

DEUDA SUBORDINADA

Dejar de lado las ideas preconcebidas

Redactado
03 | 11 | 2022

- **Las valoraciones y los fundamentales son guías insuficientes para determinar un punto de entrada en la deuda subordinada**
- **Tenemos que observar los movimientos de volatilidad en los tipos de interés, así como los flujos que se producen en los mercados de renta fija para hacernos una idea más clara.**
- **Por ahora, no consideramos que se den las condiciones para un repunte real.**

Cuando se le pregunta a un gestor de deuda subordinada -y más concretamente a un gestor de CoCos- si hay un punto de entrada en su clase de activos, su reacción es afirmar que:

- los fundamentales del sector bancario son buenos y resistentes;
- las valoraciones son atractivas.

Este argumento es necesario para juzgar si hay que invertir o no en la clase de activos, pero no cuenta toda la historia.

Los fundamentales son resistentes. El sector bancario europeo es sólido. Esto es cierto, y la temporada de resultados del tercer trimestre de 2022 lo ha demostrado una vez más: los ratios de capital son sólidos y elevados, y los ratios de insolvencia se mantienen muy bien. Sin embargo, eso es el pasado.

Varios indicadores europeos muestran un aumento en las tasas de default de las empresas desde finales de junio en varios países europeos. Además, algunos países, entre ellos España, están estableciendo impuestos excepcionales sobre los beneficios de los bancos, una medida que está siendo criticada por el BCE, a pesar de que el propio BCE está mermando los beneficios de los bancos al cambiar las normas de remuneración de los TLTRO. Además, cabe preguntarse sobre la capacidad de los bancos para aumentar sus márgenes si su volumen de préstamos no sigue el mismo ritmo, dado que los costes de refinanciación están aumentando considerablemente. Aunque todo esto crea incertidumbre sobre el nivel de beneficio real de los bancos europeos en los próximos 12-18 meses, esta situación apenas afecta a las valoraciones de los bonos bancarios.

En realidad la teoría de la inversión en bonos bancarios es la siguiente: se trata de un sector excesivamente regulado, en el que los bancos se han visto obligados durante 12 años a "sobrecapitalizarse", manteniendo unos colchones de liquidez excesivos y reduciendo significativamente su endeudamiento. Corriendo el riesgo de simplificar en exceso, se podría decir que se han convertido en una especie de compañías de seguros en cuanto a la gestión de los balances, en detrimento de su beneficio. Este es un factor negativo para las acciones de los bancos, pero positivo para los bonos, dado que el sector ha visto caer bruscamente su riesgo sistémico en los últimos años, ahora que el "Too Big To Fail" vuelve a estar de enhorabuena y favorecido por los reguladores, que piden una consolidación cada vez mayor del sector. La reestructuración forzada de Credit Suisse es una prueba más de que la gestión del riesgo del balance y la preservación de la estabilidad financiera son más importantes que la búsqueda de beneficios.

Dicho esto, tanto para los inversores en renta fija como en renta variable, los bancos siguen siendo una apuesta cíclica y supeditada a los altibajos de las circunstancias macroeconómicas. Sobre todo, la correlación entre los AT1 CoCos € y el mercado europeo de renta variable (Eurostoxx 50) es muy alta desde hace varios años (con un coeficiente de 0,89 en los tres últimos años a 31 de octubre de 2022¹). Esto significa que actualmente es difícil determinar un punto de entrada en los CoCos AT1 sin tener una opinión sobre el mercado de renta variable europeo. Los fundamentales del sector no tienen -con razón o sin ella- un impacto notable en las valoraciones de la clase de activos CoCos².

¹ Correlación entre el índice AT1 CoCos Markit iBoxx IBXXC2D1 y el SX5E.

² Los CoCos AT1 están mucho más correlacionados con el Eurostoxx 50 que con el Eurostoxx Banks.

Correlación entre los diferentes segmentos del mercado durante un periodo de 3 años:

Correlation between different asset classes
Period: 31/10/2019 31/10/2022

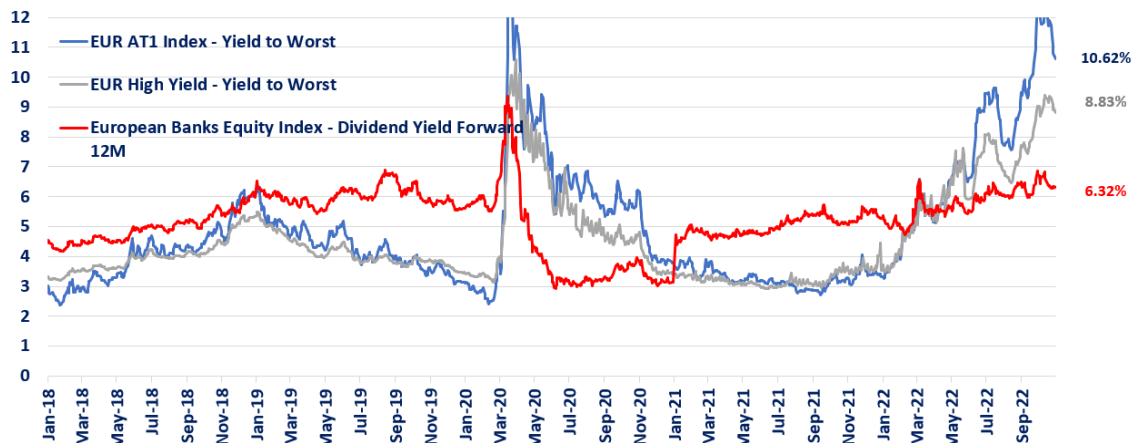
	€ AT1	\$ AT1	Tier 2	Corporate Hybrids	Insurance	€ High Yield	Treasury 10y	Bund 10y	Eurostoxx 50	European Banks Equity
€ AT1	1									
\$ AT1	0,98	1								
Tier 2	0,66	0,63	1							
Corporate Hybrids	0,85	0,85	0,38	1						
Insurance	0,84	0,84	0,37	0,99	1					
€ High Yield	0,99	0,96	0,66	0,89	0,88	1				
Treasury 10y	-0,08	-0,14	0,36	-0,55	-0,59	-0,14	1			
Bund 10y	-0,28	-0,30	0,19	-0,73	-0,75	-0,36	0,94	1		
Eurostoxx 50	0,89	0,84	0,67	0,62	0,59	0,87	0,25	0,02	1	
European Banks Equity	0,64	0,54	0,60	0,32	0,27	0,63	0,51	0,27	0,88	1

Fuentes: Bloomberg a 31 de octubre 2022, La Française AM.

Sin embargo, las valoraciones son muy atractivas. De hecho, el yield medio de los CoCos AT1 denominados en euro (€) se ha situado por encima del 10% desde septiembre e incluso llegó a superar el 12% durante parte de octubre³. Los márgenes de crédito de los OAS AT1 se situaron en 650 pbs a 31 de octubre⁴ – es decir, niveles que sólo se alcanzaron durante el pico de la crisis sanitaria en marzo de 2020. El precio medio de estos bonos es ahora del 82% y tienen una alta convexidad por la menor probabilidad de que se ejerzan las opciones de call.

Debido al incremento de los no reembolsos en los CoCos AT1 (Banco de Sabadell, Raiffeisen Bank International, Aareal Bank) y Tier 2 (Volksbank Wien y Deutsche PBB), sería más apropiado argumentar en función de la yield al vencimiento/perpetuidad de los bonos, que calculamos en un 8,4% a finales de octubre para el índice Bloomberg CoCo €. Tanto desde un punto de vista absoluto como desde el punto de vista histórico, se trata de un nivel interesante, pero no creemos que estos niveles sean en sí mismos puntos de entrada. El argumento del componente de "carry" de la clase de activos se plantea a veces, y con razón, para ciertos clientes cuyo horizonte de inversión es a largo plazo, pero para otros, este carry a corto plazo puede desaparecer muy rápidamente dada la magnitud de los movimientos de los precios.

Evolución de la YTC media (YTW = YTC) de los AT1 denominados en euro y el HY denominado en euro, comparada con dividend yield del SX7E (en %)



Fuentes: Bloomberg, La Française AM. Datos a 31 de octubre 2022

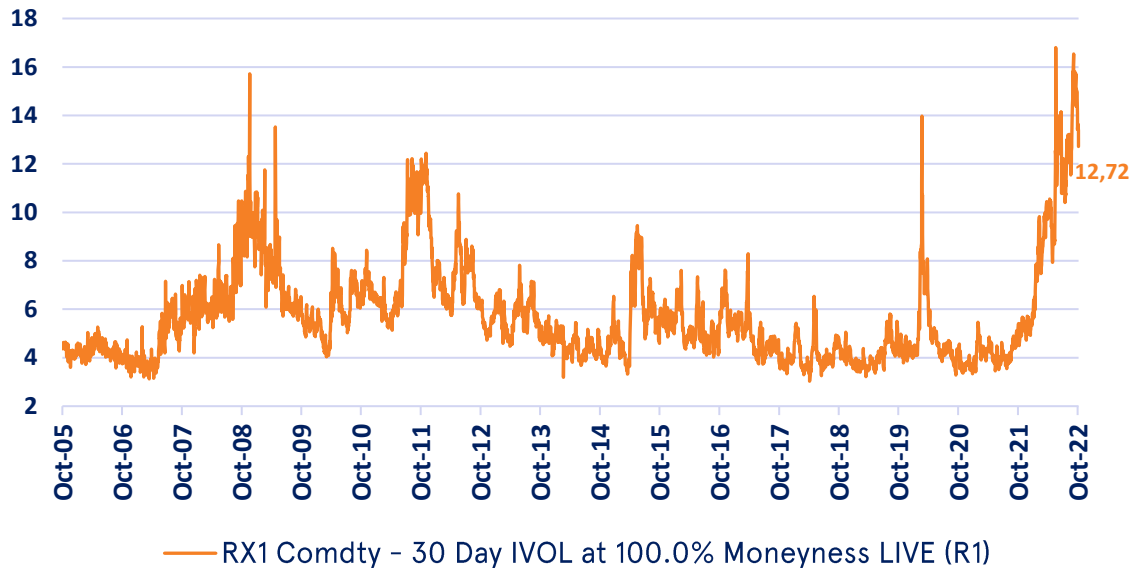
El problema radica en la alta volatilidad en los tipos de interés, que ha permanecido desde principios de 2022, y que se encuentra en un nivel sin precedentes desde el 2008 (véase el gráfico siguiente), además, no durante un periodo tan largo. Si los bancos centrales optan por la navegación visual, los mercados de bonos se ven obligados a seguir su ejemplo, y el alcance del

³ Bloomberg Contingent Capital Index EUR.

⁴ Ditto

movimiento diario sigue siendo muy violentos. Así pues, este es el primer indicador que hay que observar para confirmar un punto de entrada más sostenible en nuestra opinión: vigilar esta volatilidad implícita de los tipos soberanos, ya sea en el contrato de futuros Bund, o a través del índice MOVE del Bank of America, y esperar a que disminuya. ¿Cuándo disminuirá esta volatilidad? Sin duda, cuando los niveles de inflación se hayan estabilizado, hecho que no prevemos actualmente para este invierno.

Evolución de la volatilidad implícita del Bund (RX1) a 30 días durante 16 años (en %)



Fuente: Bloomberg. Dato a 2 de noviembre 2022.

El segundo aspecto a vigilar, en nuestra opinión, es el regreso de los flujos a los fondos de renta fija, y más concretamente a los fondos de crédito. El mercado de crédito ha estado a la defensiva durante varios meses, y aunque las salidas parecen haberse estabilizado parcialmente, los gestores de grado de inversión y de deuda subordinada parecen reacios a asumir riesgos, dada la falta de convicción y la ausencia de entradas. Este posicionamiento tan débil se percibe a diario, ya que los operadores de nuestras contrapartes parecen mover los precios de los bonos subordinados en función de la evolución del mercado de renta variable y de los tipos de interés alemanes y estadounidenses, y no en función de la demanda de los bonos. Al igual que en el mercado de valores, los repuntes son bastante bruscos y carecen de liquidez, pero no convencen en cuanto a su duración.

El registro de los flujos es más complejo, ya que requiere de proveedores de datos como EPFR o de proveedores de análisis del lado de la venta. En nuestra opinión, los ETF sobre AT1 no son necesariamente un indicador fiable, ya que están menos extendidos (y son más caros) que otros índices de crédito. Sugerimos un indicador más accesible, aunque sujeto a ciertos sesgos: Rabobank Stichtung 6.5% Perp. que es un certificado mutuo considerado como Capital Common Equity Tier 1, pero que se negocia como un bono perpetuo (¡sin fecha de call!). Este bono, adquirido tanto por inversores institucionales como por bancos privados y particulares debido a su bajo importe mínimo negociable y a su gran volumen en circulación (7.800 millones de euros), ha desempeñado históricamente, en nuestra opinión, el papel de barómetro indirecto del mercado de AT1 €. Este bono se negocia actualmente a niveles muy bajos desde un punto de vista histórico (véase el gráfico siguiente), y si el hecho de que sea un bono de cupón fijo y sin fecha de amortización juega en su contra en un entorno de tipos más altos, no deja de ser un indicador del apetito de los inversores por la deuda subordinada.

Evolución del precio del bono mutuo de Rabobank Stichtung 6.5% Perp. (en %)



Fuente: Bloomberg, dato a 3 de noviembre 2022.

¿Qué necesitamos para que los flujos vuelvan a los fondos de crédito? Si las valoraciones resultan más atractivas, es necesario que se produzca un descenso de la volatilidad de los tipos de interés, como acabamos de subrayar, y quizás también un arbitraje más consistente desde los mercados de renta variable hacia los de renta fija. Este arbitraje significaría una ruptura de lo que actualmente es una correlación excesivamente fuerte entre el crédito High Beta (que incluye la deuda subordinada) y el mercado de renta variable, a favor del mercado de crédito.

En definitiva, ¿qué estamos esperando? Que haya visibilidad con respecto a los bancos centrales, pero también en cuanto a la magnitud de la recesión que se avecina. Esta dimensión determinará la amplitud de los movimientos en los mercados de renta variable y los flujos consiguientes. Esta "limpieza" acabará siendo muy favorable para la deuda subordinada, ya que los fundamentales y las valoraciones serán lo suficientemente buenos como para justificar el retroceso de los spreads de crédito. Por tanto, los fundamentales y las valoraciones no son los desencadenantes del punto de entrada, sino lo que justificará su magnitud.