

Aprendiendo a vivir sin la ejecución de las calls de los CoCos

15 | 03 | 2022

Durante las últimas semanas han surgido varias preguntas acerca de:

- 1.- Si no se van a ejecutar las calls en los CoCos AT1 en los próximos meses y
- 2.- Si los tipos/yields más altos eran un obstáculo para la refinanciación de los CoCos AT1.

Nuestras respuestas a estas preguntas son:

1. - **Sí, es de esperar que existan posibilidades de no ejecutar las calls, así que en realidad no se trata de ninguna sorpresa y**
- 2.- **No, lo que importa es el spread de los CoCos, no su yield o el nivel de los tipos de base.**

A continuación, explicamos por qué la no ejecución de las calls va a ser cada vez más común y por qué no es un obstáculo para la rentabilidad de los bonos, ni para su carry.

1/ ¿Cómo funcionan las calls en los CoCos AT1?

a/ Las características económicas de la ejecución de una call de un CoCo

Los CoCos AT1 son instrumentos reguladores que cuentan como capital de Tier 1 (de ahí su nombre) y que necesitan la autorización del regulador del banco para poder ser “calleados”. Básicamente, los bonos sólo pueden callearse si ya han sido refinanciados a un coste inferior o similar o si el banco los ha sustituido por una cantidad equivalente de capital de mayor calidad (es decir, common equity). Por lo tanto, el emisor no tiene ningún incentivo directo para callear el bono si no ha sido sustituido por un instrumento de capital similar.

Los emisores suelen esforzarse por callear sus CoCos siempre que pueden, a veces hasta 6 ó 12 meses antes de una próxima fecha de call. Su intención es asegurar la financiación de un nuevo bono a un coste similar o inferior al del instrumento existente, al tiempo que tranquilizan a los inversores sobre el ejercicio de call de su CoCo actual. Santander no pudo refinanciar uno de sus CoCos en el primer trimestre del 2019 y, por lo tanto, tuvo que prorrogarlo (finalmente lo calleó cuando pudo refinanciarlo a un coste inferior). **La no ejecución de las calls suelen producirse durante o después de un periodo de estrés en el mercado, cuando los emisores no pueden acceder adecuadamente a los mercados primarios a un coste razonable.** Eso es lo que ocurrió durante la crisis sanitaria, cuando Deutsche Bank, Aareal Bank y Lloyds Banking Group decidieron no callear sus respectivos CoCos AT1 durante el segundo trimestre de 2020. Para evitar la posible fluctuación de precios en una próxima call, varios emisores han incluido en su documentación la posibilidad de callear a los bonos durante un período de 6 meses en lugar de en un día específico. Se trata de un ajuste de la documentación que se agradece, pero que solo se aplicará a las emisiones cuyas fechas de call sean lejanas a las actuales, ya que este cambio se introdujo por primera vez en 2019.

Desglose de las calls y no-calls de los AT1 de los bancos europeos ¹

	2018	2019	2020	2021	2022
Number of bonds	4	13	22	18	22
- called	4	12	19	18	9
- not called	0	1	3	0	0
% called	100%	92%	86%	100%	41%
Total amount of AT1s called (\$bn)	6.475	15.2	23.8	24.3	7.7

¹ Fuentes: Bloomberg, La Française. Datos al 15/03/2022.

b) Los spreads importan, los tipos no

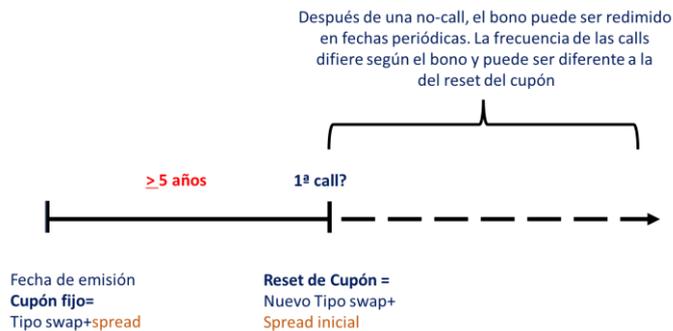
Ahora abordemos el **por qué los tipos y las yields no son realmente relevantes para el ejercicio de las calls en los CoCos**. Los bancos gestionan su balance sobre una base de tipo variable. Esto significa que la mayoría de los activos y pasivos a tipo fijo, si no todos, suelen ser intercambiados (swap) a una base variable. **El banco no piensa en términos de yield para determinar si debe o no callear un bono, sino más bien en términos de spreads, ya que el componente de tipo se intercambia sistemáticamente.** La importancia de la call se convierte así en una cuestión de determinar cuál es la opción más barata entre la refinanciación (es decir, la emisión de un bono con un nuevo spread sobre el tipo swap) o el mantenimiento del existente, cuyo cupón se reajustará con una fórmula establecida.

Los CoCos se emiten con un cupón fijo hasta la primera fecha de call, que es la suma de un componente de tipo y un spread sobre este tipo. Para simplificar nuestra demostración, digamos que el componente del tipo es el tipo swap a 5 años para la divisa de emisión². Basta con añadir el spread a la emisión para obtener la yield a la emisión (y la yield a la emisión equivale al cupón, si el precio de emisión es del 100%). La documentación de todos los CoCos es similar en lo que se refiere al componente del spread: siempre es el spread sobre el swap en la emisión el que se utilizará para el reajuste del cupón si el bono no se callea (a menudo se denomina "reset spread" o "back-end spread"). En otras palabras: **el cupón después de la no-call = el tipo del swap + el spread a la emisión.**

A modo de ejemplo, el **CoCo denominado en euros, Raiffeisen Bank International (RBI)**, con call en diciembre de 2022 tiene actualmente un cupón fijo del 6,125% hasta su primera fecha de call. En el momento de la emisión en 2017, este cupón se había determinado como el tipo swap a 5 años de entonces + un spread del 5,954% sobre este tipo, lo que equivalía a una yield/cupón del 6,125%. Para determinar si RBI será capaz de callear este bono, hay que comparar el coste teórico de emitir un nuevo CoCo en las condiciones actuales del mercado frente a dejar que el CoCo existente no sea calleado y que su cupón se reajuste de la siguiente manera: el tipo swap a 5 años en la fecha de call + el spread en el momento de la emisión (es decir, 5,954%). Con el tipo swap a 5 años actualmente en +0,75% (en el momento de escribir este artículo, según Bloomberg), esto daría un cupón teórico de aproximadamente el 6,7% (sujeto al nivel en el que el tipo swap cotice en diciembre de 2022). En el caso concreto de este bono, el cupón sólo se puede reajustar cada cinco años, mientras que el bono será calleable cada 6 meses después de la primera fecha de call. De nuevo, el spread en el momento de la emisión es el que se utilizará obligatoriamente, en cualquier caso, como "reset spread" en la fórmula del cupón. **Para que este bono sea calleado, el RBI tendría que ser capaz de fijar el precio de un nuevo CoCo con un coste cercano o inferior al de su actual bono después del reajuste. Estas condiciones no pueden cumplirse de forma realista en este momento, de ahí el descuento del precio por debajo de la par.**

² Para casi todos los AT1 denominados en euros, el componente del tipo utilizado por los bancos es el tipo swap a 5 años (EUSA5 en Bloomberg), independientemente de la fecha de compra del bono. Para los CoCos denominados en dólares, existen principalmente dos bases de tipos utilizadas por los emisores de todo el mundo: el tipo swap a 5 años de EE.UU. (USSW5) y el tipo de vencimiento constante del Tesoro a 5 años (H15T5Y). Existen excepciones para varios bonos, según el emisor o su país de emisión.

Ilustración simplificada de cómo funcionan las calls y el reajuste de los cupones en los CoCos AT1



Fuente: La Française

Esto muestra cómo evaluamos las posibles calls frente a las no-calls para los CoCos AT1: comparando los niveles actuales de spread sobre el tipo de swap con el llamado "reset spread" (es decir, el spread que será la base de la fórmula del cupón de reajuste). Esta es la razón por la que el nivel de las yields no es realmente significativo en sí mismo. Los bancos piensan en términos de spread, y lo mismo deberían hacer los inversores en CoCos.

Una forma simplificada de evaluar la opción de calls de un CoCo sería comparar su spread actual (ya sea el I-Spread o el Z-Spread) con el "reset spread". **Si el Z-Spread actual (es decir, el nivel de negociación) está por encima del "reset spread", la opción de call puede considerarse out-of-the-money.** Y si se quiere simplificar aún más, digamos que si el precio del bono cotiza por debajo de la par (100%), entonces la opción de call está out-of-the-money, independientemente de lo lejos que esté la fecha de call. La realidad es algo más compleja, pero así es como la mayoría de los CoCos han estado cotizando durante los últimos cinco años aproximadamente.

2/ El estado actual del mercado de los CoCos

a/ Próximas calls

Información sobre el mercado de los CoCos europeos calleables antes del cierre del primer semestre del 2021, clasificados según su próxima fecha de call³

Issuer	Currency	Call date	Coupon	Mid price	Reset spread	Call announcement ?
SWEDBANK AB	USD	17/03/2022	6	100.061	410.6	Yes
DNB BANK ASA	USD	26/03/2022	6.5	100.055	508	Yes
CAIXA GERAL DE DEPOSITOS	EUR	30/03/2022	10.75	100.332	1092.5	Yes
STANDARD CHARTERED PLC	USD	02/04/2022	7.5	100.295	630.1	Yes
DANSKE BANK A/S	EUR	06/04/2022	5.875	100.299	547.1	Yes
ING GROEP NV	USD	16/04/2022	6.875	100.261	512.4	Yes
BANCO SANTANDER SA	EUR	25/04/2022	6.75	100.601	680.3	Yes
DEUTSCHE BANK AG	EUR	30/04/2022	6	100.325	469.8	Yes
AAREAL BANK	EUR	30/04/2022	6.641	97.647	718	Not yet
SKANDINAVISKA ENSKILDA	USD	13/05/2022	5.625	100.329	349.3	Yes
BANCO DE SABADELL SA	EUR	18/05/2022	6.5	100.215	641.4	Not yet
BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	EUR	24/05/2022	5.875	100.405	577.9	Not yet
UNICREDIT SPA	EUR	03/06/2022	9.25	101.217	930	Not yet
BNP PARIBAS	EUR	17/06/2022	6.125	100.538	523	Not yet
SANTANDER UK GROUP HLDGS	GBP	24/06/2022	7.375	100.176	554.3	Not yet
CAIXABANK SA	EUR	18/07/2022	6	100.504	581.9	Not yet
BARCLAYS PLC	GBP	15/09/2022	7.875	101.116	609.9	Not yet
HSBC HOLDINGS PLC	EUR	16/09/2022	5.25	100.234	438.3	Not yet
BANCO DE SABADELL SA	EUR	23/11/2022	6.125	99.295	605.1	Not yet
VIRGIN MONEY UK PLC	GBP	08/12/2022	8	100.86	652.66	Not yet
SHAWBROOK GROUP	GBP	08/12/2022	7.875	96.369	675.2	Not yet
RAIFFEISEN BANK INTL	EUR	15/12/2022	6.125	80.6	595.4	Not yet
BARCLAYS PLC	GBP	15/03/2023	7.25	101.328	673.86	Not yet
HSBC HOLDINGS PLC	USD	23/03/2023	6.25	99.435	345.3	Not yet
STANDARD CHARTERED PLC	USD	02/04/2023	7.75	102.676	572.3	Not yet
IBERCAJA BANCO SA	EUR	06/04/2023	7	101.346	680.9	Not yet
DEUT PFANDBRIEFBANK AG	EUR	28/04/2023	5.75	97.048	538.3	Not yet
UNICREDIT SPA	EUR	03/06/2023	6.625	101.363	638.7	Not yet
LLOYDS BANKING GROUP PLC	GBP	27/06/2023	7.625	100.68	528.66	Not yet

Los precios de los CoCos AT1 han sufrido durante estos últimos meses y, en consecuencia, sus spreads se han visto afectados. Hay varias emisiones cuyas calls vencen en los próximos trimestres y que aún no han sido refinanciadas. **Algunas se están negociando por debajo de la par, por lo que se descarta la posibilidad de no poder ejercer la call** (Aareal Bank, Raiffeisen, Banco Sabadell, Deutsche Pfandbriefbank...)

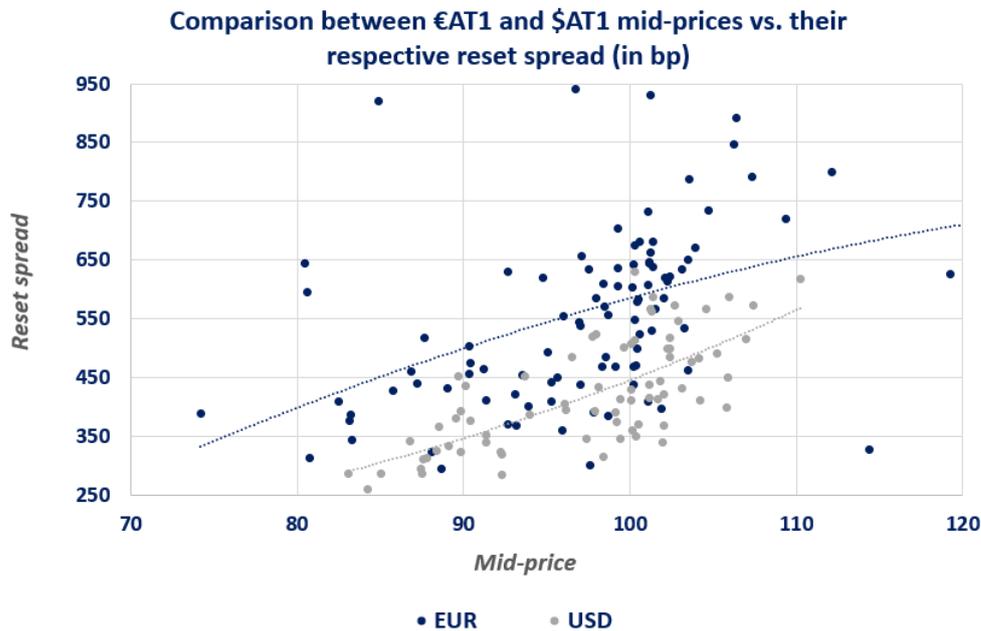
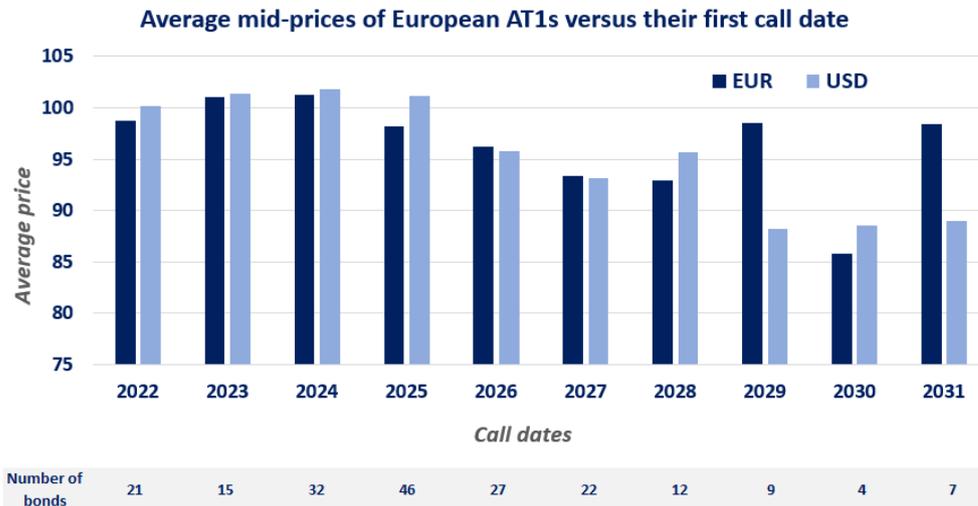
Otros cotizan cerca o por encima de la par, porque ya han sido refinanciados o los inversores han dado más tiempo al emisor para hacerlo antes de que se acerque la fecha de call (BBVA, BNP Paribas, HSBC...). Algunos bonos tienen cupones y "reset spreads" tan elevados, que su opción de call sigue pareciendo una opción válida (Por ejemplo, el caso de UniCredit 9,25% con call junio 2022 con un spread de reajuste del 9,30%) y los inversores podrían sentirse cómodos con el hipotético cupón de "reset".

El objetivo de este documento no es evaluar la probabilidad de call de un CoCo u otro, sino exponer que el mercado espera que varias calls de CoCos no sean ejercidas. La cuestión es, por lo tanto, ¿afectará la no ejecución de las calls a las valoraciones de otros bonos?

³ Fuentes: Bloomberg, La Française. Datos a 15/03/2022. Los precios son puramente indicativos.

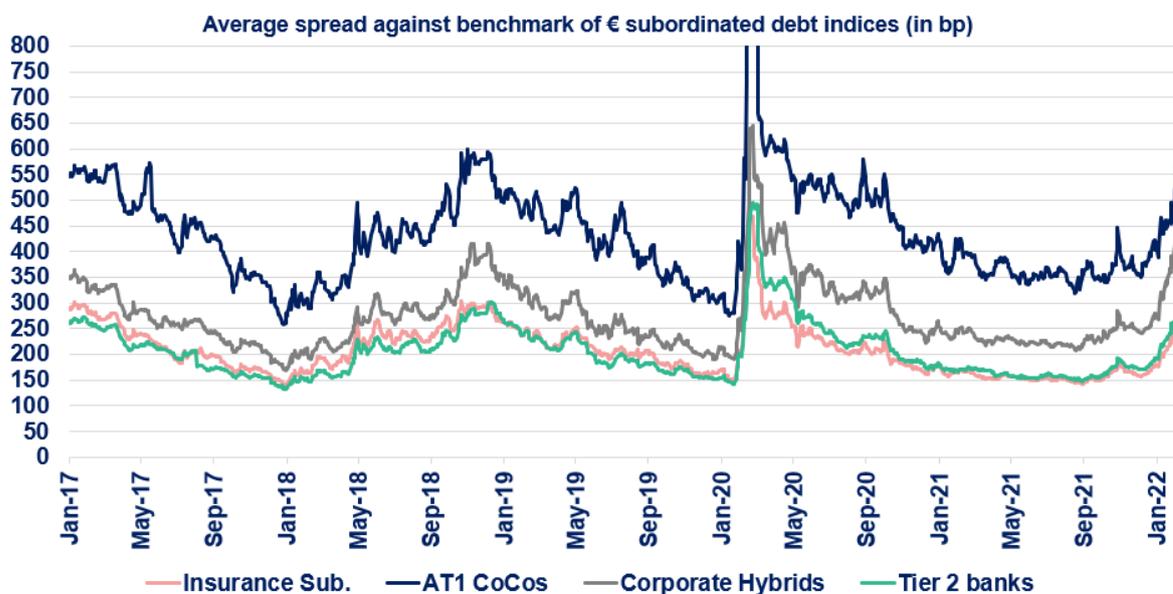
b/ Las probabilidades de no-calls están ya incluidas en los precios actuales de los CoCos.

La respuesta a la pregunta anterior es no, en nuestra opinión. Las no-calls están incluidas en las valoraciones actuales de los CoCos. Esto se refleja en los precios (cuando cotizan por debajo de la par) y en sus spreads (cuando su Z-Spread cotiza por encima del "reset spreads" del bono). Como es lógico, las calls sólo pueden confirmarse cuando son anunciados por los emisores (normalmente entre tres meses y un mes antes de la fecha de vencimiento), pero los mercados consideran que una call es "segura" cuando el par (100%) actúa como precio base.



Fuentes: Bloomberg, La Française. Datos a 15/03/2022. Los precios son puramente indicativos

Hoy en día, la mayoría de los CoCos se negocian por debajo de la par, y el precio medio de los CoCos tiende a disminuir a medida que la fecha de call se aleja (véase el gráfico anterior). Esto puede explicarse por el hecho de que las emisiones nuevas de AT1 (emitidas en el segundo semestre del 2021 y enero del 2022) suelen tener unos “reset spreads” más bajos que la media, mientras que sus fechas de call son más lejanas. Podemos observar que **existe una correlación entre el “reset spread” y el precio de un bono: cuanto más bajo sea el “reset spread” (es decir, la probabilidad de ser calleado), más bajo será su precio (véase el gráfico anterior).** Esta situación ha llegado a un punto, en el que las probabilidades de call, en ocasiones, importan mucho más que el riesgo crediticio de un emisor, a la hora de determinar la volatilidad de un CoCo.

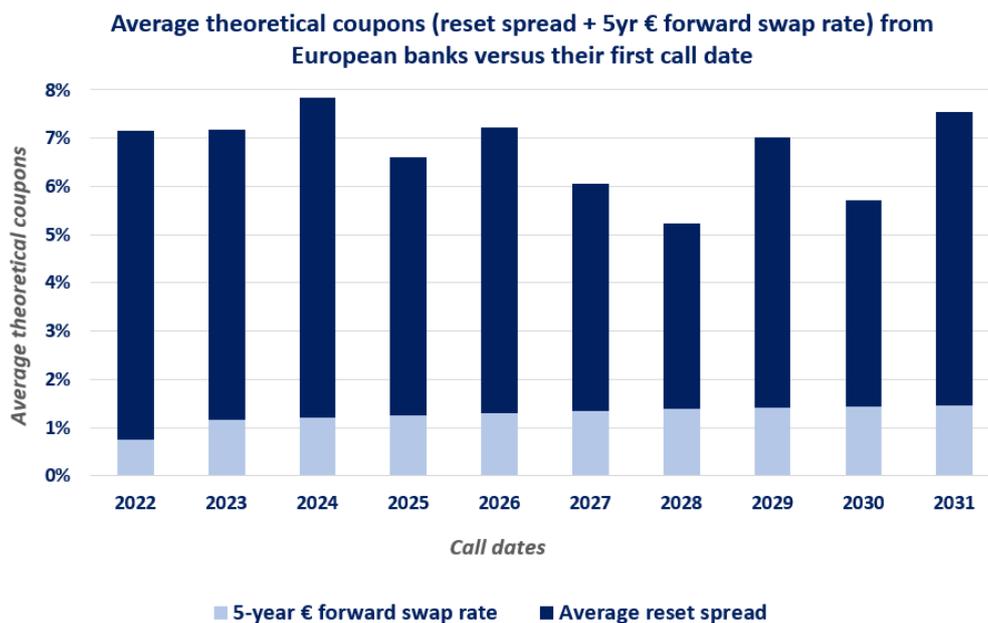


Nota: Los spreads están expresado con respecto a un tipo de interés medio estatal y no se expresan con resto al tipo de swap.
Fuentes: Crédit Suisse, La Française, Bloomberg. Datos a 14/03/2022.

Dado que las valoraciones actuales ya incluyen un descenso en las probabilidades de call debido a los elevados spreads actuales de los AT1, **las probabilidades de call pueden mejorar si los spreads se recuperan de forma generalizada para todo el segmento.** De lo contrario, las opciones de call se ejercerán bajo una base puramente económica, lo que debería de favorecer a los bonos existentes, en el caso de que se negocien por encima de la par. Sin embargo, esto no significa que los bonos que se negocien por debajo de la par vayan a sufrir cuando llegue su fecha de call. En nuestra opinión, los precios deberían ajustarse de antemano a la próxima fórmula del cupón para reflejar el componente de carry intrínseco. En otras palabras, **la no-call no hace que el carry de un bono desaparezca, lo que explica por qué los precios se ajustan previamente al reajuste del cupón.** El CoCo AT1 de Aareal Bank, cuya próxima fecha de call es el 30 de abril, cotiza al 97,5% a fecha de hoy (precio medio indicativo en Bloomberg) y, por tanto, refleja un margen de spread de 735bps, lo que equivale a un YTM del 7,2%.

Cuando el Banco Santander no ejerció la call de su CoCo en el año 2019, no hubo impacto alguno en el mercado. El mercado estuvo valorando ese hecho como un riesgo intrínseco de dicho bono, y no de la clase de activo. **Esto es lo que podemos esperar en los próximos meses: algunos bonos no ejercerán su opción de call y no se debería esperar ningún impacto en el mercado (fuera de algunos titulares de noticias).** En realidad, el mercado europeo de CoCo se está convirtiendo en un mercado como el de los bancos estadounidenses de Tier 1 (también conocido como Preferreds), cuyos bonos se negocian únicamente sobre la base de las características económicas de la call.

c/ El carry será la clave



Nota: Para esta ilustración solamente hemos usado los CoCo denominados en euros, que están clasificadas por su fecha de call. Fuentes: La Française, Bloomberg. Datos a 15/03/2022. Los precios son puramente indicativos.

En el gráfico anterior, hemos recopilado los cupones medios teóricos de los CoCos denominados en euros, en el caso de que NINGUNO DE ELLOS ejerciera la call en su primera fecha de call. Hemos utilizado los tipos de swap a plazo denominados en euros, junto con los "reset spreads" medios, para mostrar que **los inversores seguirían obteniendo cupones por encima del 6-7% en las próximas emisiones. Esto puede verse como límite mínimo del carry que puede obtener estos productos.** Esto sirve para demostrar que ejercer las calls equivale efectivamente a la reducción del carry medio teórico en el segmento, ya que las calls sólo pueden obtenerse con un spread más bajo.

En definitiva, creemos que es necesario tratar las no-calls como lo que deben ser: eventos no significativos para el segmento. Los matices de la ejecución de las calls repercutirán en los precios, en el momento de la emisión de los los CoCos, pero definitivamente no son una cuestión reputacional para el emisor. Actualmente, la valoración de los CoCos y sus probabilidades de call es un arte más que una ciencia y, los inversores en CoCos como La Française Asset Management, puede seguir añadiendo valor seleccionando bonos que pueden no ser calleados, pero cuyo carry o convexidad de precios puede seguir siendo relevante para una cartera.

Conclusión: algunos CoCos no ejercerán la call en su primera fecha de convocatoria. Este hecho no deberá causar conmoción. No esperamos ninguna reacción real del mercado, ya que la mayoría de no-calls de los CoCos están actualmente incluidas en los precios. Hay que recordar que los CoCos siguen siendo un producto de carry y el hecho de que no se ejecuten las calls significa que todavía tienen un carry razonable en el nuevo cupón. De no ejecutarse ninguna call de los CoCos en el segundo semestre del 2022 y 2023, seguiríamos obteniendo al menos un cupón del 6-7% de media para los bonos recién reajustados, lo que seguiría siendo muy positivo, en nuestra opinión.

Por favor, no dude en ponerse en contacto con nuestro equipo si desea cualquier información adicional sobre los CoCos AT1, sobre cómo operamos con ellos y de cómo los incorporamos en nuestras carteras de nuestros fondos de deuda subordinada.

Jérémie Boudinet, Gestor de Crédito.

Este documento está destinado a inversores profesionales de acuerdo con la Directiva MiFID II.

La información contenida en este documento no constituye en modo alguno una oferta o solicitud de inversión, ni tampoco un consejo de inversión o una recomendación sobre inversiones específicas. El valor de las inversiones y de los ingresos puede fluctuar (lo que puede deberse en parte a las fluctuaciones de los tipos de cambio), y es posible que los inversores no recuperen la totalidad del capital invertido. La información, las opiniones y las cifras se consideran fundadas o exactas en la fecha de su elaboración. Se insta a los posibles suscriptores a que revisen con detenimiento y de forma independiente la documentación legal y comercial, incluido el último folleto (que debe leerse antes de invertir), el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID, disponible en AT, ES, DE, IT, CH, NL) y los informes anuales y semestrales, especialmente en lo que respecta a los riesgos que entraña, y a que soliciten el asesoramiento profesional adecuado cuando proceda (incluidos los aspectos normativos y fiscales) con el fin de determinar la capacidad del producto para alcanzar los objetivos de inversión predefinidos.

En relación con la estrategia de inversión mencionada en esta comunicación, se han publicado el último folleto, el Documento de Datos Fundamentales para el Inversor (KIID) y los informes anuales y semestrales (cuyas últimas versiones están disponibles gratuitamente en: <https://www.la-francaise.com/en-fr/what-we-do/our-products/>, en contactvaleurmobiliere@lafrancaise-am.com or en nuestros agentes de pago locales que contienen toda la información necesaria sobre el producto, los costes y los riesgos que pueden presentarse

- **España:** Allfunds Bank SA, Calle de Los Padres Dominicos, 7 28050 Madrid Spain



LA FRANÇAISE
investing together