mínimos y abundante liquidez por lo que el apetito por el riesgo se ha impuesto entre las grandes gestoras. Los bonos de empresas *high yield*, en muchos casos con calificaciones de crédito cercanos a los bonos basura, han pasado a ocupar un lugar importante en las carteras de inversión.

Raphael Chemla, vice-director de Deuda Corporativa en Edmond de Rothschild Asset Management (Francia), considera que los bonos de alto rendimiento constituyen la clase de activo donde se puede encontrar las rentabilidades más altas dentro del universo de la renta fija, entre el 4,60% en euros y 6,90% en dólares. Además, el fuerte crecimiento que ha tenido el mercado en euros en los últimos años y al efecto en cascada en los mercados crédito que estamos viendo después de las medidas de flexibilización cuantitativa anunciadas por el BCE, ha impactado en el espectro completo de *ratings* de bonos de alto rendimiento. Por tanto, el *high yield* es una clase de activo que los inversores deben incorporar a sus carteras en 2015".

#### Los diferenciales se duplican

En el entorno actual muchos gestores estiman que hay bastante valor en el universo de bonos con *rating* de una sola B. "Los diferenciales de los bonos B multiplican por más de dos veces los diferenciales de la deuda con calificación BB, lo que supone una tasa históricamente elevada para este ratio", dice Olivier Becker, gestor de renta fija de Oddo AM. Además, "los fundamentales de las empresas de alto rendimiento se encuentran en un buen estado, con un enfoque conservador respecto a su balance y sin vencimientos de deuda significativos cercanos antes de 2018 de media".

En esta línea, Roman Gaiser,

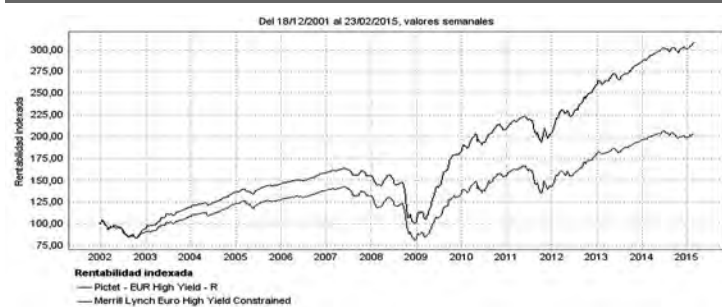
director de Deuda de Alta Rentabilidad Europea de Pictet AM y gestor de Pictet-Eur Short Term High Yield y Pictet Eur High-Yield, señala

que las oportunidades se dan principalmente en calificaciones crediticias B por sus diferenciales especialmente atractivos del 5%, cerca-

nos a niveles de diciembre de 2012. También en las BB-pero advierte, "son más sensibles a variaciones de tipos de interés, y la volatilidad se ha incrementado en nombres más débiles recientemente".

La tasa de impago de las empresas, actualmente en 2,37%, continúa estando históricamente baja lo que constituye otro dato a favor de los bonos *high yield*, según los gestores. Y puede continuar así dada la calidad razonable del crédito, con ingresos de explotación/intereses del 1,5 y deuda neta/beneficio de explotación que disminuye constantemente desde 2012", dice el gestor de Pictet ". A ello se añade la "alta actividad empresarial, que genera oportunidades y se ve favorecida por los bajos tipos de interés

### EVOLUCIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL BONO HIGH YIELD



Fuente: Pictet

### En busca de un nuevo récord

■ El mercado europeo de deuda empresarial de alta rentabilidad ha empezado el año con buen pie. En lo que llevamos de 2015, el ritmo de emisiones está entre 4.000 y 6.000 millones de euros al mes, según datos de Pictet AM, si bien se espera sea menor que en 2014, cuando se alcanzó el récord.

El mercado de deuda de alta rentabilidad europeo tiene un valor de 406.000 millones de euros, y supone 15% del mercado de deuda en Europa, con 398 emisores y 814 emisiones frente a 6% en 2008, según los datos que maneja Pictet. En 2014 las

emisiones sumaron unos 80.000 millones de euros, incluyendo 20.000 de nuevos emisores. El segmento a corto plazo (vencimientos hasta cuatro años), menos volátil, suma 120.000 millones de deuda viva, de 141 emisores.

Las calificaciones crediticias de mayor grado, BB, han pasado de representar 35% del total en 2001 a 70% en 2014.

Además desde 2012 ha aumentado en 120 el número de nuevos emisores, favorecidos por el desapalancamiento de los bancos, alrededor de 70% los últimos cuatro años ha sido calificación B

negativa.

Aunque algunos expertos piensan que el elevado volumen puede disminuir la calidad, por deterioro de la protección de los inversores, Roman Gaiser, director de Deuda de Alta Rentabilidad Europea de Pictet AM dice que no hay evidencia al respecto. Incluso, "el número de emisiones en 2014 fue menor que en 2007, cuando el mercado estaba en tendencia muy positiva". En su opinión, el cambio en la estructura es una oportunidad, pues la expansión de volúmenes ha ido acompañada de diversificación en diferentes industrias.

que tienen buenos fundamentales (tamaño, diversificación de negocio, *track record*, posición en el mercado, rentabilidad sostenible y perspectivas de desapalancamiento)".

En Pictet tienen una perspectiva positiva en telecomunicaciones y servicios, "con disposición a incrementar selectivamente calificaciones BB y participamos también selectivamente en emisiones del mercado primario", dice el gestor. Por el contrario, prevén recortar en posiciones más volátiles, y son cautelosos respecto a las pocas calificaciones crediticias CCC. También han recortado el peso de los nombres griegos", dice el gestor de Pictet.

En Vontobel siguen siendo positivos con los bonos de alto rendimiento globales, al menos para la primera mitad de 2015. "En estos momentos nos gusta elegir compañías minoristas relacionadas con el consumidor norteamericano ya que esperamos que el crecimiento del PIB en Estados Unidos, que fundamentalmente está impulsado por el consumo, sea algo superior en 2015 en comparación con 2014, dice David Walls, Co-Gestor de Bonos High Yield en Vontobel AM. También creen que el actual mercado bajista del crudo representa una oportunidad para entrar en el mercado energético de EE UU. "Estamos viendo que los precios se están estabilizando y cuando finalmente se produzca una recuperación, las emisiones en el sector de la producción y la exploración en EE UU constituirán una atractiva inversión a largo plazo", dice este gestor.

#### Liquidez

Los bonos de operadores experimentados también están en su radio de acción. El requisito es que cuenten "con equipos directivos que hayan capeado anteriores ciclos en las *commodities*; que operan en nichos energéticos con atractivas características económicas, que tengan estructuras de capital lógicas y que disfruten de buena liquidez".

Uno de los motivos del éxito de estos activos radica en la baja sensibilidad de este segmento a las subidas de los tipos de interés, según Seix Investment Advisors, gestores del Oyster Global High Yield de la gestora suiza SYZ AM. "Este rasgo se ha podido comprobar en febrero, mes en el que los tipos de interés de los bonos americanos a cinco años han subido 35 puntos básicos, mientras que la deuda de alto rendimiento ha registrado una rentabilidad del 1% y los diferenciales se han estrechado mucho más. Y este suele ser el comportamiento del mercado de alto rendimiento normalmente".

Entre los sectores con riesgo se habla del sector energético. No obstante, "los inversores deberían tener en mente que es un asunto principalmente americano, ya que este sector representa casi el 20% de los índices americanos de alto rendimiento, mientras que en Europa solo tiene un peso del 1%", dice Olivier Becker, gestor de renta fija de Oddo AM. "Nosotros no apostamos por él porque es un sector muy volátil, pero seguimos de cerca dos cuestiones que nos permiten buscar oportunidades: los ajustes en el gasto de capital y los costes de producción.

Aunque la coyuntura del mercado es favorable a este tipo de activo, los gestores de Seix Investment Advisors, recomiendan ser selectivos y llevar a cabo una gestión activa, debido a su elevada volatilidad. Sin embargo, puntualizan, "la actual volatilidad del mercado de alto rendimiento es el resultado de factores técnicos temporales, por lo que el rendimiento vendrá finalmente determinado por los sólidos fundamentales. El índice de referencia registró un rendimiento del 6,6% el mes pasado".

### Los bonos de alto rendimiento constituyen la clase de activo donde se puede encontrar las rentabilidades más altas dentro del universo de la renta fija, según los gestores

y un elevado nivel de efectivo en los balances". En este sentido, dice Roman Gaiser, las empresas extranjeras pueden aprovechar las ventajas del euro más débil para comprar empresas de la eurozona. Otras operaciones pueden financiarse mediante instrumentos híbridos, aumentando el volumen vivo en este segmento que en 2014 ya representaba 5% del universo.

La diversificación tanto en términos de tamaño del emisor como de industrias es grande pero la selección de emisor y emisiones seguirá siendo clave, coinciden los gestores. "Hoy en día podemos encontrar oportunidades en todos los sectores, pero no compramos sectores sino que invertimos en compañías, dice el responsable de Edmond de Rothschild AM. "Buscamos aquellas