

Buy & Hold: "El inversor conservador ahora busca el activo con el que menos vaya a perder"



Víctor Blanco Moro

Madrid • 21/06/2018 - 13:10

Mientras el BCE se prepara para recortar los estímulos, parece paradójico que en 2018 el inversor de deuda soberana europea todavía gana dinero en las principales referencias del Viejo Continente. Desde Buy & Hold, gestora con acercamiento value a los mercados, su CEO, Rafael Valera, ofrece su visión sobre los mercados y explica cómo se está posicionado actualmente en el mercado de deuda europea, donde, según él, con el contexto que hay, el inversor conservador no puede permitirse el lujo de buscar ganar dinero.

¿Cómo habéis gestionado la crisis política en Italia y el impacto en la renta fija?

Aprovechamos para comprar algunos nombres de corporativo italiano: un bono de Generali, también de Telecom Italia y vendimos deuda española y algo de italiana contra estos bonos. Ambos corporativos pagan más que la deuda italiana y cubrimos parte con España y parte con Italia. Nos habría ido mejor sin la cobertura, pero como no tenemos una bola de cristal, nos parece lo más prudente hacer así las cosas. No sabíamos que Draghi iba a enfriar las expectativas de subidas de tipos y de retirada de estímulos.

El mercado no ha reaccionado con ventas al anuncio del BCE de la pasada semana. ¿Han comprado un mensaje pesimista?

Es un manejo de expectativas. El mercado esperaba un discurso menos "dovish". Al final, el movimiento claro lo ves en el bono alemán. El 5 años está al -0,27%. Con la crisis italiana llegó a -0,40%, porque hubo una huida hacia los activos de menos riesgo, pero este año ha llegado a estar en el +0,11%, cuando había expectativa de subida de tipos en Europa. Lo que yo tengo claro es que si algún día tengo nietos, les tendré que explicar, que vuestro abuelo tuvo la oportunidad de vender unos bonos con rentabilidad negativa. Por venderlos me

pagaban intereses. Es como decirle a un señor que por ser el inquilino de una casa, te pagan. ¿Cómo le explicaríamos a nuestro nieto que se dio esa circunstancia y uno no alquiló ningún piso? Ahora estamos cortos de 5 años alemán. Y eso nos hace sufrir cuando hay huída hacia activos de menos riesgo, o cuando la expectativa de subida de tipos se enfría. Como el alemán hay muchos casos. Se emiten pagarés de empresa con rentabilidades negativas. Y cuando se emiten es porque alguien los compra. Los que los compran lo hacen para tratar de perder menos posible. El inversor conservador, ahora mismo mira el activo con el que menos vaya a perder. El problema de no invertir es que los bancos depositarios te cobran también por la liquidez.

En lo que va de año se gana dinero con los principales bonos europeos.

¿Sigue siendo buen momento para entrar?

Nosotros no hemos ganado nada, porque estamos cortos. El año pasado compramos Portugal, y lo vendimos al 2%. No sabía que iba a seguir esto, del 2 al 1,5%. Hemos hecho alguna cosa de este tipo, pero no es nuestro negociado. No nos dedicamos a leer los movimientos macro. Nosotros cuando la prima de riesgo de España se fue a mínimos, nuestras coberturas, que las teníamos contra bono alemán, las cambiamos contra el bono español. Pero son cosas muy puntuales. Ahora que está a 0,85%, vuelvo otra vez al alemán, pero no es mi negociado. Estos movimientos son ajustes de cobertura. No queremos acertar qué van a hacer los bonos de gobierno, ni qué va a hacer el eurodólar. Vamos a lo sencillo: esta empresa, ¿va a ser capaz de pagar su deuda, de refinanciarse? ¿Va a hacer ampliación de capital?

De Aritza, por ejemplo, la empresa panadera, estamos comprando bonos. Una firma bastante apalancada, que pensamos que puede tener ampliación de capital. Pensamos que, o venderá activos y se desapalancará, o terminará ampliando el capital. O, una tercera opción, que aumenten sus ventas y se desapalanque por esta vía. Pensamos que al 10% que ofrece, la deuda de esta empresa nos compensa en riesgo. Aun así, cogemos un porcentaje pequeño. A eso le llamamos gestión de crédito. Nos dedicamos a buscar empresas como por ejemplo, en los bancos, los famosos cocos (bonos convertibles contingentes): hoy tienes algunos, que te pagan entre el 6 y el 8%. En cambio, esos mismos emisores, si fueses accionista del banco tienen ROEs entre el 2% y el 6%.

Empresas que tienen el foco en recapitalizarse. Además el ciclo en Europa y en España es bueno, en particular en España. Ahí es donde nosotros estamos invirtiendo. La rentabilidad media de nuestras carteras es superior al 5%, en un entorno en el que la rentabilidad libre de riesgo está en tipos negativos.

¿Hay alguna empresa o país para la que esperéis una mejora de calificación pronto?

Tenemos un peso importante en deuda de empresas Españolas, donde pensamos que el ciclo es muy bueno, y luego tenemos también Portugal. Firmas españolas, portuguesas... Península ibérica. Tenemos un peso relevante. No estamos en Estados Unidos: hemos desecho casi todas las posiciones porque la cobertura del dólar es cara y la de tipos también.

¿Mantienen sus posiciones en el bono catalán?

Sí, seguimos con él. Está por encima del 4%. Si compras el catalán y vendes el español, tienes un "carry" importante. Y créeme, si Cataluña deja de pagar, lo sufrirá España