

El trabajo más difícil del mundo.

Daniel Aymerich. Head Fund Selection & Distribution.

3 de julio 2017

¿Dónde encontramos valor en la renta fija? Un compañero del sector financiero de inversiones quiso hacer un chiste cuando se enteró de que el nombre del panel en el que colaboré hace un mes en Madrid era: "Explorando Oportunidades a la Renta Fija". «Cuánto duró la ponencia, tres segundos? No hay oportunidades en la renta fija», sentenció mientras reía. Esta bien podría ser la realidad a simple vista, pero es nuestro trabajo encontrar las soluciones a problemas complejos. La verdad es que no faltan instrumentos, especialmente si se trata, como mi caso, de seleccionar fondos de inversión para obtener exposición a la renta fija. El problema es que debemos incrementar el riesgo de la cartera a fin de mantener un cierto nivel de renta. Por ejemplo, dentro de la categoría de bonos soberanos únicamente encontraremos retornos aceptables en emisiones de países emergentes. La paradoja es que encontramos países emergentes con unos fundamentales comparativamente mejor que los países de nuestro entorno, o de Estados Unidos, como podrían ser el nivel de deuda, la disciplina fiscal o, incluso, la balanza comercial. El problema de esta deuda no son los emisores en este caso, sino los compradores internacionales; es un mercado de flujos: cuando la volatilidad aumenta en los activos de riesgo los inversores venden la renta fija emergente en masa, independientemente de los fundamentales. Por este motivo, la renta fija nos proporciona un cupón interesante, en cualquier caso exponencialmente más alto que las emisiones de países desarrollados, pero que no hará la función de protección en el caso de sufrir caídas en el mercado de renta variable. Por este motivo, una de las alternativas más populares para navegar las difíciles aguas de la renta fija, son las estrategias globales y flexibles, con gestores que puedan obtener valor, sin incrementar el riesgo más allá de lo razonable y, sobre todo, que tengan la capacidad de cambiar la composición de la cartera, por qué adopte la función defensiva en caso de que el mercado cambie de tendencia. Aquí trasladamos el riesgo de activo a riesgo de gestión, porque confiamos en que los gestores tomarán las decisiones de inversión adecuadas para cada condición de mercado; el problema es que ningún gestor (y me incluyo) es infalible en todo momento. Estas son estrategias muy flexibles, que invierten a nivel global tanto en

renta fija soberana como en crédito, mercados desarrollados y emergentes, gestionando la divisa para generar retornos de manera independiente. Una de las características más destacadas es tratar la duración como si fuera un activo más, tomando posiciones largas o cortas en distintas curvas de países dependiendo de la parte del ciclo en el que se encuentre.

Y si esto no es suficiente, tenemos alternativas más exóticas para completar las carteras y conseguir una descorrelación, por un lado con los activos de riesgo y por la otra con los bonos de gobierno europeos y de Estados Unidos. Estamos hablando de activos alternativos que tengan ciertas propiedades de la renta fija en términos de rentabilidad / riesgo. Así tenemos la familia de activos ligados a productos de seguros (ILS por sus siglas en inglés). Uno de los más populares recientemente de esta familia son los Catastrophe Bonds, más conocidos como CAT Bonds. Estos fondos compran paquetes de seguros que cubren eventos catastróficos naturales. De este modo el pago de la prima no lo recibe la compañía de seguros sino el fondo y, asimismo, éste tiene la obligación de cubrir las indemnizaciones en caso de que se produzca un evento cubierto por la póliza. Otra versión, muy similar, son los fondos que compran seguros de vida, donde el fondo va cobrando la prima y es el encargado de pagar la póliza al producirse la muerte del asegurado. Ambas estrategias han producido retornos muy atractivos en el pasado, pero más interesante, en su caso, es su nula sensibilidad a los tipos de interés y al ciclo del crédito.

Hay una expresión en inglés perfecta para describir la situación actual en el mundo de la renta fija: *between a rock and a hard place*, o como diríamos, nos encontramos entre una roca y un lugar muy duro. Nos encontramos en una situación donde no queríamos estar, con un entorno de tipo extremadamente bajo, si no negativo, en la parte tardía del ciclo económico estadounidense. Consideramos que comprar bonos europeos o norteamericanos tiene un riesgo asimétrico negativo, no obtenemos regreso a través del cupón y tenemos el riesgo de perder a través del precio en caso de que los tipos repunten. Y, finalmente, si los mercados de renta variable caen, estos bonos no ofrecen protección, porque ya han corrido demasiado.

Hemos presentado aquí algunas alternativas a la renta fija tradicional para tratar de mantener un mínimo nivel de retornos en la parte más conservadora de nuestra cartera, pero debemos ser conscientes de que no hay un sustituto real a la renta fija de mejor calidad, y ésta ha perdido parte de sus características de protección. Por ello, utilizamos las alternativas que tenemos de manera moderada.