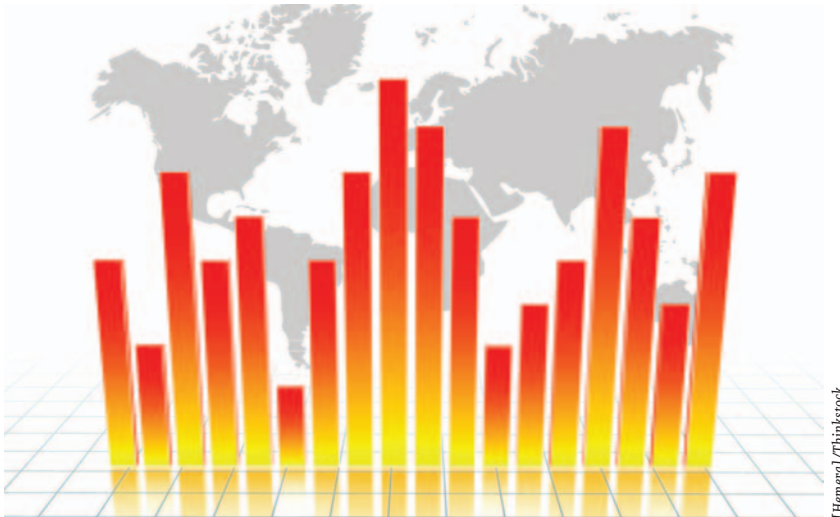


El post del mes

Alberto Vázquez Sariago

Perspectivas en renta fija convertible



Una de las variables que entran en juego en la valoración de la opción que incorporan los convertibles es la volatilidad implícita y aumentos en la misma conllevan incrementos en el valor de los bonos convertibles

La renta fija convertible se ha configurado desde comienzos de año en uno de los *asset class* sobre los que tenemos mejores perspectivas como forma de tener exposición al mercado de valores sin asumir una elevada volatilidad. Una de las maneras más adecuadas para materializar la inversión en esta clase de activo es a través de fondos de inversión globales por motivos de diversificación geográfica y sectorial.

A la hora de analizar el activo desde un punto de vista táctico, nos tenemos que centrar en los siguientes factores:

- Factores fundamentales

Renta variable. Recuperación de las expectativas del ciclo económico, los beneficios empresariales y la actividad en M&A (en este sentido, la mayoría de emisiones corresponden a pequeñas y medianas empresas objeto de potenciales operaciones corporativas), lo cual podría servir de estímulo a las cotizaciones bursátiles, si bien es cierto que, a más corto plazo, la elevada volatilidad podría filtrarse a este *asset class* vía

exposición delta. No obstante, conviene recordar también que una de las variables que entran en juego en la valoración de la opción que incorporan los convertibles es la volatilidad implícita y que aumentos en la misma (todo lo demás constante) conllevan incrementos en el valor de los bonos convertibles.

Crédito. Si bien, en 2009 y 2010, la principal fuente de rentabilidad de los convertibles fue la componente bono, de cara a este año 2011, aunque menos, seguimos pensando que existe valor en el crédito, especialmente en el *high yield*, tanto por *carry* (cupones del 7%) como por reducción de *spreads*, con preferencia por el tramo BB. En este sentido, en nuestro *asset allocation* mensual estamos sobreponderados respecto al *benchmark* un 13% en la renta fija *high yield* de cara a este mes de abril.

- Factores técnicos

Oferta. Es escasa, lo cual resulta negativo desde el punto de vista de la diversificación. Si bien es cierto que, para los bonos convertibles, un entorno de tipos de interés bajos resulta positivo, las subidas de tipos

de interés que se esperan para este año, tanto en la zona euro (dos más del 0,25% en junio y septiembre) como en Reino Unido y Estados Unidos, pueden resultar en una avalancha de emisiones con volúmenes similares a 2006 y 2007, lo que activaría de esta manera la oferta. Adicionalmente, aunque el mercado primario es, a día de hoy, muy limitado, ya que se han frenado muchas emisiones a raíz de los acontecimientos en el norte de África y por la catástrofe nuclear de Japón, a medida que se vayan disipando estos focos de incertidumbre, es de esperar que la oferta aumente y dote de mayor liquidez al mercado.

Demanda. La menor presencia de *players* apalancados como *hedge funds* y mesas de *prop trading* confiere a este mercado más estabilidad, pero menos liquidez y eficiencia en la formación de precios que en años anteriores.

En resumidas cuentas, los factores anteriormente señalados apuntan a un buen comportamiento de los bonos convertibles durante los próximos trimestres ::