

Entrevista con Sandro Näf, gestor de cartera en Capital Four Management

Nordea 1 – European High Yield Bond Fund

Tenga en cuenta que la conferencia telefónica se realizó el 5 de agosto de 2020. Todos los comentarios e información del mercado se refieren al período que antecede a esta fecha.

Puntos Clave

- En el segundo trimestre de 2020, los mercados crediticios se recuperaron, con una compresión generalizada de los diferenciales
- Las estimaciones de incumplimiento más recientes parecen sugerir un contexto más positivo en comparación con las expectativas anteriores.
- La flexibilidad para invertir en las clases de activos crediticios que van más allá del alto rendimiento tradicional, puede ser una forma sólida de sobrellevar condiciones de mercado más complejas. Por ejemplo, las CLO y la deuda financiera fueron quienes mejor se desempeñaron durante el repunte del segundo trimestre de 2020
- Una asignación holística exitosa en un universo de inversión dentro del crédito más amplio depende en gran medida de las habilidades de selección y la capacidad de asignar a las oportunidades más atractivas dentro del universo.

Ustedes fueron uno de los primeros inversores en el espacio de *High Yield* europeo, ¿cómo ha evolucionado este mercado y su boutique Capital Four durante este tiempo?

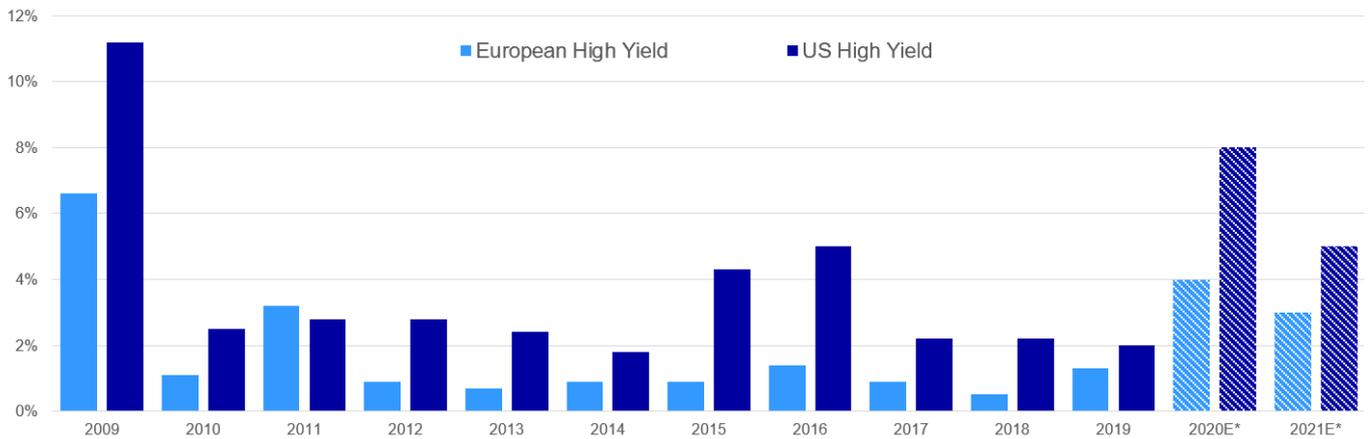
El mercado ha evolucionado significativamente. Por ejemplo, cuando comenzamos con nuestra estrategia en conjunto con Nordea en 2002, el tamaño del mercado europeo de *High Yield* era de entre 30.000 y 40.000 millones de euros. Hoy este es aproximadamente diez veces más grande. En cuanto a nuestra boutique Capital Four, experimentamos de primera mano el lanzamiento de muchas empresas enfocadas y especializadas en crédito *High Yield* en los EE. UU. en los años 80 y 90 y pensamos que podría ser conveniente replicarlo en Europa. Afortunadamente, Nordea estuvo de acuerdo con nosotros y nos brindó su apoyo. Ahora somos 100 personas y aún nos resulta increíblemente gratificante invertir en este mercado.

El mercado ha sido testigo de volatilidad extrema en los últimos meses, ¿cuál es su opinión sobre la situación actual del *High Yield*?

La venta masiva de los activos de crédito en marzo fue una casi sin precedentes debido a su rapidez. Como inversores, tendemos a recordar al pasado y, en el caso del *High Yield*, esta es la tercera recesión que nos toca, después de las de 2001-02 y 2008-09. La recesión de '01-'02 se caracterizó por fuertes niveles de incumplimiento y la de 2008 / 2009 se produjo un deterioro del sistema financiero global, junto con una excesiva falta de liquidez. En marzo de este año, se temía que pudiéramos ver lo peor de ambos escenarios al mismo tiempo. Sin embargo, el mercado pronto se dio cuenta de las condiciones financieras y los incumplimientos no iban a ser tan malos como se temía inicialmente. Desde entonces, los inversores han comenzado a regresar, como lo vemos con los flujos minoristas, que han estado acercándose nuevamente al mercado de crédito en general, así como también al *High Yield*, tanto en Europa como en EE. UU.

En términos de incumplimientos, ¿qué esperas para el resto del año y más allá?

En Europa, las expectativas en las tasas de incumplimiento se encuentran actualmente en alrededor del 4% para este año y del 3% para el próximo. Esta expectativa acumulada de incumplimiento del 7% es significativamente menor a la que observamos en los dos últimos períodos de recesión importantes. Las expectativas de incumplimiento son más altas en EE. UU., En gran parte debido a la composición de ese mercado, el cual tiene una mayor exposición a sectores como el petróleo y las materias primas en general.



*Basado en las expectativas de JP Morgan a junio de 2020

¿Esperan oportunidades de ángeles caídos?

Los ángeles caídos siempre han sido una de nuestras áreas favoritas para encontrar oportunidades, particularmente después de una recesión. El análisis estadístico ha demostrado que en el largo plazo los ángeles caídos ofrecen una rentabilidad ajustada al riesgo muy atractiva, ya que la naturaleza de las rebajas de calificación es mucho más favorable para el comprador que para el vendedor. Con el colosal crecimiento reciente de emisores con calificación BBB a nivel mundial, esperamos 100.000 millones de euros de suministro provenientes de ángeles caídos en Europa para 2020, lo cual es muy substancial, especialmente si se considera que el mercado de *High Yield* es de solo 400.000 millones de euros actualmente.

¿Cuál es uno de los aspectos más importantes cuando invertimos en créditos con calificación menor al grado de inversión en este momento?

Seguimos viendo una amplia dispersión de rendimiento en todo el espectro del grado de inversión. Por ejemplo, algunas clases de activos dentro del segmento financiero obtuvieron un rendimiento de dos dígitos el año pasado, mientras que los *leverage loans* solo rentabilizaron un tercio de esto. Esto demuestra la importancia de ser flexible, ya que ahora vemos muchas más oportunidades para los inversores que apuntan al universo con calificación menor al grado de inversión. Estas oportunidades pueden resultar ser bastante complejas, por lo que es necesario invertir en capacidades de investigación, y en herramientas y sistemas cuantitativos.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Financials	-43.78%	93.14%	15.52%	-9.71%	42.18%	13.53%	5.00%	1.40%	5.70%	9.06%	-3.06%	12.53%
Leveraged Loans	-30.67%	10.34%	4.76%	0.43%	8.60%	6.91%	3.50%	4.31%	5.46%	3.58%	1.51%	4.03%
EUR CLO BBB	-48.57%	46.85%	42.65%	-9.77%	46.05%	23.64%	9.56%	11.74%	10.42%	5.69%	-2.39%	5.53%
CDS - XOVER	-13.29%	26.03%	7.45%	-4.43%	19.77%	17.63%	7.84%	2.79%	2.98%	7.80%	-3.73%	6.77%
High Yield	-32.04%	79.96%	15.59%	-2.55%	28.56%	10.21%	5.33%	1.49%	9.15%	6.76%	-3.47%	10.16%
Short Duration	-13.76%	38.66%	10.60%	4.60%	8.76%	5.86%	1.83%	-0.53%	9.49%	2.79%	-0.57%	4.67%
Senior Secured	-28.58%	48.89%	13.51%	2.97%	15.68%	7.66%	2.95%	-0.31%	11.19%	5.10%	-3.15%	9.16%

Fuente: ICE Bank of America Merrill Lynch, Markit y Credit Suisse al 12 de diciembre de 2019. Para los activos del segmento financiero, se utiliza el índice financiero de High Yield (HEB0) de ICE Bank of America Merrill Lynch. Para el índice europeo de High Yield europeo se utiliza el ICE Bank of America Merrill Lynch Currency High Yield Constrained Index (HPC0, EUR cubierto). Para los préstamos senior europeos, se utiliza el Credit Suisse Institutional Western European Leveraged Loan Index: Non-US-Denominated. Para los CLO, se utiliza CLO con clasificación BBB. Para CDS Xover, se utiliza Markit iTraxx EUR. Para periodos de corta duración se utiliza, ICE Bank of America Merrill Lynch 1-3yr BB-B US Cash Pay Fixed Mat HY constr (J14H). Para senior garantizado, se utiliza ICE Bank of America Merrill Lynch BB-B Global HY Secured (HW4S). **El rendimiento presentado es histórico. Los rendimientos obtenidos en el pasado no constituyen una referencia fiable de los rendimientos futuros y puede ocurrir que los inversores no recuperen la cantidad total invertida. El valor de su inversión puede subir y bajar, y podría perder parte o todo el dinero invertido.**

Los subfondos citados forman parte de la SICAV Nordea 1, una sociedad de inversión colectiva de capital variable luxemburguesa (Société d'Investissement à Capital Variable) constituida y debidamente autorizada conforme a las leyes de Luxemburgo, de acuerdo con lo establecido en la Directiva Europea 2009/65/CE del 13 de julio de 2009, y registrada en el registro oficial de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV bajo el número 340 para su comercialización pública en España. **El presente documento es material publicitario** y no divulga toda la información relevante relativa a los subfondos. Cualquier decisión de inversión en los subfondos deberá realizarse sobre la base de la información contenida en el último folleto informativo y del Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID) actualizado, que se pueden solicitar de forma gratuita, junto con el último informe anual y semestral, en versión electrónica en inglés y en el idioma del país en el que la citada SICAV se encuentra autorizada para su distribución, a Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg o en la dirección de cada uno de los distribuidores autorizados de la SICAV. El agente representativo es Allfunds Bank S.A.U., C/ de los Padres Dominicos, 7, ES-28050 Madrid, España. La lista completa de los distribuidores autorizados está disponible en la página web de la CNMV (www.cnmv.es). La entidad depositaria de los activos de la SICAV es J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. Inversiones en instrumentos derivados y operaciones que lleven aparejadas un cambio de divisa, pueden verse sometidas a fluctuaciones en las cotizaciones que pueden influir en el valor de una inversión. **Las inversiones realizadas en mercados emergentes implican un mayor elemento de riesgo. El valor de las acciones no está asegurado y puede variar sustancialmente como resultado de la política de inversión del subfondo. Las inversiones en instrumentos de capital y de deuda emitidos por bancos corren el riesgo de estar sujetas al mecanismo de bail-in, como previsto por la Directiva Europea 2014/59/UE (lo que significa que los instrumentos de capital y de deuda podrían ser amortizados, asegurando pérdidas apropiadas por los acreedores no-garantizados de la entidad). Para más información sobre los riesgos asociados a estos subfondos, por favor consulte el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID), disponible tal y como se describe anteriormente.** Nordea Investment Funds S.A. ha decidido asumir los costes de análisis externo, lo que implica que dichos costes pasarán a estar cubiertos por las comisiones ya existentes (Comisiones de Gestión y/o Administración). Nordea proporciona únicamente informaciones sobre sus productos y no emite recomendaciones de inversión fundadas en circunstancias específicas. Publicado por Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, autorizada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier en Luxemburgo. Para más información consulte a su asesor financiero que le podrá aconsejar de manera independiente de Nordea Investment Funds S.A. Fuente (salvo indicación diversa): Nordea Investment Funds S.A. A menos que se estipule lo contrario, todas las opiniones aquí expresadas constituyen las de Nordea Investment Funds S.A. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá reproducirse ni divulgarse sin consentimiento previo y no podrá facilitarse a inversores privados. Las referencias a sociedades u otras inversiones mencionadas en el presente documento no podrán considerarse como una recomendación al inversor para comprar o vender, y sólo se incluyen a título informativo.