

RENTA FIJA: MÁS ALLÁ DE LA DEUDA SOBERANA

En un escenario complejo para la renta fija, las oportunidades hay que encontrarlas más allá de la deuda soberana, que ofrece muy bajo rendimiento en todos los plazos. Los inversores deben buscar otros activos como la renta fija corporativa y la emergente.



23

Invertir en bonos cuando sube la inflación

kioskoymas#carlos.farras@gmail.com

kioskoyma:

● La tensión en el mercado de deuda ante el miedo a una subida de los tipos dificulta la gestión de los bonistas

Los inversores y los gestores de renta fija conviven, desde 2012, con un escenario extremadamente difícil de manejar debido a la cercanía de los tipos de interés a niveles de cero, lo que provoca que muchos títulos de deuda ofrezcan rentabilidades nulas o incluso negativas. Si bien, la situación ha ganado en complejidad en los últimos tiempos y así lo reflejan las tensiones que vive el mercado, donde la rentabilidad del bono americano a diez años ha pasado del 0,5 por ciento al 1,75 por ciento en muy pocos meses, provocando importantísimas pérdidas en las carteras que estaban invertidas en 'treasuries' (al emitirse títulos con mayor rentabilidad, cae el precio del papel en circulación que ofrece menos rendimiento).

Lo sucedido es reflejo de la mejora de la situación económica y de los avances logrados en el ámbito de las vacunas contra el Covid-19, lo que ha llevado al mercado a concluir que los bancos centrales tardarán menos de lo esperado en ir retirando las medidas ultraexpansivas de apoyo a la economía.

«Lo que hemos visto en las últimas semanas y meses es un proceso relativamente normal de una recesión. Los bonos en general estaban excesivamente caros, con unas rentabilidades muy bajas, porque descontaban una crisis del Covid-19 demasiado fuerte y, a medida que han surgido las vacunas,

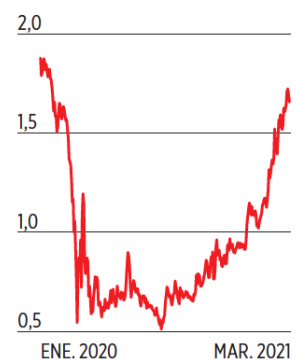
que el PIB sube, los bonos se han empezado a normalizar desde unos niveles de derribo», explica Miguel Uceda, director de inversiones de Welzia Management.

En concreto, en el parqué hay miedo a una subida de tipos (lo que presionaría al alza el rendimiento de los bonos y provocaría pérdidas en las carteras de renta fija). Y, en este contexto, de poco sirve que los bancos centrales repitan por activa y por pasiva que su hoja de ruta pasa por seguir apoyando la economía y facilitando las condiciones de financiación a los gobiernos, las familias y las empresas, en un discurso que aleja las subidas de tipos.

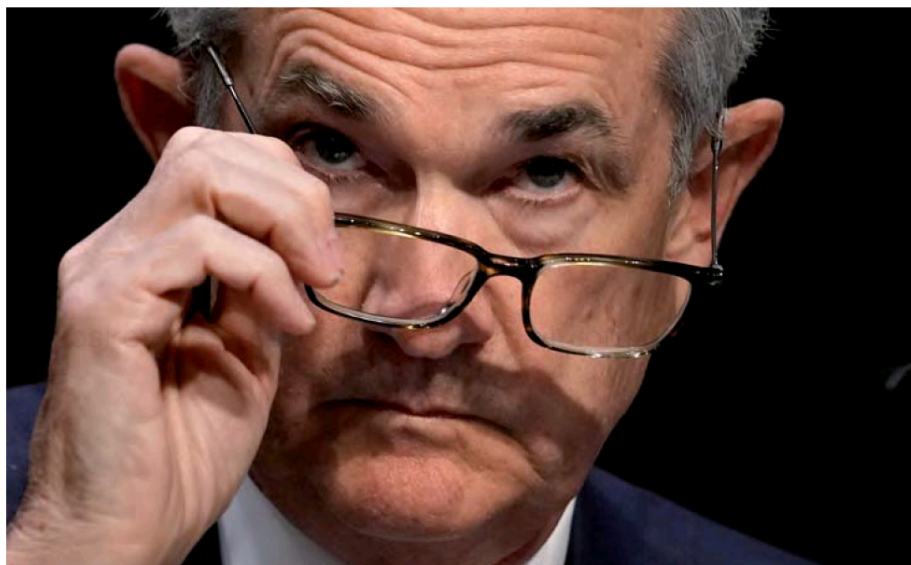
«Estamos saliendo de la fase de tipos brutalmente bajos que hemos tenido durante muchos años. Por primera vez, los bancos centrales están permitiendo que las tirs suban poco a poco aunque no lo hayan expresado de forma clara. Eso nos deja a los bonistas en una situación complicada porque tenemos bonos que, poco a poco, van perdiendo valor», asevera José María Lecube, director de renta fija de Dunas Capital AM.

Además, se trata de un proceso de normalización que no tiene «vuelta atrás», en su opinión. «¿Este movimiento va a ser lineal y continuo en el tiempo? Probablemente, no. Pero las rentabilidades han tocado mínimos. Las vacunaciones y la recuperación harán que los tipos de interés vayan normalizándose», añade este experto.

● El bono de EEUU



RENTABILIDAD DEL T-BILL A 10 AÑOS.
FUENTE: BLOOMBERG



◀ LA POSICIÓN DE LA FED:

Jerome Powell, presidente de la Fed, considera cualquier signo de inflación como un efecto transitorio. También ha restado importancia a la inflación que pudiera resultar del plan de estímulos fiscales impulsado por la Administración Biden. Por otro lado, la Reserva Federal ha indicado que las subidas de tipos no se producirán antes de principios de 2023, mientras que los mercados ya han descontado que estas podrían llegar en el cuarto trimestre de 2022.

Uno de los motivos que dan alas a los que defienden este escenario son las presiones inflacionistas, que también son consecuentes con un proceso de recuperación de la economía y con los ingentes estímulos económicos y monetarios que se han inyectado a ambos lados del Atlántico.

Sobre esto, los bancos centrales alejan los escenarios más pesimistas de inflación y aseveran que los repuntes se deben al precio del petróleo y al efecto base (la comparación con un año anterior marcado por la crisis del Covid-19), por lo que no ven motivos para subir los tipos antes de lo previsto (principios de 2023 como pronto, en el caso de los Estados Unidos).

El parqué desconfía

Pero el mercado no termina de creerse sus predicciones y ha elevado las expectativas de inflación a máximos de los últimos diez años (en niveles del 2,5 por ciento en los Estados Unidos, una cota que no se había visto desde 2008). En el caso de los gestores de fondos, tampoco se ponen de acuerdo sobre qué escenario va a prevalecer.

«Los bancos centrales seguirán desempeñando un papel crucial en el mantenimiento de la estabilidad económica durante los próximos años. Por lo tanto, no creemos que los actuales temores a la inflación estén justificados. Los mercados se han precipitado. Es poco probable que cualquier aumento de la inflación debido a los estímulos fiscales

sea sostenible», razona Mondher Bettaieb-Loriot, responsable de bonos corporativos de Vontobel.

«La inflación es un enemigo del ahorrador. Tenemos que ser conscientes de que en un escenario de inflación va a haber subidas de tipos de interés y tenemos que tener una asignación de activos que nos permita defendernos en una situación de este tipo», sostiene en cambio, Ignacio Vitoriano, gestor del Renta 4 Valor Relativo y del Renta 4 Renta Fija.

Y es en ese terreno resbaladizo en el que deben moverse los inversores de renta fija en el momento actual; un escenario marcado por la rápida subida del rendimiento de los bonos pero en el que los bancos centrales permanecen vigilantes para frenar esa escalada en el momento en que perciban que supone un endurecimiento excesivo de las condiciones de financiación.

«Es un momento extremadamente complicado», reconoce Lecube.

La primera recomendación para posicionarse adecuadamente en este contexto tan complejo es huir de la deuda soberana en general, un consejo prácticamente unánime de todos los expertos consultados. El motivo es el bajo rendimiento que actualmente ofrecen estos activos en todos los plazos (en la zona euro se encuentran, en la mayoría de los países y duraciones, en negativo). Esto es así como consecuencia de las políticas monetarias ultra-expan- ▶

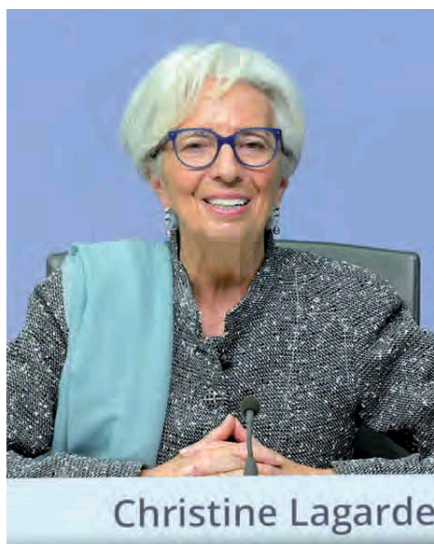
0,48%

Aunque de manera más suave, la subida de los rendimientos se nota en Europa. El bono español pasó del -0,01% al 0,48% en tres meses

◀ sivas adoptadas para minimizar los efectos del Covid-19 tanto en la economía como en el sistema financiero.

«En la parte de deuda soberana de países desarrollados no encontramos atractivo alguno en términos de rentabilidad-riesgo. Si bien pensamos que sus precios estarán soportados por los programas de compra de los bancos centrales, también creemos que su rentabilidad no protege al inversor del posible incremento de la inflación», apunta Carlos Farrás, socio director de DPM Finanzas.

Mar Barrero, de Arquia Profim Banca Privada, está de acuerdo: «Este no es el mejor momento para tener exposición a deuda



Christine Lagarde

Las presiones inflacionistas son menores en Europa que en Estados Unidos.

pública por su baja rentabilidad. Además, desde principios de año, se está observando un incremento de los tipos reales de mercado en los plazos más largos, reflejo de la recuperación económica prevista que, si bien puede verse como algo favorable, pues le confiere algo más de atractivo, en el corto plazo está generando volatilidad y caídas en los precios de todos los activos».

El ejemplo de la deuda helena

Un ejemplo de estas dinámicas se ha visto recientemente en el mercado con la emisión a 30 años que efectuó recientemente Grecia, en la que consiguió colocar 2.500 millones

de euros con una rentabilidad inferior al 2 por ciento (muy baja para un emisor que, recordemos, tuvo que ser rescatado por su mala gestión de las cuentas públicas).

Así pues, descartada la renta fija soberana tradicional, los inversores deben buscar otro tipo de activos y estrategias para arañar rentabilidad en este dificultoso escenario.

Uno de ellos es la renta fija privada (incluyendo instrumentos como la deuda subordinada o los convertibles), un segmento que ofrece mayor rentabilidad que la soberana.

Pero, asimismo, los gestores también están echando mano de otro tipo de títulos como los bonos ligados a la inflación (cuya rentabilidad está vinculada a la evolución de los precios).

Los gestores de Renta 4, por ejemplo, han comprado papel de este tipo de los Estados Unidos e Italia. «Vamos a tener una inflación importante y nos van a ayudar para esos momentos», dice Vitoriano.

También en Welzia se han hecho con títulos de este tipo aunque avisan de que, tras tocar «los máximos de 10 años, podríamos ver algo de pausa» en su evolución.

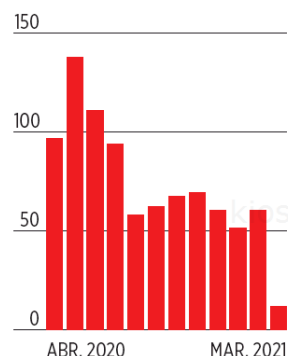
Un producto para invertir de forma diversificada en bonos ligados a la inflación de corto plazo es el AXA Global Inflation Short Duration bond.

Por otro lado, otra forma de trabajar el mundo de la renta fija son las estrategias de valor relativo (consistentes en tomar posiciones compradoras y vendedoras en distintas referencias de manera simultánea). «Ahora mismo, una jugada que está dando mucho dinero es comprar el 2 años americano y vender el 10 años, de forma que cuando la curva va tomando pendiente como ha ocurrido en los últimos meses, se gana dinero en el resultado neto. Otra apuesta interesante es comprar bono alemán y vender americano, teniendo en cuenta que el ‘spread’ se ha ampliado mucho. Son operaciones que van a tener sentido y en las que vemos retornos interesantes», dice Lecube.

Por último, los expertos recomiendan recurrir a fondos lo más flexibles posible, que den libertad a los gestores para invertir en los activos y plazos que crean convenientes a medida que evolucione esta intrincada situación.

● María Gómez Silva

● **El BCE mantiene las compras de bonos**



EN MILES DE MILLONES DE EUROS. FUENTE: BLOOMBERG

CONTENIDO ASOCIADO

Vontobel



Cuando los rendimientos son bajos, la gestión activa marca la rentabilidad



Simon Lue-Fong,
Head of Fixed
Income, Vontobel AM

Hoy en día, en un mundo cada vez más polarizado, los inversores en renta fija se enfrentan a amenazas sin precedentes para lograr sus objetivos de inversión a largo plazo. La necesidad de ingresos es cada vez mayor y las fuentes para obtenerlos son cada vez más pequeñas. Los inversores no encontrarán ingresos, o ingresos atractivos, en los productos sin riesgo.

Vamos a ver tipos extremadamente bajos durante un periodo de tiempo muy largo y otro ciclo en el que el efectivo no será una clase de activo. Los inversores deben buscar

las áreas del mercado en las que haya ingresos, y eso implica necesariamente asumir algún tipo de riesgo crediticio.

Hoy en día más del 30 por ciento del universo de bonos registra rendimientos negativos. Sin embargo, si echamos un vistazo a la otra cara de la moneda, ese porcentaje significa que el 70 por ciento restante aporta rendimientos positivos. Aunque hablamos de algo más de dos tercios del total, aunque es cierto que gran parte de esa masa de deuda corresponde a bonos con rendimientos bajos apenas positivos. Para nosotros, cualquier emisión con rendimiento es interesante. Pensamos que en los mercados emergentes y en algunas partes del crédito corporativo todavía pueden encontrarse muchos segmentos con rendimientos significativos, tanto para los inversores con aver-

sión al riesgo como para los que están dispuestos a aceptarlo.

Renta fija emergente: el paraíso de un gestor activo

Nuestra experiencia nos dice que los riesgos que los inversores perciben de los mercados emergentes suelen ser mayores que los riesgos reales.

En el caso de los bonos corporativos menos líquidos, los inversores necesitan cierto tiempo para regresar a este universo, pero al final siempre lo hacen. Sólo es necesario que el mercado comience a poner a los bonos el precio que les corresponde. En la actualidad, nos encontramos en un momento en el que los inversores están empezando a regresar al mercado y, en nuestra opinión, los bonos corporativos de alta rentabilidad de los mercados emergentes siguen siendo atractivos. La repreciaación de este activo todavía no ha terminado.

Muchos gestores de fondos de mercados emergentes tienden a invertir en activos líquidos cuando se respira incertidumbre en el ambiente. En nuestra opinión, hasta que los mercados se encuentran en plena floración no empiezan a descender por la curva de riesgo, y ese suele ser el peor momento para entrar. En los bonos corporativos de los mercados emergentes aún nos encontramos en la fase de repreciaación, algo muy positivo para los inversores.

En la desafiante situación macroeconómica actual, los gestores activos son los que han logrado buenos resultados y creemos que así seguirá siendo a partir de ahora. Hemos observado que, con un sesgo hacia un enfoque bottom-up y conociendo las empresas en las que invertimos, somos capaces de encontrar valor verdadero en el mercado. Como inversor en un entorno como el actual, quiero a alguien que gestione carteras de forma activa y que sepa dónde encontrar valor.

Duraciones cortas y gestión muy activa

kioskoymas#carlos.farras@gmail.com

kioskoymas

● El mercado de deuda privada ofrece oportunidades como los bonos de las entidades financieras

El mercado de la renta fija privada es el caladero en el que pescan muchos gestores de deuda desde que el 5 de julio de 2012 se inauguraron los tipos cero, reduciéndose drásticamente la posibilidad de obtener rentabilidad en la deuda soberana. «Ha pasado casi una década en la que recurrentemente me preguntan si hay que salir de la renta fija. Pero, si miras nuestro fondo de renta fija más flexible, el Renta 4 Valor Relativo, ha subido un 56 por ciento desde entonces. Y es que hay un abanico de activos como la renta corporativa de grado de inversión, el 'high yield' o los bonos subordinados que no tienen los tipos al cero», explica Ignacio Vitoriano, gestor de Renta 4.

Es ahí donde hay que bucear ahora mismo en busca de oportunidades.

«Nuestra visión estratégica del crédito corporativo sigue siendo constructiva. Nuestra previsión es de retornos positivos y rentabilidad en el mercado corporativo de la zona euro durante el año», apunta en ese sentido Mondher Bettaieb-Loriot, responsable de bonos corporativos de Vontobel.

Si bien, las tensiones de los mercados de deuda también afectan a este segmento, por lo que los expertos recomiendan unánimemente reducir las duraciones en cartera —pues los bonos a más largo plazo son los que tienen mayor peligro de perder valor ante una subida de tipos—.

«Creemos que los plazos largos no están lo suficientemente bien pagados y, por eso, hemos quitado duración de la cartera»,

explica Carmen García, compañera de Vitoriano en el equipo de gestión de renta fija de Renta 4. «Cuanto más corta es la duración, mayor es la visibilidad», añade Jaime Albella, director de ventas de AXA IM.

Además de recortar las duraciones, los gestores están limitando el universo de inversión a compañías en el espectro de las calificaciones crediticias BBB y BB (en la parte baja del grado de inversión o en la zona alta del grado especulativo), con el objetivo de obtener algo más de rentabilidad sin incurrir en demasiado riesgo.

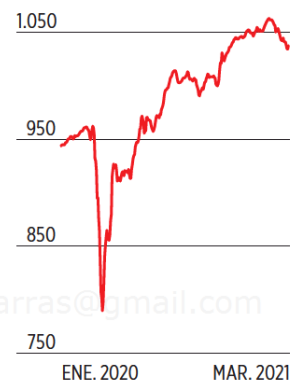
«El 'high yield' tiene menos duración que los bonos estatales y, por eso, es una buena apuesta. No ha caído casi nada frente a unos bonos del gobierno americano que han arrojado minusvalías de casi el 20 por ciento desde máximos (desplome vivido por el ETF TLT US, que invierte en bonos del Gobierno estadounidense de más de veinte años)», dice Miguel Uceda, de Welzia Management.

'Bond picking'

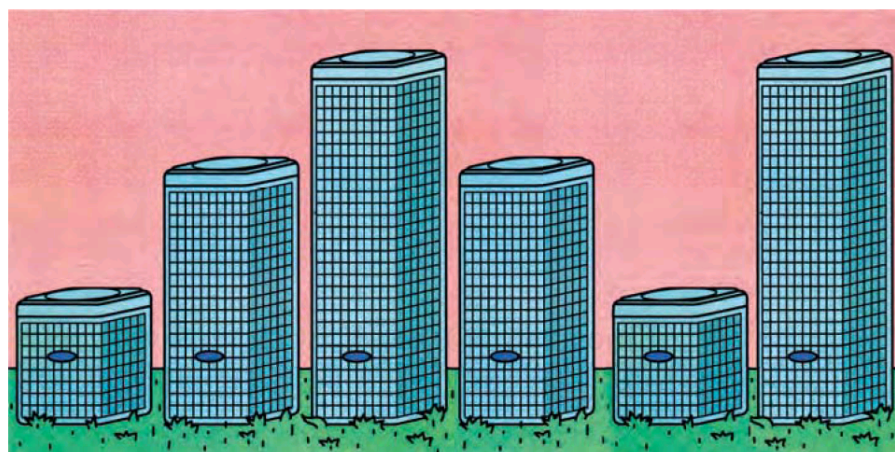
Aunque eso no significa que haya que comprar cualquier cosa dentro de este espacio. Más bien al contrario, en la situación actual toca ser más selectivos que nunca.

«Dentro de la renta fija privada, estamos buscando bonos de nicho, donde todavía se puede encontrar una rentabilidad interesante porque son emisiones más pequeñas o de empresas más desconocidas, que ofrecen rentabilidades más interesantes y cuentan con buenos fundamentos financieros. Los llamamos de nicho porque

● Evolución del S&P 500 High Yield Corporate Bond



COTIZACIÓN EN PUNTOS.
FUENTE: BLOOMBERG



3%

Es la «golosa» rentabilidad aproximada que ofrece la deuda de Indra a plazos de 4-5 años

kioskoyma:

no están en los grandes índices sino que hay que elegirlos uno a uno. Es la forma en la que estamos procediendo», apunta José María Lecube, director de renta fija de Dunas Capital AM.

Una estrategia similar es la que ha adoptado con el 'high yield' Renta 4, según cuenta Carmen García: «Somos claramente oportunistas. Nada de índices. Si tenemos 'high yield' es porque hemos mirado muy bien la empresa».

Ejemplos interesantes de este tipo de compañías los encontramos en España, como sucede con Indra, «una empresa con un 20 por ciento de capital público, que está ofreciendo rentabilidades del 3 por ciento a plazos de 4-5 años», según Lecube.

Otra oportunidad en este caso fuera de nuestro país la ha encontrado el equipo de deuda de Dunas Capital en Lenzing, una corporación austriaca que se dedica a la fabricación de fibras textiles especiales para manufacturar mascarillas o equipación de seguridad para bomberos y personal sanitario. «Esta empresa emitió hace 3 meses un bono con una rentabilidad en torno al 5 por ciento, híbrido o subordinado, pero que está funcionando francamente bien y lo mantenemos en cartera», apunta este experto.

Y es que otra de las opciones que manejan los gestores es la deuda subordinada o híbrida, aquella que ofrece una rentabilidad mayor que otros activos de deuda pero que, en contraprestación, tiene una prioridad de cobro inferior a los bonos ordinarios (y, por lo tanto, ma-

yor riesgo). En especial, gusta la deuda subordinada financiera.

«El ámbito bancario está dando mucho juego porque el Banco Central Europeo ha prohibido a los bancos repartir dividendos, una medida que ha incrementado la solvencia de las entidades y que ha reforzado la garantía de que esos bonos subordinados te van a pagar. Es un activo interesante y va a seguir siéndolo», apunta Lecube.

«Esos títulos tienen un tipo de interés más alto y pueden ser más atractivos que el propio 'high yield'», añade Uceda.

En cuanto a preferencias concretas, en Welzia optan por los bancos de mayor solvencia, nombres de primera línea que pagan un poco menos que sus competidores más pequeños pero que garantizan en mayor medida la protección del capital que es bandera de la casa. «Preferimos apostar por los activos más seguro dentro de los activos con riesgo», dice Uceda.

En cambio, en Dunas buscan arañar algo más de rentabilidad y optan por deuda subordinada de Caixabank, Liberbank o BFF Bank, una entidad italiana especializada en la financiación de servicios públicos de salud, cuyos bonos subordinados ofrecen rentabilidades del 2,5 por ciento.

«Nos gustan mucho los bonos subordinados de compañías financieras de nicho. Son bancos más pequeños, menos conocidos, pero con niveles de solvencia elevadísimos y que ofrecen rentabilidades que, comparadas con las que arroja la gran banca europea, son mucho más interesantes», apostilla Lecube.

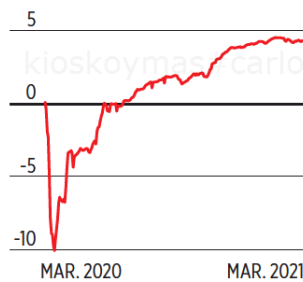
● María Gómez Silva

farras@gmail.com

● Selección de fondos de renta fija privada

Muzinich Enhancedyield Short-Term Hedged

RENTABILIDAD EN %. FUENTE: BLOOMBERG



Patrimonio
10.905M€

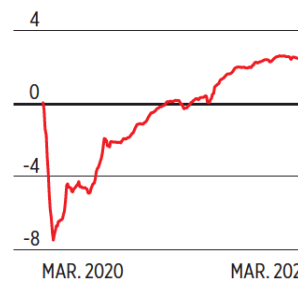
Rent. 2020
2%

Rent. 3 años (anualiz.)
1,81%

Fondo de renta fija a corto plazo global. Con una duración máxima de 2 años, tiene un 70 por ciento de la cartera en bonos de calidad y un 30 por ciento en 'high yield'. Sin riesgo divisa. Se trata de un producto de una gestora americana especializada en deuda privada, con una posición importante en el sector bancario (22,7 por ciento), donde sus gestores ven valor en este escenario de recuperación.

Evli Short Corporate Bond

RENTABILIDAD EN %. FUENTE: BLOOMBERG



Patrimonio
1.339M€

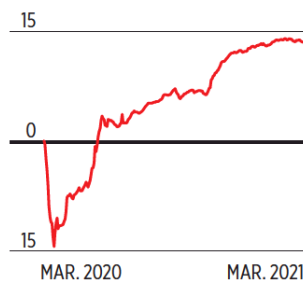
Rent. 2020
0,5%

Rent. 5 años (anualiz.)
1,39%

Fondo de renta fija corporativa. Invierte principalmente en activos denominados en euros, con duraciones a corto y medio plazo. Un elemento diferenciador del fondo es que puede invertir en compañías sin calificación crediticia pues una gran parte de las compañías nórdicas no tienen 'rating' y la gestora finlandesa trata de aprovechar ese conocimiento local.

Carmignac Portfolio Credit

RENTABILIDAD EN %. FUENTE: BLOOMBERG



Patrimonio
848M€

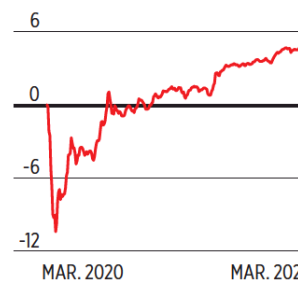
Rent. 2020
10,4%

Rent. 3 años (anualiz.)
10,9%

Este fondo invierte en renta fija internacional en euros. Su estilo de gestión, centrado en aprovechar oportunidades, permite al fondo llevar a cabo una asignación sin restricciones. Gracias a eso, puede tener exposición a todas las regiones geográficas y en todos los segmentos de los mercados de renta fija, así como utilizar derivados y estrategias de valor relativo. También cuenta con una gestión activa de la duración.

CS Renta Fija 0 - 5

RENTABILIDAD EN %. FUENTE: BLOOMBERG



Patrimonio
152M€

Rent. 2020
-0,3%

Rent. 3 años (anualiz.)
2%

Invierte en renta fija internacional de forma diversificada. La estrategia que el equipo ha adoptado últimamente ha sido la de mantener una duración por debajo de los 2 años, que puede venir dada también por posiciones vendedoras (cortas) en algunos bonos. La mayor parte de la cartera es renta fija corporativa europea, con un rating medio de 'BBB'.

Rentabilidad extra para las carteras

kioskoymas#carlos.farras@gmail.com

kioskoyma:

● La renta fija emergente añade valor a las inversiones, pero conviene ser muy selectivos

La renta fija de países emergentes, tanto gubernamental como corporativa, aporta un rendimiento extra que suele compensar el riesgo que se asume, lo que justificaría incorporarla a las carteras en el momento actual, donde los tipos al cero por ciento de los bancos centrales penalizan a los bonos de mejor calificación.

Este tipo de activos se beneficia de la recuperación económica global y del superciclo de las materias primas que está impactando de manera positiva en la evolución de estas economías y empresas.

Aunque de las dos categorías, son los bonos corporativos los que ofrecen una mejor perspectiva, explica Wouter van Overfelt, jefe de mercados emergentes de Vontobel, puesto que son «las empresas el combustible que alimenta este motor de crecimiento mundial».

Pero para que las compañías prosperen necesitan tener acceso al capital, razón por la que el tamaño de los bonos corporativos emergentes casi se ha duplicado cada cinco años durante los últimos 15 años. En la actualidad, se sitúa en torno a los 2,4 billones de dólares, superando con creces al segmento de bonos soberanos de emergentes en moneda fuerte.

Además, permiten, en ocasiones, una descorrelación con el mercado. «Hay bonos corporativos en países emergentes que se benefician de alguna ineficiencia adicional de los mercados que les llevan a remunerar de forma atractiva el riesgo asumido», explica Diego Fernández Elices, director general de inversiones de A&G Banca Privada, lo

que les convierte en una gran oportunidad de inversión.

Un ejemplo interesante es el hecho de que las agencias de rating no califican nunca mejor el bono de una compañía que el de su gobierno, cuando en ocasiones, la compañía con mucho negocio internacional y diversificado, puede ser un mejor crédito que su soberano.

Pero a pesar de ese yield mucho más atractivo no todo vale, aclara Fernández Elices, puesto que «hay que ser tremendamente selectivos». No sólo basta con estudiar la capacidad de un emisor para pagar sus deudas, indica Van Overfelt. «Los elementos más importantes son otros factores



como la cultura, los valores y los incentivos de los poseedores de los bonos», añade.

China líder

Toda cartera de renta fija emergente tendría que tener bonos chinos tanto por razones fundamentales, como es el modelo económico, la orientación de la economía china, el crecimiento y el hecho de que aún hay rentabilidades positivas, como por razones más técnicas, «que van a llevar con gran probabilidad un gran volumen de dinero a la clase de activo», explica Fernández Elices, quien recuerda que antaño era un activo absolutamente denostado por la comunidad inversora y en el último año, según se va incluyendo en índices de referencia (proceso que acaba de comenzar) se está considerando.

Precisamente los bonos en renminbi tuvieron un rendimiento sólido en relación con otros mercados. Además, Axa Investment Management añade que «China alberga el mercado de bonos verdes más grande del mundo, y las emisiones de 2019 representaron más del 20 por ciento de la oferta mundial».

Esto no quiere decir que no haya nubes en el horizonte que se ciernen sobre la renta fija china. Como advierte Mar Barrero, directora de análisis de Aquia Profim Banca Privada, «habrá que vigilar cómo afecta a estos activos la posible retirada de estímulos monetarios anunciada recientemente por el banco central chino».

Asia mejor que Latinoamérica

Pero emergentes es más que China. «Asia lleva ya mucho tiempo acaparando el interés de los inversores en renta fija», explica Daniel Moreno, responsable de carteras de deuda de mercados emergentes de Mirabaud Asset Management. Entre los motivos destacan no sólo su alto crecimiento, sino también su capacidad económica y cierta estabilidad institucional. Entre las preferencias de Moreno en la región se encuentran «India, Indonesia, Malasia e Islas Filipinas».

En cuanto a las oportunidades que hay en renta fija en América Latina, Este de Europa y África, éstas se concentran más en el sector corporativo que en el soberano. Se trata, por lo tanto, de empresas muy ligadas a las materias primas, del sector financiero, el industrial, comercio electrónico y el de las telecomunicaciones y Brasil, México, Ru-

sia, Sudáfrica, Ucrania, Nigeria, Colombia y Perú, como países de referencia.

Mención aparte merece Turquía, que a pesar de los sobresaltos que dio esta semana con la lira, acaparó la inversión en 2020. No obstante, el inversor debe ser consciente de que en la renta fija corporativa la divergencia es mayor entre regiones y clases de activos que en renta variable. Por ejemplo, el control de la pandemia y la recuperación económica que conlleva se ha notado más en Europa del Este y Asia que en Latinoamérica y África.

Qué aportan a la cartera

La renta fija emergente abarca un gran número de emisores de diferentes países y sectores. En principio, esto permite una gran diversificación para el inversor, pero también conlleva diferentes marcos institucionales y conduce a la segmentación del mercado.

Como consecuencia, hace que riesgos similares tengan un precio diferente según los mercados.

Con todo, como recuerda Van Overfelt, la deuda de los mercados emergentes en moneda fuerte y sus empresas ofrecen una menor duración, «lo que protege a los inversores frente a una posible nueva subida de los tipos; además, el diferencial es más atractivo ahora en determinadas compañías de mercados emergentes».

Pero esta perspectiva positiva, en conjunto, no significa que los inversores deban esperar que los diferenciales se reduzcan de forma lineal. Habrá volatilidad, debido a la situación médica, económica e incluso geopolítica.

Los peligros de un dólar fuerte

Y estos riesgos ya se empiezan a notar con el repunte de tipos en los Estados Unidos y la fortaleza mostrada por el dólar. Factores con los que tiene que convivir el inversor en renta fija emergente.

La razón es que el bono de referencia es el Treasury por lo que la subida de los rendimientos no «les viene nada bien», explica Fernández Elices.

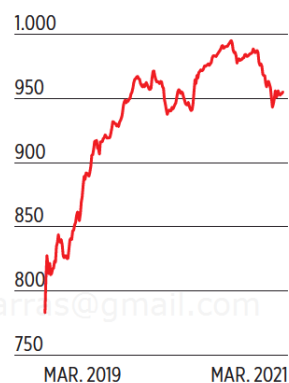
La regulación del mercado, los efectos de una política macroeconómica menos estable, la volatilidad, y la limitación de la liquidez en la compra y venta son otros elementos a tener en cuenta.

● Cristina Casillas

● Los bonos chinos son los elegidos, pero hay más opciones en Asia y Europa del Este

kioskoyma

● Índice de referencia

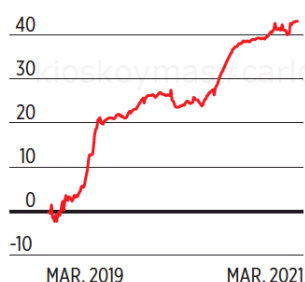


COTIZACIÓN DEL JP MORGAN EMBI EN PUNTOS. FUENTE: BLOOMBERG.

● Selección de fondos de renta fija emergente

Vontobel Emerging Markets Corporate

COTIZACIÓN EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG.



Patrimonio
725M€

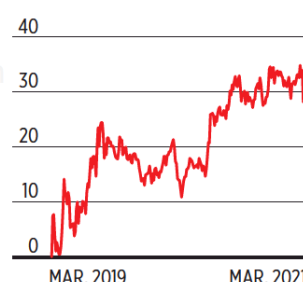
Rent. 1 año
40,92%

Rent. 3 años
16,64%

Es un fondo de renta fija emergente en divisa fuerte. Cuenta con un buen equipo gestor y está considerado como uno de los mejores fondos de su categoría. Con una calificación media de BBB-, la calidad crediticia de las empresas es mejor que la de sus contrapartes soberanas. Puede invertir hasta el 25 por ciento del patrimonio en bonos convertibles y warrants.

H2O Multi Emerging Debt Fund

COTIZACIÓN EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG.



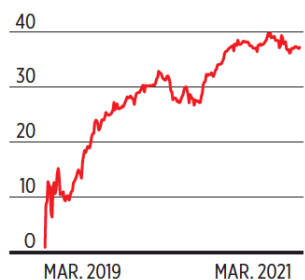
Patrimonio
890M€

Rent. 1 año
28,05%

El objetivo del fondo es superar en un 2,50 por ciento anual el índice de referencia, compuesto por los índices JPM EMBI Global Diversified y JPM GBI EM Global Diversified, ambos con una participación del 50 por ciento cada uno. La cartera está compuesta tanto por bonos gubernamentales como por corporativos de mercados emergentes.

Aberdeen Standard Sicav-I Frontier Markets

COTIZACIÓN EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG.



Patrimonio
70M€

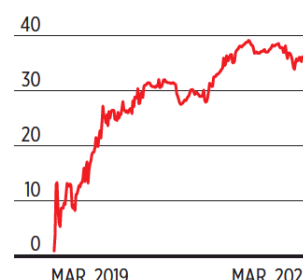
Rent. 1 año
37,50%

Rent. 5 años
33,42%

El fondo invierte al menos dos tercios de sus activos en títulos de deuda y títulos relacionados con la deuda gubernamental y corporativa de mercados fronterizos o, en el caso de las empresas, que desempeñen su actividad en estas regiones. Tiene una fuerte exposición a África, con Senegal, Kenia y Angola como principales exposiciones y más del 75 por ciento es deuda gubernamental.

Amundi Fund Emerging Markets

COTIZACIÓN EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG.



Patrimonio
57M€

Rent. 1 año
36,51%

El vehículo invierte principalmente en bonos de empresas de mercados emergentes, denominados en dólares estadounidenses o en otras divisas de países miembros de la OCDE. Pero también admite la posibilidad de estar posicionado en renta variable. La exposición total a divisas de emergentes no podrá superar el 25 por ciento de los activos.

Los ETF se suben a la ola de la renta fija

kioskoymas#carlos.farras@gmail.com

kioskoymas

● El desembarco de las gestoras en este segmento destaca por su innovación y flexibilidad

Paulatinamente, los ETF de renta fija se están haciendo un hueco entre los inversores a pesar de que la mayor parte del mercado de bonos se concentra en fondos activos. Las razones que esgrimen las gestoras para promocionarlos es que estos fondos cotizados ofrecen las mismas oportunidades de flexibilidad y coste que sus hermanos de renta variable.

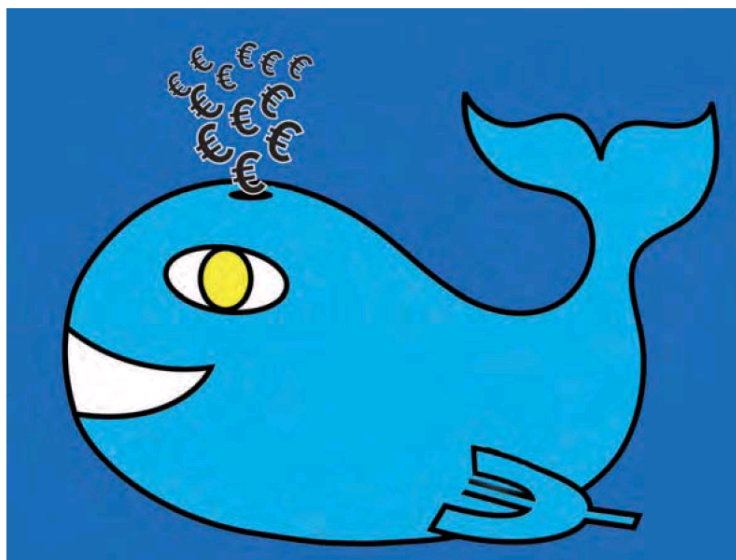
Para Pedro Coelho, responsable de Socié-té Générale para Lyxor ETF en España, Portugal y Latinoamérica, estos vehículos han revolucionado el mundo de la renta fija, que por definición es menos «líquido que el de renta variable, aportando transparencia, bajo coste y liquidez».

El interés por estos ETF ha aumentado de tal manera que, aunque fueron aproximadamente la mitad de los registrados en renta variable en febrero (con 5.400 millones de euros), supusieron más de tres veces a los de enero, concentrándose estas entradas en los corporativos con 4.700 millones de euros.

Accesibles (y, sobre todo, comprensibles)

Invertir directamente en el mercado de bonos a veces puede ser complicado, ya que el mercado primario (deuda emitida por primera vez) es sólo una parte del total de la renta fija y los vendedores y compradores tienen que acudir al secundario para intercambiarse esos títulos de deuda (donde se debe acordar el precio de cada transacción uno a uno).

Para empezar, estas dificultades se simplifican con los ETF de bonos, ya que al estar



abiertos, los inversores pueden comprar y vender acciones como si se tratase de un título individual.

La pregunta que se puede plantear el inversor es cómo se crea ese mecanismo y cómo se produce el reembolso. Al respecto, los participantes autorizados pueden canjear acciones del ETF por una cesta de valores subyacente del mismo, garantizando que los precios del fondo se aproximen en todo momento al «valor razonable».

Por otro lado, la capacidad de los ETF de aceptar bonos «en especie» reduce las comisiones de negociación al no tener que salir al mercado para comprar o vender bonos subyacentes cada vez que hay una orden,

añade Lidia Treiber, directora de inversiones de WisdomTree.

Las carteras de ETF de renta fija pueden otorgar una gran diversificación como explica Javier García Díaz, responsable del negocio de gestoras de fondos para Blackrock en España, Portugal y Andorra, puesto que «la indexación permite transformar un mercado de renta fija fragmentado en exposiciones estandarizadas, previsibles y eficaces, así como simplificar considerablemente la construcción de carteras».

En constante innovación

Esta flexibilidad, junto al interés que despiertan, lleva a las gestoras a ser cada día más innovadoras: ya que no basta con ofrecerles productos líquidos y flexibles, sino que deben adaptarse a las exigencias de los propios inversores.

Prueba de ello es la decisión que tomó Lyxor al reforzar su compromiso con los criterios ESG en su gama de renta fija. Y es que la demanda por activos sostenibles está aumentando y los flujos a ETF ESG representan más de la mitad de los totales acumulados.

Estos cambios no sólo consisten en la incorporación de bonos verdes, sino también en ayudar a los inversores a construir una cartera baja en emisiones de carbón.

De este modo, los inversores pueden acceder a los ETF que invierten en carteras diversificadas de bonos con o sin grado de inversión, pero eligiendo aquellas empresas con mejor rating ESG; o enfocados en bonos verdes, que ayudan a financiar proyectos con un impacto muy positivo para el medio ambiente.

El caso de Amundi también es destacable, como recuerda Juan San Pío, director comercial de Amundi ETF, Indexing & Smart Beta para Iberia y Latinoamérica, puesto que fue la primera gestora en lanzar un ETF que tuviera una exposición a bonos flotantes denominados en dólares.

E incluso permiten invertir en bonos de empresas que han perdido el rating, los llamados ángeles caídos, añade Laure Peyrane, directora de ETF de Invesco para Iberia, LatAm y US Offshore.

Hacen frente a la subida de la curva

Una de las particularidades de estos ETF es que permiten descorrelacionarse del mercado de renta fija, lo que permitiría que episodios como la subida de los rendimien-

tos de los bonos, no les haya afectado puesto que habrá ETF que replican índices financieros de distintos tipos y naturalezas.

«Eso significa que la subida de rentabilidad de los bonos afectará negativamente más a aquellos ETF que repliquen índices de renta fija con duraciones más largas y menos a aquellos que tengan duraciones menos largas», explica Coelho.

Incluso existen ETF que replican índices de renta fija a los cuales la subida del rendimiento de los bonos les afectará positivamente.

Con todo, García Díaz admite que los inversores se han mostrado más cautelosos en relación a la gestión de la renta fija en general y la propia duración en particular, especialmente para clases de activos como crédito americano con calificación de grado de inversión, deuda emergente y deuda pública americana.

No todos son aspectos positivos

A pesar de esta creciente popularidad también hay voces discordantes. Frank Lipowski, gestor de renta fija de Flossbach von Storch, advierte que, en ocasiones, «los ETF de renta fija, en cuanto a rentabilidad, suelen ir a la zaga de los índices que replican».

El motivo es que existen constantes ajustes para seguir el índice y, precisamente, esto hace que pierda algo de rentabilidad debido a los diferenciales de los precios de compra y venta, que pueden ser importantes, explica el experto.

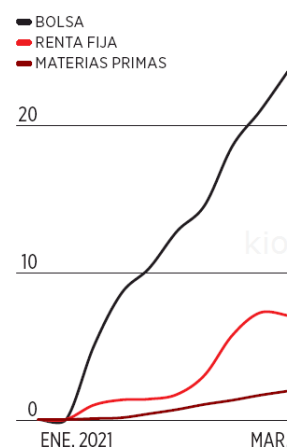
Para evitar esto, hay que recurrir a las habilidades del gestor. «Un buen gestor activo, en cambio, sopesa si vale la pena efectuar un ajuste de la cartera teniendo en cuenta los costes de transacción. Asimismo, está la falta de flexibilidad: en general, los ETF se reestructuran en unas fechas determinadas, a saber, a finales de mes, y algunos también se reestructuran a finales de trimestre», argumenta Lipowski.

Esto puede ser una desventaja en fases turbulentas, como en la pasada primavera cuando estalló la pandemia: es decir, cuando se trata de aprovechar oportunidades, como poder comprar bonos de calidad a unos buenos precios.

A veces es cuestión de solo unos días, que, en el caso de los ETF, hay que intentar sacar partido de ello.

● Cristina Casillas

● Flujos de ETF



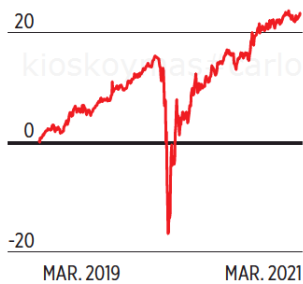
EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES.
FUENTE: AMUNDI.

● Permiten jugar con los plazos y las regiones, lo que aumenta la diversificación de las carteras de renta fija

● Selección de ETF de renta fija

Invesco AT1 Capital Bond

DATOS EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG

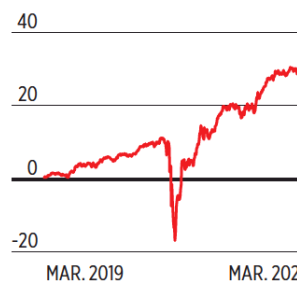


Patrimonio
22,6M€
Rent. 1 año
29,18%

Se trata de un fondo cotizado que no se limita a invertir en los mercados de renta fija más conocidos. Es un producto que localiza fuentes de rentabilidad alternativas como son los bonos AT1 del sector financiero, lo que permite al inversor tener exposición a una parte muy concreta del mercado de renta fija. Su índice de referencia es el iBoxx USD Contingent Convertible Liquid Developed Market AT1.

iShares fallen angels high yield

DATOS EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG

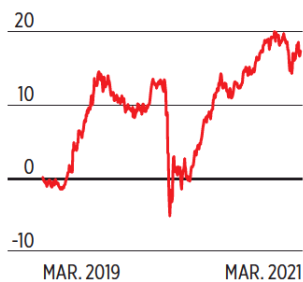


Patrimonio
665,8 M€
Rent. 1 año
23,35%

Es uno de los fondos cotizados más novedosos ya que trata de invertir en los bonos corporativos que han perdido la categoría de grado de inversión, tanto fijos como variables y que cotizan en los mercados desarrollados. Su índice de referencia es el Bloomberg Barclays Global Corporate ex EM Fallen Angels Issuer Capped. El fondo, que se revaloriza más de un 23 por ciento a un año, bate a su categoría en algo más de dos puntos.

UBS ETF Bloomberg Barclays

DATOS EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG

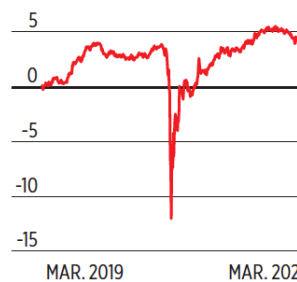


Patrimonio
26M€
Rent. 1 año
19,97%
Rent. 3 años
0,14%

Se trata de un ETF con una exposición proporcionada a los componentes del índice Bloomberg Barclays Euro Government Inflation-Linked 10+ Year (Total Return). El índice incluye deuda vinculada a la inflación del gobierno con grado de inversión denominada en euros con un plazo de vencimiento de al menos 10 años. Los bonos se analizan cada año.

Lyxor ESG Corporate Bond

DATOS EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG



Patrimonio
733M€
Rent. 1 año
2,52%

Este ETF replica el índice Bloomberg Barclays MSCI SRI Sustainable, y excluye a los emisores de bonos que generan el 5 por ciento o más de sus ingresos en actividades relacionadas, entre otras, con el carbón térmico, el petróleo y el gas no convencionales o con el gas y el petróleo Ártico.