

Invirtiendo en un mundo que salda sus deudas

[@Victor Alvargonzález](#) - 09/10/2010 06:00h

Hace tres años tomamos una decisión estratégica: recomendar la inversión en fondos de renta fija privada de alta calidad crediticia. Todo empezó de forma oportunista: la crisis hizo que se dispararan los diferenciales entre lo que pagaban por emitir deuda empresas de máxima calidad crediticia y lo que pagaban los estados soberanos. En el mercado, un bono de Telefónica llegó a dar más de un 7% de cupón, y lo mismo se podría decir de empresas del mismo o incluso superior nivel de calificación crediticia. Era, simplemente, un chollo.

Con el paso del tiempo la acción oportunista se convirtió en apuesta estratégica. El planteamiento era muy simple: visto el estado de la economía después de la crisis, si algo era seguro para los años venideros, tanto si mejoraba la economía como si se estancaba, es que las empresas –y los hogares– iban a tener que reducir su nivel de endeudamiento. Antes de la crisis estaba de moda endeudarse. Ahora iba a ser lo contrario.

La estrategia sigue siendo válida porque el proceso no ha finalizado. Los bancos no están ni van a estar para muchas alegrías, y la consecuencia es que van a prestar menos dinero, es decir, que muchos empresarios verán -o seguirán viendo- cómo no les renuevan las líneas de crédito. O se hace en condiciones inaceptables. Y no sólo a empresas que vayan mal. Es un cálculo muy simple. Si en las economías avanzadas el crédito se contrae en, pongamos, un 30% -y no es una hipótesis demasiado pesimista- está claro que incluso a empresas solventes se les complicará el acceso al préstamo bancario.

Otras empresas, en lugar de por obligación reducirán su deuda por devoción. En general, el empresario no es un tipo alocado al que le guste lanzarse a tomar riesgos sin control, como los pintan en las películas. Una gran parte de nuestros clientes son empresarios, así que llevo más de quince años tratándoles y mi sensación es la contraria. En general son gente más bien prudente que sólo salta al ataque y aumenta su exposición al riesgo cuando ven una oportunidad muy clara. En el entorno actual, con una economía a la que lo mejor que les puede ocurrir a las economías avanzadas es que crezcan al 3% -y hablo a nivel global, no de España, donde no veremos esa cifra hasta dentro de mucho tiempo- no creo que haya muchos empresarios deseando ampliar sus recursos ajenos para aprovechar las

oportunidades que da el mercado. En los países emergentes sí, pero en Occidente lo dudo. Y no digamos si se vuelve a la recesión.

Recursos ajenos. Ahí está la palabra clave. Cuando las empresas reducen su endeudamiento mejoran su ratio recursos ajenos/recursos propios. En otras palabras: aumentan su calidad crediticia. Obviamente hablo de invertir en bonos de empresas que están funcionando razonablemente bien. Pese a la crisis, son muchas las compañías que se mantienen a flote e incluso que mejoran sus beneficios. Y su ratio de deuda. Y a menos deuda, mejor calificación crediticia. Y a mejor calificación crediticia, mejor cotización de sus bonos.

Llevamos tiempo repitiendo este “mantra” y obteniendo excelentes resultados recomendando este tipo de fondos **-resultados, por cierto, muy superiores a los obtenidos en cualquier depósito bancario-**, pero mantenemos que el proceso no ha finalizado, porque los procesos de desapalancamiento estructural corresponden a ciclos económicos largos. La reducción de deuda no es algo que se haga en un par de días, ni en las empresas, ni en las familias.

La diferencia es que ahora hay que afinar a la hora de elegir. Por poner un ejemplo: si vamos hacia la “japonetización” de la economía, entonces la calidad crediticia de los bonos que se adquieran debe ser muy alta. Las empresas de solvencia media o baja no sólo no se desapalancarán, sino que perderán calificación o quebrarán. En cambio, las más solventes y/o menos cíclicas podrán seguir reduciendo su deuda (recomiendo analizar cómo han funcionado este tipo de bonos en Japón durante su período de eterna recesión). En cambio, si la economía global evita el “modelo” japonés, lo adecuado es moverse en otro tipo de calificación crediticia, dependiendo de dónde, cuándo y cómo vuelva el crecimiento. También habrá que analizar cuáles son las duraciones adecuadas (plazos de vencimiento de los bonos en cartera), los países, los sectores y las divisas. Pero la idea fundamental es la misma: **el proceso de desapalancamiento está aquí para quedarse. Aprovéchelo.**

Víctor Alvargonzález, consejero delegado de **PROFIM**, [asesores patrimoniales](#)