LA FRANÇAISE
investing together

Jean-Luc HIVERT, responsable de inversiones de La Française AM

Como en crisis anteriores, la situación actual no se presta particularmente para la toma de riesgos. Sin embargo, creemos firmemente en nuestro esfuerzo por analizar y evaluar calmadamente los niveles de valoración e identificar oportunidades que, como todos sabemos, si logramos aprovechar en estos momentos de turbulencia, constituirán los motores principales de nuestras rentabilidades futuras.

Desde este punto de vista, observamos que algunos mercados comienzan a mostrar signos de capitulación: Esto explica las valoraciones actuales del mercado de AT1 Cocos que, en nuestra opinión, parecen demasiado castigados dados los fundamentales de los mismos.

Sin querer subestimar los importantes impactos de la crisis que vivimos actualmente, los programas de estímulos anunciados por los diferentes gobiernos de la Eurozona, así como las últimas medidas del Banco Central Europeo muy probablemente tengan un impacto positivo en el mercado de crédito. Los anuncios del BCE el 18 de marzo apoyan aún mas esta tesis. Asistiremos a más 'intervencionismo' en vez del tradicional 'laissez faire' con el fin de reavivar la economía lo más rápido posible y como todos sabemos, el sistema financiero constituye el canal esencial de transmisión de la política monetaria hacia la economía real y por tanto, tendrá que ser preservado a todo coste.

Los Bancos Europeos han venido evolucionando a lo largo de la última década en un ambiente caracterizado por una mayor regulación que ha favorecido substancialmente el refuerzo de sus niveles de solvencia en detrimento de los dividendos a sus accionistas. A parte de tener muy altos niveles de capital, el sistema financiero europeo también ha tenido un risk Management prudente que ha dejado poco espacio para los 'moral hazards' del pasado y los ha dejado muy bien preparados en caso de que las políticas acomodativas llegaran a su fin.

Por estas razones, el mercado de deuda subordinada constituye actualmente una de nuestras mayores convicciones al interior del mercado de crédito dadas las increíblemente bajas valoraciones comparadas con los bajos niveles de riesgo de crédito (*defaults)* del sector.

MERCADO DE DEUDA SUBORDINADA

En los últimos días ha continuado la distorsión de la valoración en el mercado de crédito, agravada por la escasez de liquidez, ya sea en la deuda subordinada, el High Yield o incluso el Investment Grade, donde los precios no siempre han reflejado adecuadamente la realidad del mercado. En lo que respecta a la deuda subordinada, estamos alcanzando niveles sin precedentes que no tienen ningún sentido económico, ni en términos absolutos ni relativos dentro de los propios segmentos. De hecho, los precios han caído, a menudo de forma indiscriminada, independientemente de la duración de los bonos, las calificaciones o los fundamentos de los emisores subyacentes, y algunos bonos se han vendido más rápidamente porque se consideraban "menos arriesgados" teóricamente o más líquidos en un momento dado.

Al cierre del 18 de marzo, los índices Markit iBoxx de deuda subordinada mostraban niveles muy altos de spreads y de Yield. El índice iBoxx EUR Contingent Convertible (CoCos AT1) registró así un spread medio de 1509 pbs equivalente a una Yield del 14,5% bajo las hipótesis más conservadoras (*yield to worst*), mientras que dicho yield nunca había superado el 10% desde la creación del índice en enero de 2014 y se ubicaba en un 4,1% a finales de febrero de 2020. Si tomamos el índice iBoxx EUR Financials Subordinated, que hoy sólo está compuesto por deuda Tier 2, pero que antes también contenía deuda Tier 1 (no CoCos), tenemos que volver a abril de 2009 para encontrar este tipo de yields, en un sector bancario que no se parecía en nada al de hoy.

Es evidente que la actual crisis sanitaria, unida a la fuerte caída de los precios del petróleo, tendrá importantes consecuencias económicas, en particular para las empresas no financieras, a nuestro juicio, pero observamos que el mercado está haciendo oídos sordos a las innumerables medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales de todo el mundo. Entre ellas, destacamos las medidas anunciadas por el BCE para el sector bancario europeo que tienen por objeto aliviar temporalmente las restricciones de capital y promover el acceso a una liquidez amplia y barata. Los bancos han mejorado considerablemente sus coeficientes de capital en los últimos años y han mejorado notablemente la calidad de sus balances, en particular reduciendo los préstamos dudosos pendientes. En nuestra opinión, estamos muy lejos de los riesgos sistémicos que aún prevalecían a principios de 2016, cuando los bancos italianos y Deutsche Bank hacían temblar a todo el sector.

EL MERCADO DE COCOS

Centrándonos en el mercado de CoCos denominado en Euros, la mayoría del segmento se negocia ahora a precios entre el 50% y el 70%, con algunos bonos perdiendo más de 40 puntos en pocas semanas. Tomemos como ejemplo el banco holandés ABN Amro, calificado A1/A por Moody's y S&P, que se beneficia de muy buenos fundamentales y de una cómoda solvencia, ya que su coeficiente de adecuación del capital (Common Equity Tier 1) se situó en el 18,1% a finales de diciembre de 2019, lo que le permitió reflejar un colchón de capital reglamentario de 6.600 millones de euros, a una distancia cómoda del posible riesgo de impago de un cupón de su CoCo y de la intervención del regulador. Como resultado de las diversas reducciones decididas en los últimos días (derogaciones en cumplimiento del "Capital Conservation Buffer", reducción del "buffer" anticíclico al 0% y disminución del "buffer" sistémico al 1,5% en comparación con el 3% anterior), la distancia de ABN Amro con respecto a sus requisitos reglamentarios aumenta a 11.100 millones de euros, en igualdad de condiciones. Sin embargo, el diferencial del CoCo de ABN Amro con un cupón del 4,75% tiene ahora un diferencial de alrededor de 970 pb, es decir, un rendimiento del 9,9% para un rescate teórico en 2027, mientras que estos bonos están calificados como Ba1/BB+ por Moody's y Fitch. El precio de este bono se ha desplomado en 39 puntos en sólo un mes, y ahora incluye niveles considerables de riesgo, ya sea en términos de riesgo de extensión como de riesgo de impago de los cupones, aunque este riesgo todavía nos parece remoto.

NUESTRAS CONVICCIONES

Dada esta configuración, consideramos que los niveles actuales de la deuda subordinada europea, y más concretamente en CoCos, ofrecen puntos de entrada atractivos, incluso en un entorno macroeconómico deteriorado y todavía incierto sobre el impacto de la crisis de Covid-19, gracias a las medidas de apoyo anunciadas y potencialmente aún por venir por parte de los gobiernos y los bancos centrales, en particular con el lanzamiento del nuevo programa de compra de bonos del BCE de 750.000 millones de euros (conocido como PEPP), además de la dotación adicional de 120.000 millones de euros para el ya existente QE. En particular, vemos oportunidades en bonos cuyos precios han caído más (entre el 50% y el 70%) porque incorporan en sus precios probabilidades de

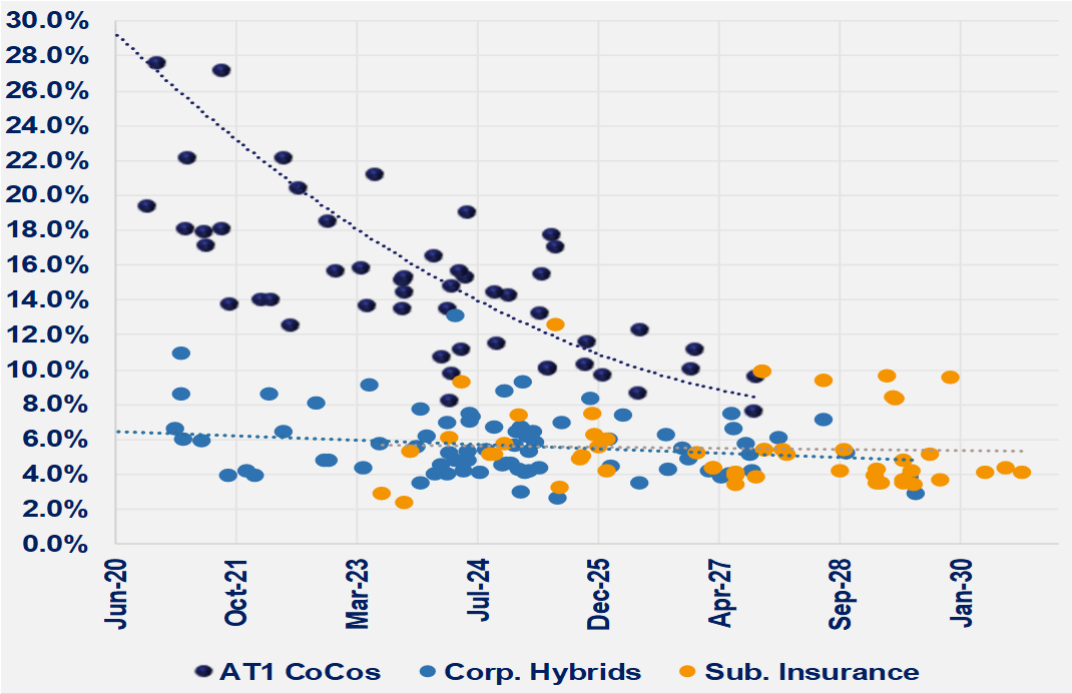
call (*relativamente bajas en nuestra opinión*) a la primera fecha de call y en cualquier caso relativamente distantes (*en la mayoría de los casos, de 4 a 7 años a partir de ahora*). Por ultimo, es importante destacar que incluso en estas condiciones extremas de mercado no impidieron que ING Group y SEB AB anunciaran esta semana que iban a ejercitar las call de sus CoCos denominados en USD, cuyos vencimientos están próximos, lo que demuestra que las probabilidades de call dependen evidentemente del interés económico del emisor, pero tambien de sus limitaciones reglamentarias y necesidades de refinanciación.

NUESTRA EXPERIENCIA EN LA FRANÇAISE NAVEGANDO PASADAS CRISIS DE DEUDA SUBORDINADA

En La Française gestionamos deuda subordinada desde 2008 y hemos atravesado múltiples tormentas y experimentado múltiples cambios en los segmentos (*nacimiento de CoCos y Restricted Tier 1 de compañías de seguro, desarrollo del mercado de híbridos corporativos, etc*.). A lo largo de este tiempo, siempre hemos defendido y seguiremos favoreciendo los activos líquidos de los emisores de calidad y la granularidad dentro de nuestras carteras. Así pues, las calificaciones medias de los emisores de La Française Sub Debt y de La Française Global CoCo son "A-" y "A", respectivamente, mientras que los fondos contienen respectivamente 134 y 100 bonos cada uno, el 86% y el 74% en emisiones de bonos con un valor en circulación superior a 500 millones de euros (emisiones integradas en los *benchmark*), lo que suele darles una mejor liquidez que la de las emisiones más pequeñas.

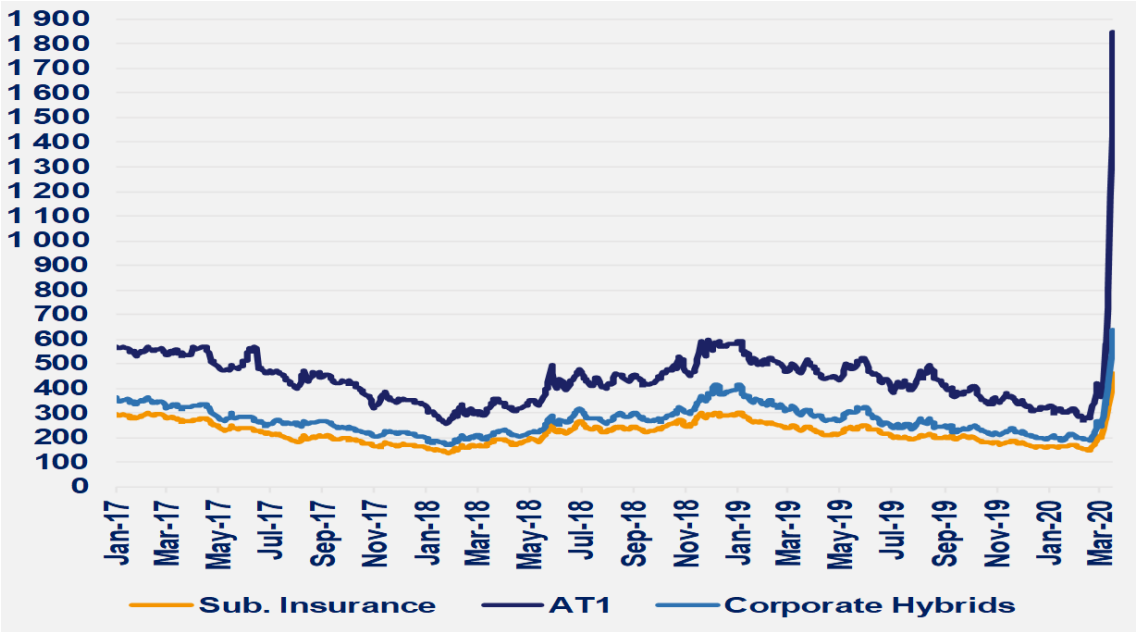
También sabemos cómo adoptar posiciones y opiniones firmes cuando los mercados son turbulentos, como lo demuestra nuestra mayor exposición a CoCos en febrero de 2016 en La Française Sub Debt, o nuestra decisión de no mantener el Legacy Tier 1 durante varios años, debido en particular a su menor liquidez. Hoy en día, creemos que las valoraciones de nuestros dos fondos de deuda subordinada ofrecen puntos de entrada muy interesantes. El Yield medio de La Française Sub Debt se ubicaba en 10,5% en EUR según las hipótesis más conservadoras (Yield to Worst), mientras que de La Française Global CoCo en Euros era del 12,6%, niveles históricos en términos absolutos que representan una oportunidad de mercado, siempre que podamos soportar niveles de alta volatilidad en los días siguientes.

Rentabilidades a las primeras fechas de call de una selección de bonos subordinados de Indices en EUR según la clase de activos subordinados (curvas de yield punteadas)



Fuentes del gráfico: Rendimiento al peor, definido según Bloomberg como "El rendimiento más bajo (basado en el precio medio) para todos los escenarios posibles de fecha de rescate"»

Variación de Spreads de los diferentes índices y segmentos de deuda subordinada denominada en euros (índices de Credit Suisse)



Contacto de prensa
A+A IMAGEN & COMUNICACIÓN
Tel +34 91 700 02 57 / +34 91 571 40 00
Rocío Fernández (rocio.fernandez@a-mas-a.com)
Aurora Echevarría (aurora.echevarria@a-mas-a.com)
Sandra Venero (sandra.venero@a-mas-a.com)

Disclaimer

El objetivo de La Française Sub Debt es lograr un rendimiento superior al 7% anual, en un horizonte de inversión recomendado de más de 10 años, mediante la exposición a deuda subordinada, con un perfil de riesgo específico diferente al de los bonos estándar. Creación del subfondo: 10/12/2018. El subfondo nace de la fusión por absorción del fondo de inversión colectiva La Française Sub Debt creado el 20 de octubre de 2008, con una estrategia idéntica y absorbido el 10/12/2018.Se informa a los inversores de que su capital no está garantizado y que puede no ser devuelto en su totalidad. Los principales riesgos son: el riesgo de tipos de interés, el riesgo de los tipos de crédito, el riesgo de contrapartida, los riesgos de las obligaciones convertibles, los riesgos de las acciones, el riesgo potencial de un conflicto de intereses. SRRI = 4 - tenga en cuenta que este cálculo se basa en datos históricos y puede no ser una buena indicación de los perfiles de riesgo futuros. Antes de realizar cualquier inversión, y para mayor información relacionada con los riesgos, consulte el folleto, disponible en francés e inglés, en nuestro sitio web: https://www.la-francaise.com/en-fr/what-we-do/our-products/.

La Française Sub Debt es adecuado para los inversores profesionales como se define a continuación. Los servicios de ejecución sólo pueden ser proporcionados a inversores profesionales. Los inversores retail quedan excluidos del mercado objetivo positivo. Los inversores profesionales tienen las siguientes características: buen conocimiento de los productos y transacciones financieras relevantes; experiencia en la industria financiera. La Française Sub Debt no es adecuada para los inversores retail, a menos que cuenten con asesoramiento de inversión profesional Y la inversión en La Française Sub Debt se realiza únicamente con fines de diversificación o si han firmado un mandato de cartera discrecional. Antes de realizar cualquier inversión, y para mayor información relacionada con los riesgos, consultar el folleto, disponible en francés e inglés, en nuestro sitio web: https://www.la-francaise.com/en-fr/what-we-do/our-products/.

El objetivo de La Française Global Coco es lograr un rendimiento neto de comisiones superior a su índice de referencia, el ICE BofA Merrill Lynch Contingent Capital EUR Hedged Total Return Index, en un horizonte de inversión recomendado de más de 5 años, mediante una mayor exposición a la deuda subordinada. La SICAV fue registrada a fecha 14/08/2018. Se creó mediante la absorción por fusión del FCP de multibonos moderados de La Française, creado el 18 de enero de 2001 (se convirtió en La Française Global Floating Rates a 13/08/2019). La composición de La Française Global Coco se creó a partir del 07/12/2018, tras la absorción por fusión del FCP La Française Global Coco (creado el 18/01/2017). Los principales riesgos son: riesgo discrecional, riesgo de crédito, riesgo de contrapartida, bonos convertibles, bonos contingentes, riesgo de liquidez, derivados, riesgo de tipos de interés, riesgo de sobreexposición, riesgo de volatilidad, valores especulativos, países no pertenecientes a la OCDE, riesgo de contrapartida, acciones preferentes, posible conflicto de intereses, riesgo legal. SRRI = 4 - tenga en cuenta que este cálculo se basa en datos históricos y puede no ser una buena indicación de los perfiles de riesgo futuros.

La Française Global CoCo es adecuada para inversores profesionales como se define a continuación. Los servicios de sólo ejecución sólo pueden ser proporcionados a inversores profesionales. Los inversores retail están excluidos del mercado objetivo positivo. Los inversores profesionales tienen las siguientes características: buen conocimiento de los productos y transacciones financieras

relevantes; experiencia en la industria financiera. La Française Global CoCo no es adecuada para los inversores retail a menos que cuenten con asesoramiento profesional en materia de inversiones Y la inversión en La Française Global CoCo es sólo para fines de diversificación o han firmado un mandato discrecional de cartera. Antes de realizar cualquier inversión, y para obtener más información sobre los riesgos, consulte el folleto, disponible en francés e inglés, en nuestro sitio web: https://www.la-francaise.com/en-fr/what-we-do/our-products/.

La información contenida en este documento no constituye un asesoramiento de inversión, una propuesta de inversión o cualquier tipo de recomendación para invertir en los mercados financieros. Las valoraciones aquí contenidas reflejan las opiniones de sus autores en el momento de su publicación y están sujetas a cambios en una fecha posterior. El Grupo La Française no podrá ser considerado responsable en ningún caso de las pérdidas directas o indirectas resultantes de la utilización de este documento o de la información que contiene. Este documento no puede ser reproducido, transmitido o distribuido a terceros, en su totalidad o en parte, sin el consentimiento previo por escrito del Grupo La Française. Publicado por La Française AM Finance Services, con sede en el 128 boulevard Raspail, 75006 París, Francia, empresa regulada por la Autorité de Contrôle Prudentiel como proveedor de servicios de inversión, nº 18673 X, filial de La Française. La Française Asset Management es una sociedad gestora acordada por la AMF con el número GP97076 el 1 de julio de 1997. Para más información, consulte los sitios web 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. Se proporciona únicamente con fines informativos y educativos y no pretende servir de previsión, producto de investigación o asesoramiento en materia de inversiones 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. Tenga en cuenta que el valor de una inversión puede subir o bajar y también que los resultados de rentabilidades pasadas no son indicativos de resultados futuros. Publicado por La Française AM Finance Services, con sede en el 128 boulevard Raspail, 75006 París, Francia, empresa regulada por la Autorité de Contrôle Prudentiel como proveedor de servicios de inversión, nº 18673 X, filial de La Française. La Française Asset Management es una sociedad gestora acordada por la AMF con el número GP97076 el 1 de julio de 1997. Para más información, consulte los sitios web 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.

Distribuidor local en España: La Française AM Iberia, Spain: Paseo de la Castellana 92, 28006 Madrid