

Mercado de Deuda Subordinada

Julio 2019

Nota dirigida por Paul Gurzal (Head of Corporate Credit) y Jérémie Boudinet (Gestor de carteras de Crédito Corporativo), La Française AM

Contexto

Las expectativas de inflación se están convirtiendo, una vez más, en una preocupación en Europa. Las perspectivas de inflación están cayendo bruscamente, y el objetivo de inflación del 2% parece poco realista a corto y medio plazo.



Fuente: Bloomberg, 03/07/2019

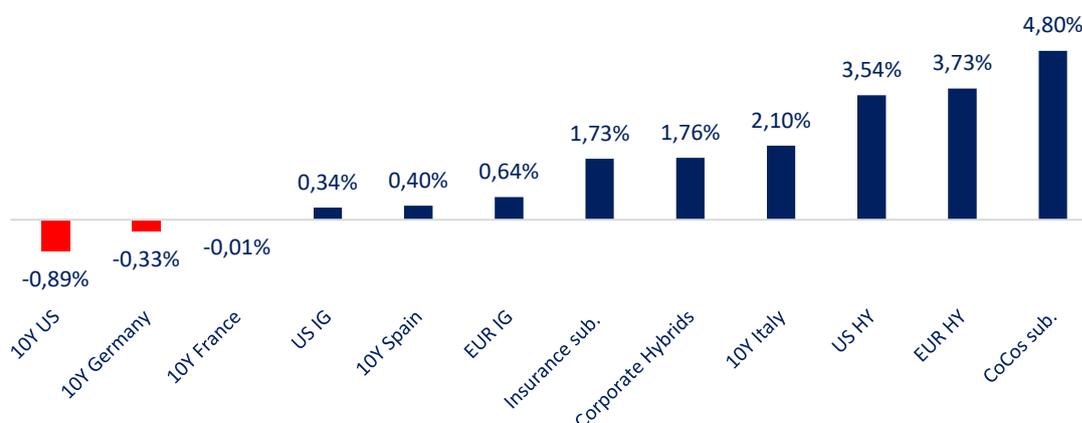
“En ausencia de mejoras, de manera que el retorno sostenido de la inflación hacia nuestro objetivo se vea amenazado, serán necesarios estímulos adicionales”.

“Usaremos toda la flexibilidad dentro de nuestro mandato para cumplir nuestro mandato, y lo haremos nuevamente para responder a cualquier desafío para la estabilidad de precios en el futuro”.

Mario Draghi, 17-19 junio 2019, Sintra

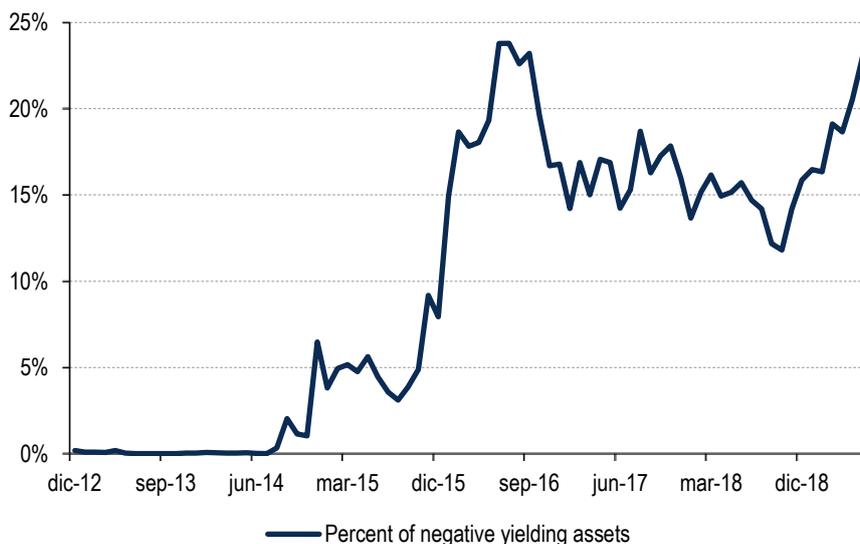
Los rendimientos de las clases de activos de renta fija se están viendo afectados por esta situación:

Rendimiento de activos de Renta Fija, en Euros



Fuente: Bloomberg, 28/06/2019, índices: USGG10YR index, GFRN10 index, GDBR10 index, GBTPGR10 index, COCO index, EB1N index, ENSU index, ER00 index, COA0 index, HE00 index, HOA0 index. Los índices de EEUU están cubiertos contra el riesgo de cambio con instrumentos a 3 meses (2.90%)

La búsqueda de rendimiento de los inversores continúa, con un 23% de los activos de renta fija que actualmente reflejan rendimientos negativos:



Fuente: BofAML, Índice GFIM (Global Fixed Income Index), junio 2019

Ante esta situación, intervendrán los bancos centrales.

El 18 de junio en el foro anual en Sintra, Mario Draghi reafirmó que el BCE Banco Central Europeo podría continuar su política monetaria acomodaticia como resultado de las cifras de expectativas de inflación. El Programa de Compra de Activos del BCE todavía tiene "margen considerable" y "los recortes adicionales en los tipos interés de referencia y las medidas de mitigación para contener cualquier efecto secundario", siguen siendo parte de las herramientas del banco central. Los inversores esperan un ajuste en la redacción de los mensajes del BCE en su próxima reunión del comité en julio, con el fin de preparar a los mercados para un recorte de 10 puntos básicos en la tasa de depósito en septiembre. Un sistema de tipos diferenciados es posible para limitar los impactos negativos en el sistema bancario. Se espera que el BCE mantenga las compras de activos como una opción en caso de que el entorno macroeconómico se deteriore.

Principales herramientas a disposición del BCE:

Medida	Descripción	Probabilidad	Eficiencia	Impacto en los diferenciales:		
				Investment Grade	High Yield	Deuda Subordinada
Forward Guidance	Herramienta de influencia del banco central que pronostica tasas de interés futuras					
Rebaja de Tipos de interés						
TLTRO	Operaciones de refinanciación a largo plazo - Otorga crédito a bancos					
Quantitative Easing	Medida no convencional - Compra de deuda					
Tiering	Esquema de niveles de depósito					
Transacciones sobre activos monetarios	Compra de bonos del gobierno en el mercado secundario					
Intervención en la divisa	Tipo de Cambio					



Very high



High



Medium



Low

Fuente: La Française, 28/06/2019

Mercado de Deuda Subordinada

El giro hacia una mayor flexibilidad dado por la política monetaria anunciado en junio (que debería ser plenamente efectivo en julio), tanto en Europa como en Estados Unidos provocó un **colapso en los rendimientos de los bonos**, tanto en bonos del gobierno como en el crédito investment grade (IG) (ver a continuación gráfico de la izquierda).

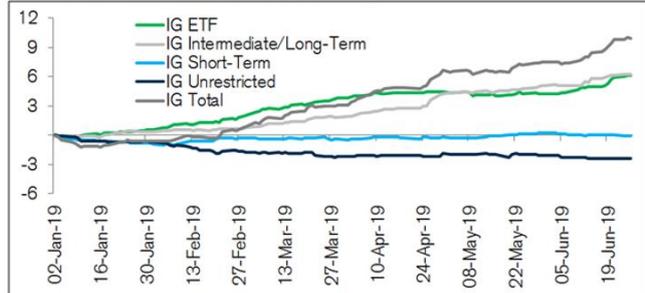
Al mismo tiempo, las curvas de diferenciales IG se aplanaron debido a la búsqueda de rendimiento por parte de los inversores. Los datos disponibles, de carácter público, indican que, hasta la fecha, los flujos de entrada en los fondos de IG son sustancialmente positivos. Esperamos que este entusiasmo siga aumentando.

IG yields have broken all-time lows



Fuente: Credit Suisse a fecha de 02/07/2019

European IG corporate bond - YTD flow by fund sub-type, €bn



En este contexto, y a pesar de las sólidas rentabilidades de los fondos de deuda subordinada durante el primer semestre del año, aún creemos que existen puntos de entrada atractivos.

Las primas de deuda subordinadas aún están muy lejos de sus puntos bajos de principios de 2018 (ver a continuación gráfico), ya que el diferencial promedio contra el índice de referencia de deuda subordinada de Credit Suisse CoCo fue de 402 pb al 2 de julio de 2019, en comparación con un mínimo de 258 pb en 26 enero 2018.

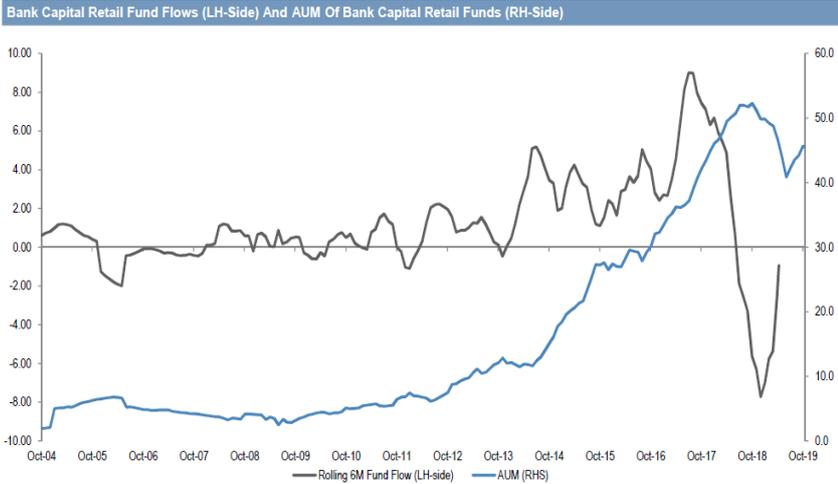
Evolución de los diferenciales de varias clases de activos subordinados (en pb) en euros



Fuente: Credit Suisse, Bloomberg, La Française. Datos a fecha de 02/07/2019

En cuanto a las tendencias del mercado, **aún no hemos visto un retorno significativo de los flujos en las clases de activos de deuda subordinada, a diferencia de Investment Grade** (ver el gráfico de JPMorgan más abajo). Estamos muy lejos de las considerables entradas registradas en 2017. Además, en términos de oferta, el mercado primario de AT1 (también conocido como CoCos), la deuda subordinada de compañías de seguros y el mercado de híbridos corporativos han madurado, y no esperamos una importante emisión neta, ya que una gran parte de las emisiones ahora se utilizan para pre-financiar futuras "calls". Los nuevos emisores en el grupo de CoCos europeos son raros, con las recientes excepciones de Leaseplan y Commerzbank. Este último colocó su primer AT1 CoCo denominado en USD el 2 de julio de 2019 con un cupón del 7% y atrajo más de \$ 10bn en pedidos, según Bond Radar para una emisión de \$ 1bn, lo que indica el gran apetito del mercado por nuevas emisiones.

Flujos de Fondos retail de capital bancario (sobre 6 meses) y evolución de activos bajo gestión



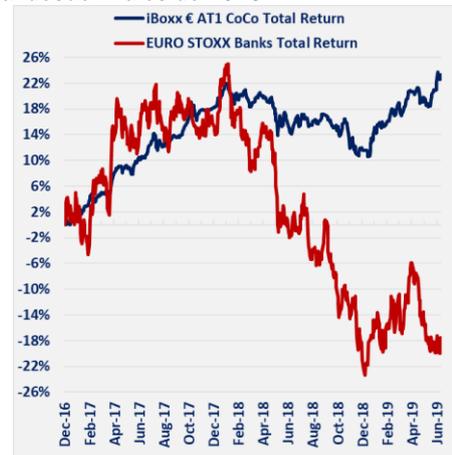
Fuente: JPMorgan

Sería correcto cuestionar el impacto en los bancos europeos de este tipo de entorno de renta fija, especialmente si asumimos que es probable que el Banco Central Europeo lance un nuevo programa de compra de activos. Podemos ver en el gráfico de la izquierda a continuación que la debilidad de la curva de rendimiento alemana es un factor a la hora de explicar la tendencia en el valor de las acciones de los bancos europeos. Sin embargo, el gráfico de la derecha muestra que, al mismo tiempo, la deuda subordinada de AT1 CoCo ha sido testigo de un sólido aumento en el rendimiento total, a pesar de que también ha sido emitido por los bancos europeos.

Gráfico de la izquierda: precios de las acciones de los bancos europeos frente a la curva de rendimiento alemana (2s / 10s)

Gráfico de la derecha: SX7E vs. iBoxx AT1 CoCo Index - Rendimiento total desde finales de 2016

Fig. 6: European banks' share prices vs German yield curve



Fuente: BNP Paribas, Macrobond, Bloomberg, Markit, La Française. Datos a fecha de 02/07/2019.

Esta falta de correlación, durante más de dos años, entre las acciones bancarias y los CoCos puede explicarse gracias a los siguientes factores, en nuestra opinión, es probable que continúe:

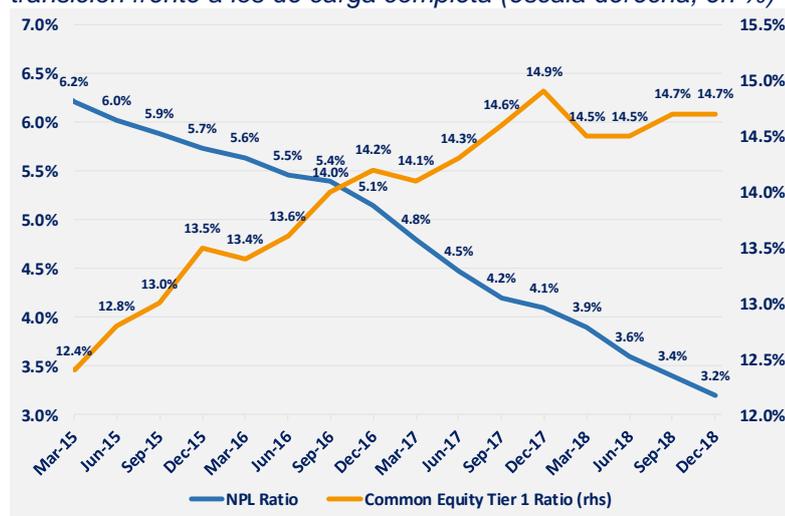
- Los accionistas son, generalmente, más sensibles a las repercusiones en los ingresos y en la rentabilidad de los movimientos de los tipos. Sin embargo, creemos que las medidas de apoyo del BCE incluyen también un factor positivo para los bancos, como las futuras operaciones de refinanciamiento de los TLTRO-III, que deberían ayudar a preservar las condiciones favorables de los préstamos bancarios, en particular para los bancos periféricos. También existe la posibilidad, todavía puramente teórica por el momento, de que el BCE reduzca su tasa de facilidad de depósito (escalonamiento de depósitos), e incluso extienda el QE a las compras de deuda bancaria senior.

- La rentabilidad de los bancos también se está viendo afectada por la persistencia de los elevados costes de estructura, especialmente debido al tamaño de las redes de la banca minorista en Europa, que cuentan con demasiadas sucursales. Además, las actividades de banca de inversión consumen una gran cantidad de capital propio, al igual que el mantenimiento de los préstamos improductivos en el balance. De este modo, los bancos buscan vender sus negocios y activos no rentables con el fin de aumentar su rentabilidad y sus ratios de capital. Los datos de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) de finales de 2018 indicaban un rendimiento medio de los fondos propios de los bancos europeos de sólo el 6,5% y un ratio medio de eficiencia del 64,6%, que no ha mejorado en los últimos años.
- Se espera que la presión reguladora sobre el capital social, continúe en los próximos años por dos razones clave: (i) la implementación gradual de la NIIF 9, que requiere que los bancos incrementen sus provisiones para futuros préstamos no rentables (este aumento de la provisión tendrá un impacto gradual en el índice Common Equity Tier 1) y (ii) la futura aplicación de los reglamentos finales de Basilea III, también denominada "Basilea IV". En teoría, estas regulaciones globales se ejecutarán a partir del 2022 según la normativa europea, pero los bancos europeos deben comenzar a prepararse ahora, porque algunas de ellas tendrán que aumentar significativamente sus índices de capital. El 2 de julio de 2019, la EBA publicó un estudio de impacto sobre este tema, que señala un déficit de capital total de € 135¹ mil millones para los bancos europeos en comparación con los requisitos esperados en la aplicación de Basilea IV. Por supuesto, los bancos tienen mucho tiempo para prepararse, pero para hacerlo, deben comenzar a apartar una parte de su ingreso neto, en lugar de usarlo para pagar dividendos o recomprar acciones. También observamos que el BCE y los reguladores nacionales aún mantienen la opción de ajustar los requisitos de capital en función de los niveles futuros de requisitos de capital, la calidad de los balances de los bancos y también la tendencia en el crecimiento de los préstamos (buffer anti-cíclico) que podrían aumentar aún más el coste de mantener los ratios de capital suficientemente altos

Los inversores en CoCo son generalmente menos sensibles a estas emisiones, o por lo menos, en menor medida si lo comparamos con la estabilidad financiera del sector bancario, el saneamiento de los balances y el aumento de ratio de capital. El cumplimiento de los requisitos de capital reglamentario es fundamental para minimizar el riesgo de impago de los cupones de CoCo.

Los datos de la ABE sobre los bancos europeos a finales de 2018 muestran que estos bancos siguen reduciendo la tasa de morosidad en sus balances (3,2% de media en el conjunto de Europa, con algunas disparidades significativas a nivel nacional), manteniendo al mismo tiempo unos elevados coeficientes de adecuación del capital.

Tasa media de morosidad de los bancos europeos (ABE, en %) y evolución de los coeficientes CET1 de transición frente a los de carga completa (escala derecha; en %)



Fuente: ABE. Datos a fecha de 31/12/2018

¹ <https://eba.europa.eu/-/eba-basel-assessment-sees-impact-driven-by-large-banks>

- Tras, el tan esperado Consejo de Supervisión, Deutsche Bank ha anunciado su importante plan de reestructuración.

Algunos rumores circulaban en los medios de comunicación, pero los detalles proporcionados son positivos para los inversores de bonos y en particular, para los bonos subordinados: "El banco espera tener capacidad de pago en los AT1 a lo largo de la fase de transformación", mientras que los dividendos se suspenderán durante dos años.

Se anunciaron varias medidas estratégicas para centrar las actividades con el fin de estabilizar el ratio de apalancamiento y optimizar la rentabilidad a largo plazo.

Aunque, persisten importantes riesgos de ejecución, estos anuncios van en la dirección correcta y podrían afectar positivamente al sector bancario europeo, teniendo en cuenta la posición sistémica del Deutsche Bank.

Conclusión

¿Cuáles son las conclusiones de estos diferentes argumentos?

- Creemos que las primas de deuda subordinada siguen siendo atractivas y presentan puntos de entrada atractivos. El estrechamiento del diferencial BTP-Bund es extremadamente positivo para toda la deuda subordinada, especialmente la deuda española e italiana.

- Esperamos que el mercado de deuda subordinada siga respaldado por la búsqueda de rendimiento de los inversores, ya que cada vez es más difícil de encontrar en el espacio del grado de inversión y aún más en los bonos del gobierno.

- Si bien la rentabilidad de los bancos se está reduciendo debido a los bajos rendimientos de los bonos del gobierno, creemos que los CoCos son menos sensibles que las acciones del sector bancario. Por otro lado, la presión del coeficiente de adecuación de capital regulatorio y la disminución gradual del riesgo sistémico en Europa son factores que apoyarán a los CoCos a largo plazo.

ESTE DOCUMENTO ESTÁ DESTINADO A INVERSORES PROFESIONALES SEGÚN DEFINIDO POR LA NORMATIVA MIFID II.

Se proporciona únicamente con fines informativos y educativos y no tiene la intención de servir como un pronóstico, producto de investigación o asesoramiento de inversión y no debe interpretarse como tal. No puede constituir un asesoramiento de inversión ni una oferta, invitación o recomendación para invertir en determinadas inversiones o para adoptar una estrategia de inversión. Las opiniones expresadas por el Grupo La Française se basan en las condiciones actuales del mercado y están sujetas a cambios sin previo aviso. Estas opiniones pueden diferir de las de otros profesionales de la inversión. Por favor tenga en cuenta que el valor de una inversión puede aumentar o disminuir y que las rentabilidades pasadas no son indicativas de rentabilidades futuras. Publicado por La Française AM Finance Services, con sede en 128 boulevard Raspail, 75006 París, Francia, empresa regulada por la Autorité de Contrôle Prudentiel como proveedor de servicios de inversión, n° 18673 X, filial de La Française. La Française Asset Management es una sociedad de gestión acordada por la AMF bajo el n° GP97076 el 1 de julio de 1997. Para más información, consultar las webs de las autoridades: Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org.