

PERSPECTIVAS SOBRE DEUDA CORPORATIVA

16.03.2017



Nuestro enfoque sin restricciones nos permite aprovechar buenas oportunidades, como hicimos recientemente en los segmentos de servicios financieros, materias primas y deuda estructurada

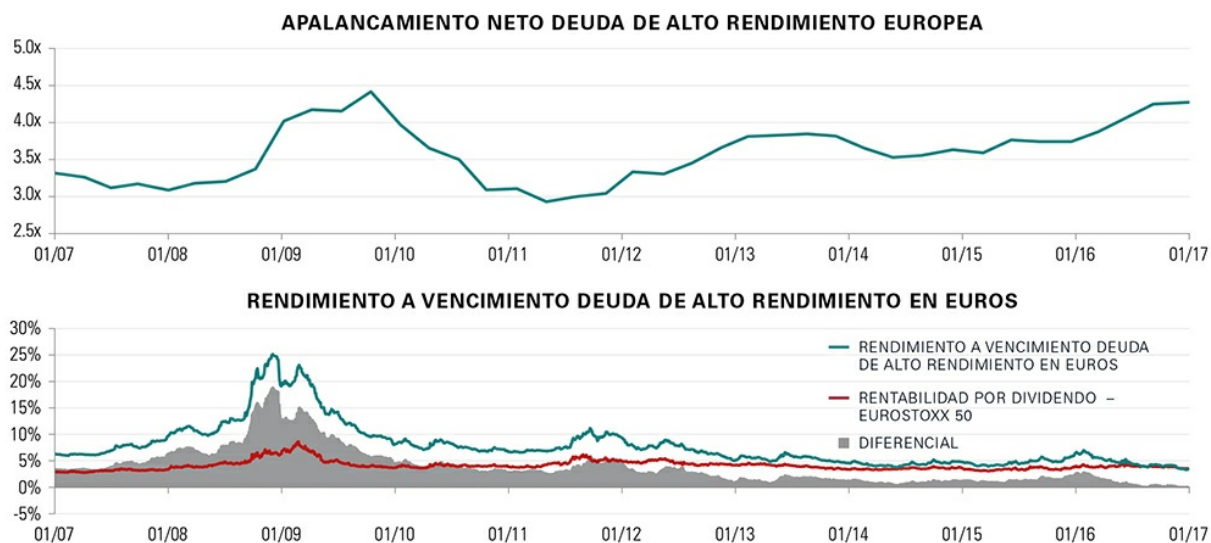
Perspectivas

Si la inflación subyacente europea repunta de forma más rápida y sostenida de lo que espera el consenso, el mercado se inquietará ante el posible fin anticipado de las compras de activos del BCE, lo que impone cautela a la hora de invertir en deuda corporativa. Además de enfrentarse a más de dos años de tipos negativos en los depósitos, los inversores europeos han tenido que lidiar con un universo de renta fija menguante, ya que el BCE ha ampliado sustancialmente su balance durante los últimos cinco años. Este universo de oportunidades más reducido ha obligado a los inversores a asumir más riesgo crediticio y con vencimientos más largos, lo que deja a los mercados de deuda corporativa muy expuestos a un giro en la política del BCE.

Empezando con los bonos corporativos de alta calidad crediticia, ya podemos apreciar un deterioro continuado de la calidad de los balances, que muestran tasas de apalancamiento próximas a sus máximos cíclicos. La debilidad de los márgenes, la falta de rigor de los inversores, la fortaleza que sigue mostrando el ciclo de fusiones y adquisiciones y el alto volumen de emisiones para aprovechar los bajos tipos de interés son factores que han contribuido en su conjunto a deteriorar los balances europeos. A pesar de haberse alcanzado las tasas de apalancamiento más altas de los últimos diez años, los rendimientos están en mínimos históricos debido a la intervención del BCE que acabamos de mencionar. Este mercado es muy frágil y vulnerable ante un marcado repunte de la inflación.

En el mercado de bonos de alto rendimiento, la situación es similar, ya que las tasas de apalancamiento están en máximos cíclicos y los rendimientos están en mínimos históricos. Además, no solo no existe ninguna protección desde el punto de vista de las valoraciones absolutas con estos reducidos rendimientos y esta mala calidad de los balances, sino que tampoco existe ninguna protección desde el punto de vista de las valoraciones relativas cuando nos fijamos en otras áreas de la estructura del capital. Por primera vez en la

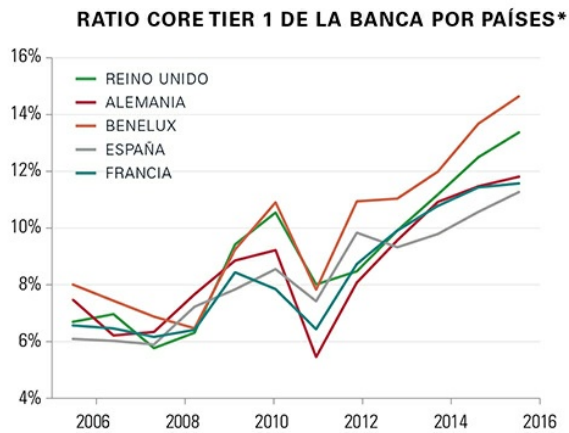
historia, el índice de bonos europeos de alto rendimiento está arrojando una rentabilidad inferior a la del índice de renta variable europea (rentabilidad por dividendo del índice Eurostoxx 50), como se muestra en el gráfico que figura a continuación.



Fuentes: Arriba: JP Morgan, la investigación de crédito de crédito Europea Europea semanal, en diciembre el 2016.
Abajo: Bloomberg, BofAML a 12/01/2017

Sigue habiendo oportunidades

Desde el verano de 2012, nos hemos beneficiado de nuestra considerable exposición a los bancos europeos en toda la estructura de capital. Los factores descendentes que sostienen esta temática siguen vigentes: los bancos europeos son uno de los pocos sectores de la deuda corporativa mundial que llevan años reduciendo visiblemente el apalancamiento. Los cambios normativos han propiciado siete años de reducción del endeudamiento y del riesgo que probablemente continúen hasta 2019. En concreto, creemos que los bonos subordinados de los bancos están especialmente baratos en términos absolutos, pero también frente a los bonos de alto rendimiento del sector industrial. De hecho, la prima por diferencial de un índice de CoCos europeos frente a un índice de bonos de alto rendimiento del sector industrial supera los 150 puntos básicos. Estos bonos convertibles contingentes son instrumentos de capital subordinados de los bancos y cuentan con mecanismos específicos para los cupones y para su conversión en capital en caso de pérdidas muy abultadas. Sin embargo, en nuestra opinión, al ser una clase de activos reciente, no está incluida en los índices generales de mercado y, dado que estos instrumentos no se han puesto a prueba de forma adecuada, el riesgo crediticio subyacente está incorrectamente valorado. Se pueden comprar títulos de entidades con negocios de banca minorista sólidos, como BBVA o Unicredit, sobre todo si se emiten durante periodos de mayor incertidumbre política, con unos rendimientos muy atractivos del 8%-9%.



Ratios emitidos antes de 2011 CT1 y CT1 proporciones bajo Basilea III desde 2011
 Fuentes: 12/30/2016; A la izquierda: la investigación independiente; Derecha: Bloomberg, Merrill Lynch

Por otro lado, nos siguen gustando los bonos europeos de titulización de préstamos (CLO, por sus iniciales en inglés). Sigue siendo una clase de activos perjudicada, en la que las restricciones normativas y las cicatrices de la crisis nos permiten beneficiarnos de unos diferenciales muy atractivos. Además, la tasa de impago de los CLO europeos ha sido muy baja durante los últimos 20 años(1). Aunque primero nos centramos en los tramos con calificación AAA, actualmente adoptamos un enfoque más táctico para aprovechar oportunidades en segmentos más subordinados. Actualmente, los diferenciales de emisiones AAA están próximos a sus mínimos posteriores a la crisis. Por otra parte, los diferenciales de los segmentos más subordinados siguen estando en niveles amplios y ofrecen rentabilidades ajustadas al riesgo muy atractivas (diferenciales de unos 600 puntos básicos en tramos BB y de unos 800 puntos básicos en tramos B) por las mismas razones técnicas: la base de inversores todavía no ha crecido realmente para absorber las nuevas emisiones y para que se produzca una estabilización/ampliación de los diferenciales.

Por último, pero no menos importante, los bonos corporativos relacionados con las materias primas siguen siendo atractivos, ya que deberían beneficiarse del repunte del crecimiento y la inflación a escala mundial y también del aumento de los precios de las materias primas. Sin embargo, ser selectivos es determinante en un entorno que sigue marcado por la volatilidad. Evaluar el conjunto de riesgos y oportunidades de cada país y empresa es fundamental para detectar los títulos más interesantes en esta clase de activos.



Contenido relacionado

[Carmignac Portfolio Unconstrained Global Bond](#)

[Carmignac Sécurité](#)

[Especialización en deuda corporativa](#)

Fuente: Bloomberg, febrero de 2017

(1) Moody's - " Impairment & Loss Rates of U.S. and European CLOs: 1993-2015"

Artículo promocional.

Este artículo no puede reproducirse ni total ni parcialmente sin la autorización previa de la sociedad gestora. No constituye asesoramiento de inversión. La información aquí contenida puede ser parcial y es susceptible de modificación sin previo aviso. La mención a determinados valores o instrumentos financieros se realiza a efectos ilustrativos, para destacar determinados títulos presentes o que han figurado en las carteras de los Fondos de la gama Carmignac. Ésta no busca promover la inversión directa en dichos instrumentos ni constituye un asesoramiento de inversión. La Gestora no está sujeta a la prohibición de efectuar transacciones con estos instrumentos antes de la difusión de la información. Las carteras de los Fondos Carmignac podrían sufrir modificaciones en todo momento.