

Bonos triple B y
“ángeles caídos”:
¿riesgos malignos u
oportunidades celestiales?

Bonos triple B y “ángeles caídos”: ¿riesgos malignos u oportunidades celestiales?

Han proliferado en los últimos meses las noticias sobre el crecimiento del mercado de deuda privada calificada con triple B. A algunos participantes del mercado les preocupa que la próxima recesión económica pueda provocar una oleada de rebajas de la calificación de empresas, de triple B a alta rentabilidad, y que estos “ángeles caídos” puedan exponer a los inversores a pérdidas por caída del valor de mercado, en el mejor de los casos, o, peor aún, a impagos.

Creemos que los riesgos están sobrevalorados y que son exagerados los temores a un retroceso de la calificación crediticia de los bonos triple B. Como revela un extenso análisis realizado por TwentyFour, lejos de ser una clase de activos que deba ser proscrita de las carteras, estos bonos han producido de manera general los mejores rendimientos totales y los mejores retornos ajustados al riesgo de todo el mercado global de renta fija.

APALANCAMIENTO EN LAS EMPRESAS: ¿DEBERÍA SER MOTIVO DE PREOCUPACIÓN?

En los últimos diez años se ha sospechado que el nivel de endeudamiento aumenta entre las empresas que se financian a través del mercado de renta fija. Esta podría parecer una respuesta natural a la continua caída de las rentabilidades y, por tanto, al coste del capital. Dado que unos costes de financiación más bajos hacen más rentable las ampliaciones marginales del balance, es lógico que aumente el apalancamiento, ya que las empresas buscan oportunidades que, cuando los costes de financiación son más elevados, resultan poco viables económicamente. Este fenómeno no tiene por qué ser malo, siempre que el ciclo de apalancamiento no se estire tanto que, llegada una recesión económica, no puedan pagarse los cupones y, en última instancia, el principal a los bonistas.

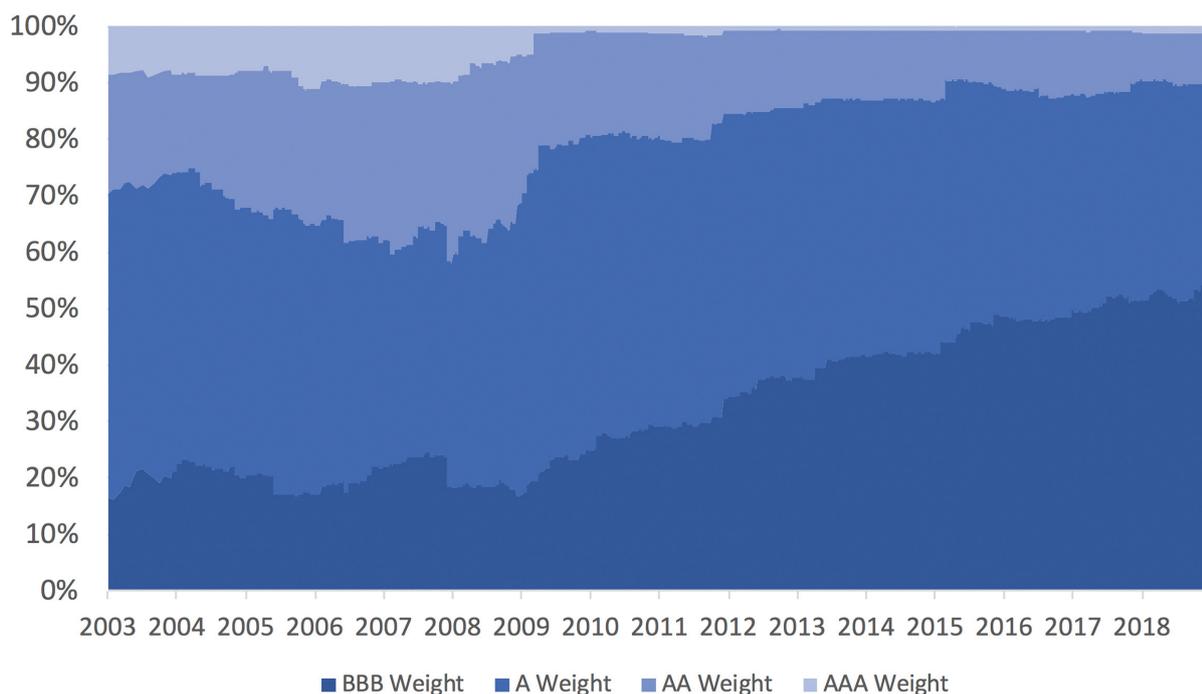
Los acontecimientos de 2008 y 2009 fueron un ejemplo extremo en numerosos sectores, cuando una caída abrupta del PIB y el

drástico recorte de la posibilidad de refinanciación dieron lugar a un importante incremento de los impagos. En tiempos más recientes, los impagos se han limitado a sectores concretos o individuos concretos, como el caso del sector del gas y el petróleo hace tres años o, en la actualidad, el sector minorista, que se está convirtiendo en un importante motivo de inquietud para nosotros y para otros.

Ahora que ya llevamos nada menos que 10 años de expansión global, se teme que cuando llegue la siguiente recesión, las empresas puedan tener un nivel excesivo de apalancamiento y aumenten extraordinariamente las tasas de impago en muchos sectores, causando posibles pérdidas sustanciales a los acreedores.

La inquietud de algunos es que el aumento del apalancamiento en las empresas se ha dado casi exclusivamente en el segmento de las calificaciones crediticias más bajas dentro de los bonos con grado de inversión (GI), el de los bonos BBB, incrementando la proporción de bonos BBB dentro de los índices de GI hasta un nivel preocupante o, posiblemente, peligroso. Como muestra el Cuadro 1, se ha producido un aumento gradual y sostenido en la proporción de bonos BBB dentro de los índices típicos de deuda privada denominada en libras desde el comienzo del programa de compras de activos (QE) del BCE en 2009 (nos hemos centrado en el mercado en libras en este artículo ya que tiene mayor proporción de triple B que los índices en dólares y euros).

Cuadro 1: Composición de índices de GI, 2003-2019.



Fuente: TwentyFour Observatory

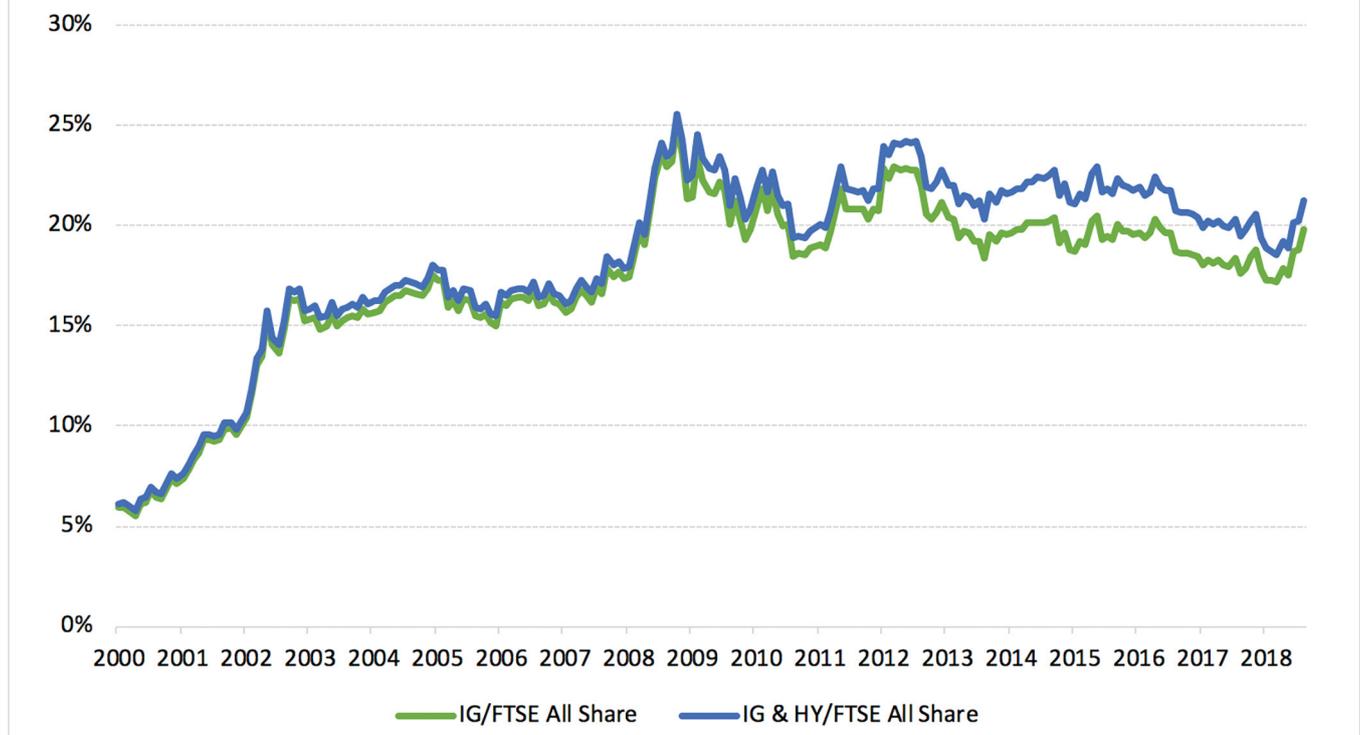
EL AUJE DE LA TRIPLE BBB

Es evidente que los dos segmentos con calificaciones más bajas dentro del grado de inversión – BBB y A – han pasado de representar el 70% de los índices al 90% y, en particular, los bonos BBB han pasado de apenas el 20% a más del 50%, frente a los índices en USD y en EUR, en los que el segmento BBB se sitúa cerca del 25%. Si examinamos de

nuevo los índices en libras, los bonos AAA han caído hasta casi cero, quedando también en una posición marginal los bonos AA¹.

¿Cuál ha sido la causa de la expansión de los bonos BBB? ¿Podría ser un aumento significativo del endeudamiento de las empresas?

Cuadro 2: Valor de mercado de la deuda privada denominada en GBP dividido por el valor de mercado del índice FTSE All Share Equity Index.



Fuente: TwentyFour, Bloomberg, BAML

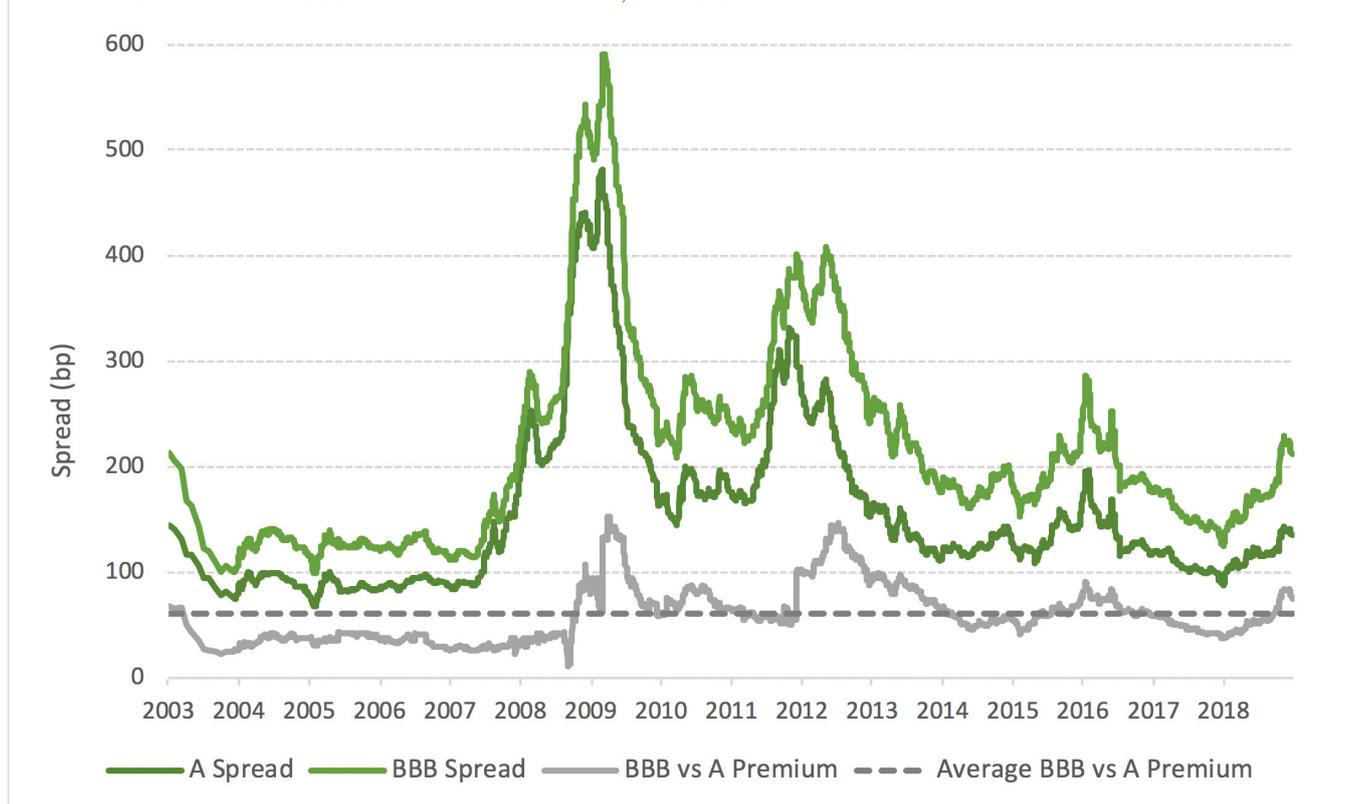
Utilizando la relación entre valor total de la deuda y el valor total de los fondos propios (indicador indirecto de apalancamiento de las empresas), puede inferirse que el endeudamiento de las empresas sí se incrementó significativamente hasta el inicio de la crisis financiera. Pero desde 2009, el apalancamiento de las empresas según este indicador ha descendido. Hay que admitir que es solo un indicador indirecto de apalancamiento, ya que no tiene en cuenta los préstamos bancarios, las colocaciones privadas y otras formas de deuda, además de ignorar los elementos de efectivo y cuentas por cobrar. Pero sin duda contradice la idea de que el endeudamiento ha crecido de forma excepcional desde 2008.

¿Qué otra razón podría explicar esta mayor proporción de BBBs?

Muchos de los artículos escritos recientemente han propuesto una teoría diferente: para sus autores, la principal razón ha sido una compresión de la prima por diferenciales entre los bonos calificados con A y los bonos BBB. En un mundo en el que los bancos centrales inyectan liquidez y en el que se busca sobre todo la rentabilidad, afirman, se ha venido abajo la relación entre el aumento del endeudamiento y el incremento del coste del capital de las empresas.

1. Por referencia, el índice de GI que se utiliza en este estudio es un índice puro de deuda privada y no incluye bonos soberanos, supranacionales o respaldados con deudas garantizadas, que tienen habitualmente una calificación superior (en un índice en libras con bonos de diversa naturaleza, los bonos BBB representan cerca del 35%, por lo que en este caso muestra en mayor grado la evolución de la "calidad crediticia" en un índice más puro de deuda privada).

Cuadro 3: Diferenciales de BBB frente a diferenciales de A, 2003-2019.



Fuente: TwentyFour Observatory

Sin embargo, como muestra el Cuadro 3, los datos no terminan de corroborar esa teoría. La prima por los bonos BBB es de hecho más elevada desde que comenzó el programa de compra de activos del BCE y en gran medida mayor que en el promedio de 15 años. Parece, pues, que el diferencial no es necesariamente el factor clave que explicaría la emisión desproporcionada de BBBs.

Al contrario, la rentabilidad total de los bonos BBB (y no el diferencial) podría ser realmente la razón del cambio en la composición de los índices de GI.

Y ¿no podría ser que las agencias de calificación no han hecho más que volverse más estrictas después de la crisis y subir su nivel de exigencia para otorgar la calificación A?

Para nosotros es evidente que muchos bonos que, antes de la crisis, habrían sido calificados con “benevolencia”, recibiendo una calificación A o posiblemente A-, ahora ya no disfrutan del “beneficio de la duda” y reciben de las agencias una calificación más ajustada a la realidad, en el escalón BBB+ o incluso inferior. Creemos que este es un factor relevante en la transición.

BONOS BBB Y RIESGOS DE IMPAGO

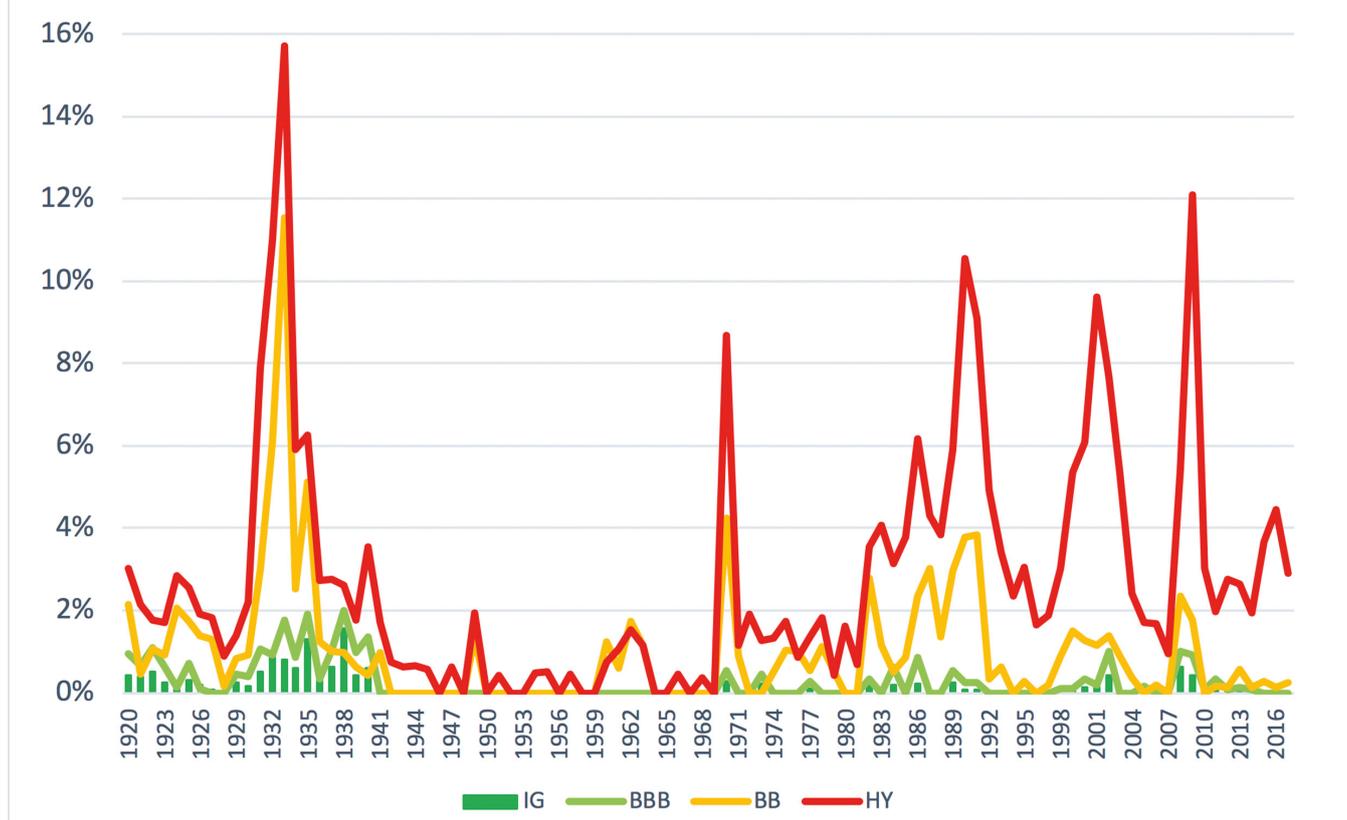
Cualquiera que sea la causa de la proliferación de las emisiones con calificación BBB, lo que causa inquietud es que, en caso de producirse una rebaja masiva de estos bonos a la calificación de alta rentabilidad, los inversores sufran con pérdidas por caída del valor de mercado, en el mejor de los casos, o retrasos en el pago de los cupones o impagos, en el peor.

Con casi 30 años como inversor en crédito sigo siendo muy consciente de los riesgos de insolvencia, el ciclo de impagos y el riesgo asimétrico de crédito y creo que el temor a un retroceso de la calificación crediticia de los bonos triple B es exagerado, ya que esta clase de activos sigue ofreciendo las mejores oportunidades de rendimiento ajustado al riesgo dentro de la deuda privada con grado de inversión.

Para justificar esta opinión, quiero empezar con un análisis a largo plazo de impagos producidos, utilizando datos de Moody's que se remontan a 1920².

2. En realidad, la calificación de Moody's para los bonos BBB es “Baa”, pero utilizaremos la terminología BBB para mayor simplicidad. Conviene recordar que los bonos con calificación AAA, AA, A y BBB entran en la categoría de “grado de inversión” y, por debajo de esas calificaciones (BB, B, CCC, CC, C), se consideran “alta rentabilidad”.

Cuadro 4: Tasas anuales ponderadas de impagos de emisores, 1920-2017.



Fuente: Moody's Default Study 2017, TwentyFour

De estos datos pueden obtenerse algunas observaciones importantes:

- Las tasas de impago alcanzaron un nivel máximo en la década de 1930 durante la Gran Depresión, situándose los impagos de la alta rentabilidad cerca del 16%.
- Las tasas de impago en el escalón BB fueron también muy elevadas durante ese periodo, llegando a su máximo cerca del 12%.
- A partir de 1945 hasta la década de 1970, no se conoció ningún impago en el segmento de grado de inversión: literalmente, cero.
- Desde 1970 se han alcanzado cuatro máximos cíclicos en la insolvencia de la alta rentabilidad, llegando las tasas de impago hasta al menos el 8%: 1970, 1990, 2001 y 2009.
- Sin embargo, a diferencia de la alta rentabilidad, desde 1970 los impagos en GI no han superado nunca el 0,63%, e incluso esa cifra es de 2008.
- Las tasas de impago de los bonos BBB nunca han superado el 1,02% desde 1970 y de nuevo, esa cifra se alcanzó en 2008.
- Al pico más alto en la tasa de impagos para GI y BBB se llegó en 1938.
- ¿Y qué hay de “ángeles caídos”? En 2008 las tasas de impago alcanzaron un máximo de 2,34%, frente al 3,77% al que llegaron durante la anterior recesión de 1990.
- Desde 1945, las tasas de impago en la calificación BB no han superado nunca el 4,24%.
- Los máximos en el ciclo de insolvencia se miden en meses, no en años.

Debe recordarse que los datos mostrados más arriba se refieren a todo el universo del crédito, sin impacto en la gestión activa y, por tanto, sin capacidad para navegar por las tendencias cíclicas de crédito. Cualquier bono impagado está incluido en estos datos y, sin embargo, siguen indicando que, incluso en el peor año registrado desde 1945, la probabilidad de que los inversores sufrieran ese año un impago de bonos calificados con BB o superior no fue en ningún momento de más de 1 de cada 23. Dicho de otro modo, y suponiendo tasas de recuperación de cero, de 100 £ de capital invertido en bonos BB se habrían perdido un máximo de 4,24 £ en cualquier año desde 1945, dejando a los inversores con al menos 93,76 £.

En este siglo, una inversión pasiva en bonos BB habría producido una pérdida máxima de 2,34 £ para los inversores. Reduciendo el universo a bonos BBB, la pérdida máxima habría sido de 1,02 £ (de nuevo suponiendo una recuperación cero, que es una hipótesis muy conservadora para empresas con calificación GI).

Veámoslo desde otro ángulo. Supongamos que los datos de impagos de este siglo han quedado distorsionados después de la crisis por el programa de compra de activos, gracias al cual empresas “zombie”, que en circunstancias normales habrían caído, han podido sobrevivir con la abundante inyección de liquidez realizada. Eso nos deja la recesión de 1990 como barómetro de lo que puede esperarse en una recesión “normal” en la que no se adoptan medidas “extraordinarias” de política monetaria. En esa ocasión, los impagos del segmento GI alcanzaron un máximo del 0,06%, llegando entre los bonos BBB al 0,26% y los BB al 3,77% a nivel anual. En el caso de impagos plurianuales en el periodo 1970-2017, las tasas medias acumuladas a 3 años fueron del

0,43% para GI, el 0,77% para BBB y el 4,38% para BB. Un vistazo rápido al Cuadro 3 confirma que 1990 viene a corroborar nuestro planteamiento.

Estas tasas de impago extraordinariamente bajas, incluso en los peores periodos económicos de nuestra historia de posguerra, explican por qué la deuda BBB, e incluso una exposición selectiva a la BB, debería ser una decisión económica acertada para los inversores. Ilustran, además, por qué yo, como gestor de carteras, nunca estructuraría un fondo que no pudiera invertir en ella: el perfil de riesgo-rentabilidad es demasiado atractivo para estos activos en horizontes de inversión a corto, medio y largo plazo.

Pero seamos también muy claros. Los datos también muestran por qué soy totalmente contrario a incluir bonos con una calificación de solo B en carteras de GI, y es debido a que la tasa de impagos es exponencialmente mayor que en los bonos BB o cualquier parte del segmento GI. Por ejemplo, solo en 1990, los impagos de bonos B alcanzaron el 13,74%. Estos riesgos, para mí al menos, son demasiado elevados para pensar en tener una exposición permanente a bonos B. Puedo contar con los dedos de una sola mano el número de veces que he invertido en bonos B para cualquiera de las carteras que he gestionado en los últimos 25 años e, incluso en esos casos, ha sido por razones muy específicas, con un horizonte de inversión típicamente de menos de tres meses.

Desde una perspectiva de riesgo de impago, es evidente que nada puede darse por seguro. Los ciclos se suceden y evolucionan, los indicadores de insolvencia suben y bajan y hay siempre riesgo de fraude flagrante, no hablemos de deterioro de un valor, que puede pasar de BBB a alta rentabilidad y, en última instancia, a situación de impago. Por ese motivo, creo firmemente que los gestores de crédito deben mantenerse vigilantes en todo momento ante estos riesgos y construir una cartera con la suficiente liquidez para poder abandonar esas posiciones si la situación del crédito empeora. La liquidez es un tema al que volveré más tarde, por lo que ahora vamos a centrarnos en los riesgos de rebaja de calificación.

RIESGO DE REBAJA DE LA CALIFICACIÓN - "ÁNGELES CAÍDOS"

¿Cuántas empresas con una calificación BBB ven caer su nota? ¿Y cuántos niveles caen? Utilizando los datos de transición de calificaciones de Moody's del periodo 1970-2017, la rebaja media de la calificación en un periodo de cinco años para una empresa con BBB es del 7,96% a un nivel final de BB, o solo del 2,55% a un nivel de B. Terminar con una nota CCC ha sucedido en un 0,59% de los casos y por debajo de CCC en un 0,09% de los casos. Los casos en que se ha producido una situación inmediata de impago (en su mayoría casos de fraude) en el periodo de cinco años representan el 1,46%. Estos datos indican que en un periodo de cinco años, incluidos casos de fraude, el 87,35% de los bonos BBB sigue dentro del segmento de grado de inversión.

Esto significa que hay un riesgo aproximado de 1 entre 12 de que una empresa BBB vea rebajada su calificación a BB en un ciclo económico normal, y entonces hay que recordar que como BB, la tasa acumulada a tres años de impago era del 4,38%. Los riesgos de llegar al nivel B en ese periodo de cinco años han sido muy bajos (aunque ciertamente sin llegar a cero), de 1 entre 39, siendo la tasa acumulada a tres años de impago en este nivel mucho mayor, del 12,96%. De nuevo, este es el motivo de que no me gusten los bonos con una sola B en las carteras de GI.

Calcular las pérdidas por impago no es una ciencia exacta, aunque se puede hacer una estimación multiplicando 7,96% (probabilidad de rebaja a BB) por 4,38% (probabilidad de impago en BB), con un resultado de 34 pb de pérdidas de capital estimadas con cero recuperación. O bien unas pérdidas de 33 pb para bonos B: una probabilidad muy inferior de sufrir una rebaja, pero a una calificación que se ha comprobado que tiene una probabilidad mucho mayor de impago. Esto significa que una cartera con una inversión pasiva del 100% en bonos BBB (con recuperación cero) podría perder alrededor de 67 pb de los "ángeles caídos" en un periodo de varios años. Este es un nivel de riesgo con el que puede vivir el gestor de una cartera GI, con inversión pasiva, sin cobertura ni selección de activos. Naturalmente, cualquier gestor activo podría batir esas cifras con creces, bien evitando los valores, cambiando el perfil de riesgo o dando cobertura táctica a los riesgos durante el ciclo. Nosotros somos gestores activos de corazón y sin duda recomendaríamos una gestión activa para posiciones de beta superior.

De modo que, si bien el "ángel caído" Beelzebub tiene tres B en su nombre, esas tres letras no son sinónimo de destrucción generalizada de inversores o de pérdidas de capital.

¿Y SI EN ESTA OCASIÓN FUERA DIFERENTE?

Si el nivel de endeudamiento ha crecido de forma sistemática, y han aumentado los riesgos de que una desaceleración económica termine acabando en recesión, ¿podría ser que los datos de rebaja de calificación y de impago infravaloraran los riesgos?

¿Es que tal vez las agencias de calificación están haciendo las cosas de manera diferente o están utilizando una metodología diferente que pudiera afectar a los verdaderos riesgos a los que se enfrentan las empresas? Sin duda es posible, pero el escrutinio al que se sometió el trabajo de las agencias de calificación en los años 2008 y 2009 ha hecho mucho por eliminar cualquier tipo de complacencia. Yo mismo me siento más cómodo con las notas otorgadas por las agencias ahora que hace diez años y creo que se ha elevado el nivel de exigencia para recibir una calificación A en comparación con el aplicado antes de la crisis, por lo que los inversores pueden confiar más en la precisión de las calificaciones otorgadas. En mi opinión, la relación deuda/ingresos sigue siendo el indicador más apropiado para la mayoría de las empresas en la mayor parte de los sectores y, pese a ello, no tengo motivos para pensar que la historia pasada de calificaciones e impagos sea errónea en lo fundamental (y hemos pasado por algunas situaciones económicas realmente horribles en los últimos 90 años). Solo porque ahora los bonos BBB representen una mayor proporción de los índices de crédito no significa que los bonos BBB actuales tengan una mayor probabilidad de impago de la que tenía la deuda BBB de 1990 o de 2008, o de bajar a una nota BB o B e incurrir seguidamente en impago.

Sobre este punto, gran parte del debate actual resulta frustrante. Claramente hay más bonos BBB en los índices de GI que hace 10 años, pero los bonos BBB siguen teniendo esa calificación porque son inversiones de alta calidad, con grado de inversión, y así lo confirman los datos pasados de impago. Acceder a un conjunto de mayores dimensiones y mayor diversidad de bonos potenciales con las características básicas que me gustan es positivo desde mi punto de vista. Yo quiero más bonos BBB entre los que elegir a lo largo del ciclo. Al margen de periodos de estrés, preferiría reducir riesgos en las carteras comprando bonos de deuda pública o supranacional antes que tener grandes cantidades de bonos AA o A de baja rentabilidad.

REFINANCIACIÓN DEL RIESGO

La experiencia de los años 2008/9 demostró que, además de cuestiones fundamentales de crédito con respecto a empresas concretas, un entorno de mercado que prohíba la realización de nuevas emisiones puede también provocar la insolvencia de empresas que no cuentan con liquidez suficiente para refinanciar sus obligaciones a su vencimiento. Este riesgo sigue existiendo, a pesar de que, debido a las facilidades de liquidez creadas por los bancos centrales para su préstamo a bancos comerciales, el riesgo de quiebra de los bancos por motivos estrictamente de liquidez es pequeño. Bien al contrario, la insolvencia causada por un exceso de pasivos sobre activos y la calidad de los activos, son las principales causas de caída de un banco.

En los sectores no financieros, la falta de acceso al mercado para obtener refinanciación sigue siendo un riesgo en caso de crisis sistémica o de falta de demanda en todo el mercado. En el universo de bonos denominados en libras, los BBB tienen un vencimiento medio de 10,71 año y los BB de 5,77 años³, comparable a otros niveles de calificación dentro de la libra, aunque más largos que el de los bonos con esas calificaciones denominados en otras monedas, como el euro (5,66 y 4,98 años, respectivamente). Teniendo eso en cuenta, no hay evidencia de que haya mayor proporción de obligaciones con vencimiento en los próximos años en el segmento de BBB que en otros segmentos del GI o en el mercado británico frente al europeo. Naturalmente, en caso de crisis en el mercado, puede resultar más difícil a las empresas BBB encontrar refinanciación que a otras empresas de la categoría GI, pero aun así será más fácil que para las empresas con calificación de alta rentabilidad.

OLVIDEMOS LOS RIESGOS DE IMPAGO, ¿QUÉ HAY DE LAS PÉRDIDAS POR CAÍDA DEL VALOR DE MERCADO?

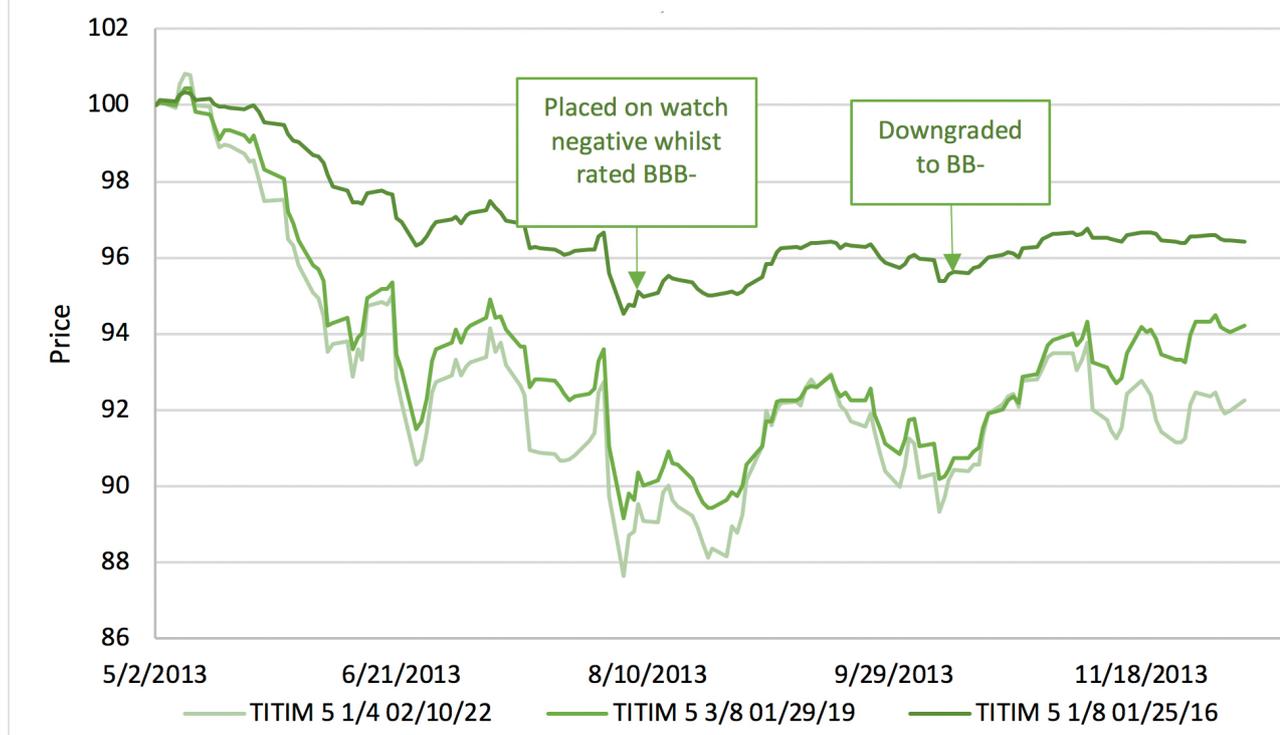
El riesgo de caída del valor de mercado y el riesgo de impago son las dos principales razones de que los inversores en crédito mantengan

siempre un enfoque de inversión activa, en mi opinión (dejando aparte madurez, liquidez, sector, diversificación y otras preferencias). Las cosas cambian y los gestores de carteras deben poder reaccionar a todos esos cambios.

Cuando la calidad crediticia se deteriora, y los inversores comienzan a descontar el riesgo de rebaja de calificación, se ha demostrado que tiene un impacto negativo en los precios al contado y, a menudo, bastante antes de que las agencias rebajen la nota del bono. Para cuantificar el riesgo de caída del valor de mercado, resulta de bastante ayuda examinar la evolución de dos “ángeles caídos” de peso en los últimos diez años – Telecom Italia y Tesco – utilizando bonos a corto, medio y largo plazo, cuando los hay, para mostrar el impacto en los precios al contado.

Telecom Italia es un ejemplo interesante de “ángel caído” por cuanto que fue una de las mayores rebajas de calificación al nivel de alta rentabilidad vistas en las últimas décadas, con 27.000 millones de euros en deuda abandonando los índices de GI y entrando en el mercado de alta rentabilidad. También es interesante es que, a pesar de esta enorme rebaja, parece que el riesgo de que esto ocurriera ya estaba totalmente descontado en el precio. Después de la inclusión en la lista de vigilancia (*watch negative*), el anterior nivel de caída de precios al contado no se volvió a producir y después de la rebaja propiamente dicha, tampoco. Como era de esperar, los bonos a más largo plazo, con mayor sensibilidad a los movimientos de los diferenciales, sufrieron la caída más acusada y, aunque también tuvieron recuperaciones más significativas, nunca se recuperaron en la misma medida que los bonos a más corto plazo.

Cuadro 5: Ejemplos de los bonos en euros de Telecom Italia.

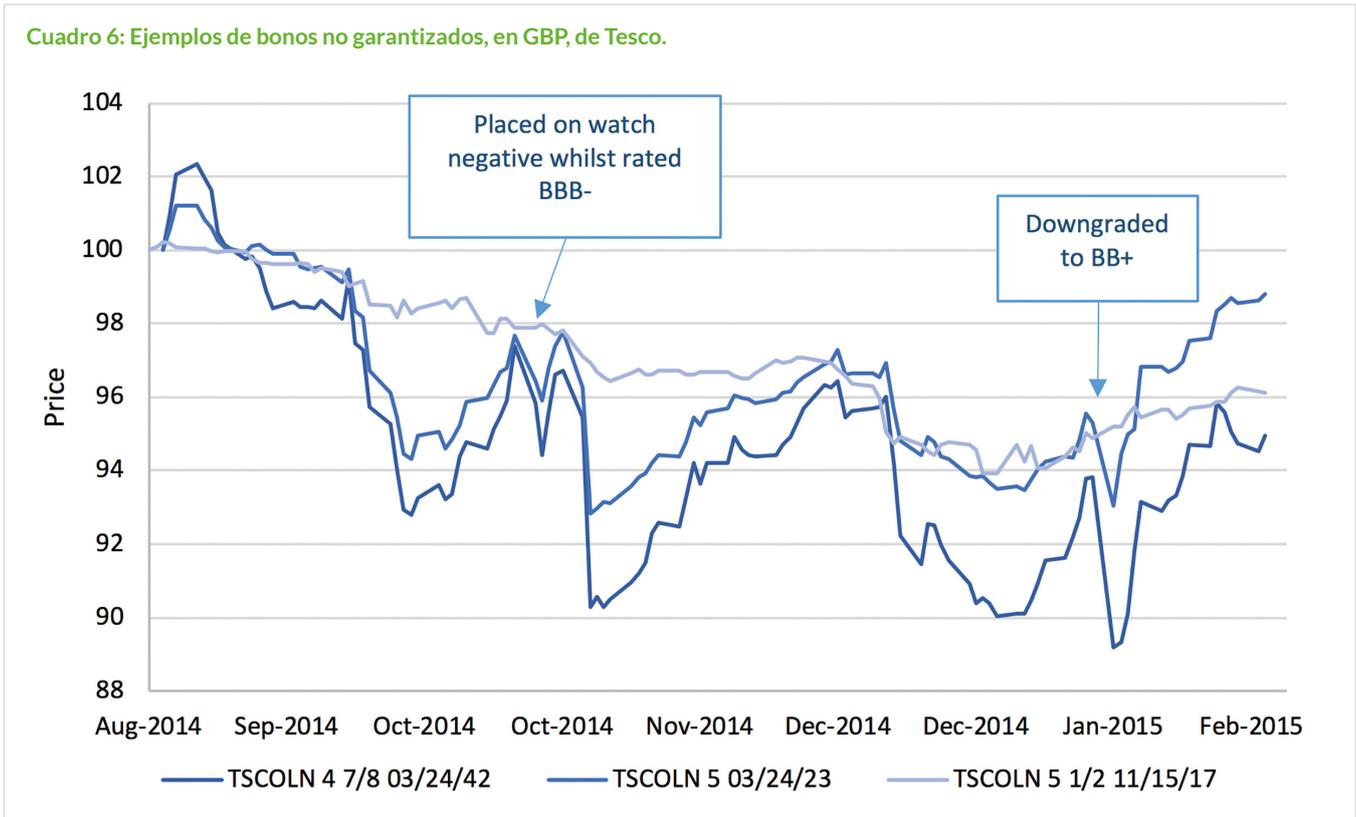


Fuente: TwentyFour, Bloomberg

3. Fuente: TwentyFour Observatory, enero 2019.

Tesco, por el contrario, tuvo un resultado quizás más “de manual”.

Cuadro 6: Ejemplos de bonos no garantizados, en GBP, de Tesco.



Fuente: TwentyFour, Bloomberg

En el caso de Tesco, resulta evidente que los riesgos de inclusión en la lista de valores vigilados habían sido descontados parcialmente de antemano y, de igual modo, la rebaja también se descontó parcialmente, si bien los bonos a largo plazo, con vencimiento en 2042, sí sufrieron un importante efecto negativo en el precio, tanto en el momento de su inclusión entre los valores vigilados como en el de la rebaja. En ambos casos, se observaron recuperaciones en el precio al contado, lo que explica que los mandatos que excluyen bonos de alta rentabilidad deban conceder a los gestores de carteras un periodo de gracia para vender esos “ángeles caídos”. Claramente, no verse obligado a vender en el día, o incluso a la semana, de la rebaja tiene el potencial de preservar capital para el cliente. También es evidente que los bonos a corto plazo se vieron afectados por la tendencia de deterioro del crédito de Tesco, pero no parece que se vieran afectados el día de la decisión de vigilancia o el día de la rebaja, y que tuvieron un resultado negativo del 6% en su peor momento. Los bonos a más largo plazo tuvieron unas pérdidas de más del 10% en un solo momento.

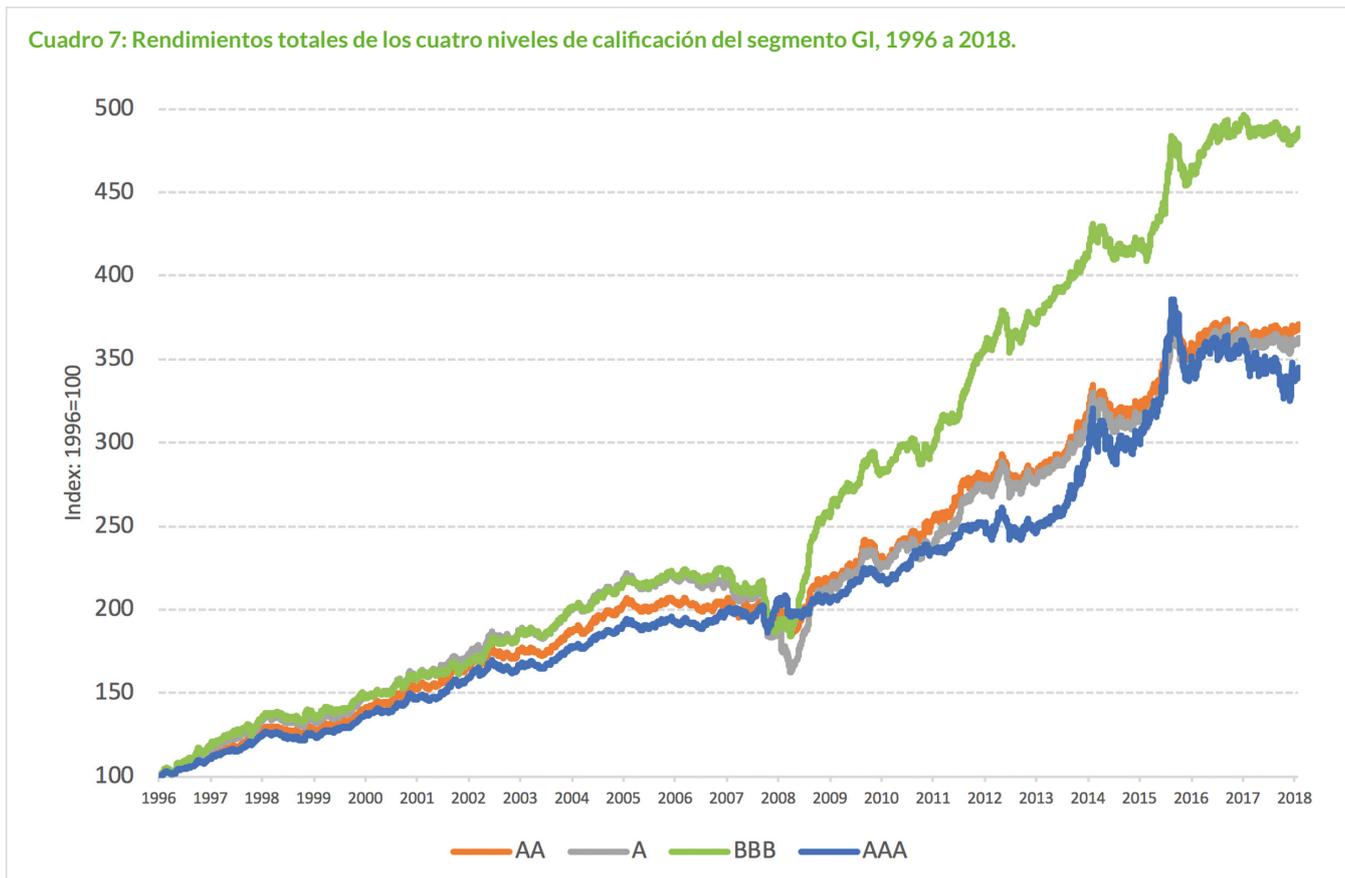
Saber, pues, antes que el mercado, que una empresa constituye un riesgo de rebaja de calificación y vender esos bonos puede resultar claramente beneficioso, siempre que tengas liquidez suficiente para deshacer esa posición. La rebaja propiamente dicha no es siempre

el momento en que más pérdidas se ocasionan; normalmente se producen mucho antes, cuando los beneficios empiezan a resultar decepcionantes. También resulta evidente que cuanto mayor es el plazo de vencimiento del bono, mayores son las pérdidas de capital previstas, aun cuando el riesgo de impago sea muy remoto. El plazo de vencimiento del bono o, en relación con él, su sensibilidad a los cambios de diferencial, es, por tanto, uno de los principales factores de predicción de posibles pérdidas de capital de cualquier bono de empresa y debe ser sometido a una gestión activa para tratar de proteger las carteras. La sensibilidad a los cambios en los diferenciales es una cuestión a la que volveremos más adelante, aunque la conclusión es que nuestro análisis ha demostrado que el riesgo de caída en el valor de mercado en el caso de deterioro de crédito tiene mucho menos impacto en el capital que una situación de insolvencia grave, que acabamos de cuantificar. No obstante, es un riesgo que también debe ser objeto de gestión activa.

¿QUÉ ASPECTOS POSITIVOS TIENEN LOS BONOS BBB?

La rentabilidad ha sido el principal factor de creación de rendimientos a largo plazo en la renta fija y se espera de los bonos BBB que tengan la rentabilidad más alta en el segmento de GI. ¿Tienen entonces mejor comportamiento que los otros niveles de calificación del segmento GI?

Cuadro 7: Rendimientos totales de los cuatro niveles de calificación del segmento GI, 1996 a 2018.



Fuente: TwentyFour, datos subyacentes de BAML

Está claro que la rentabilidad extra ha generado un volumen de rendimientos considerablemente mayor en los bonos BBB, casi del 400% comparado con alrededor del 250% en el nivel AA y el nivel A, yendo de manera constante a la zaga los bonos AAA, excepto en 2008. Lo que es reseñable a partir de 2008 es que los bonos BBB han acelerado su diferencia positiva de rentabilidad frente a los otros niveles durante el periodo de mayor volumen de emisión y que los bonos AAA se han hecho más volátiles que los BBB. El referéndum para el Brexit en 2016 y la venta masiva general de 2018 son prueba de ello: la línea azul oscuro muestra mayor volatilidad que la línea verde durante al menos los últimos cinco años. Esto se debe posiblemente a la mayor duración que habitualmente tienen muchos bonos AAA en comparación con los bonos BBB; en determinados momentos del ciclo, el riesgo de duración ha sido una amenaza mayor para el capital que el riesgo de crédito.

Naturalmente, una rentabilidad más alta en un mercado eficiente deberá también significar un mayor riesgo de crédito y, en consecuencia, mayor probabilidad de pérdidas significativas y de pérdidas por caída del valor de mercado para cualquier bono. Lo que se conoce menos es que la mayor rentabilidad que se espera en el nivel BBB puede llegar a tener una diferencia tan acusada con respecto a los otros bonos GI que a los inversores les compensen con creces esos mayores riesgos. ¿Qué pruebas tenemos de lo que acabamos de afirmar?

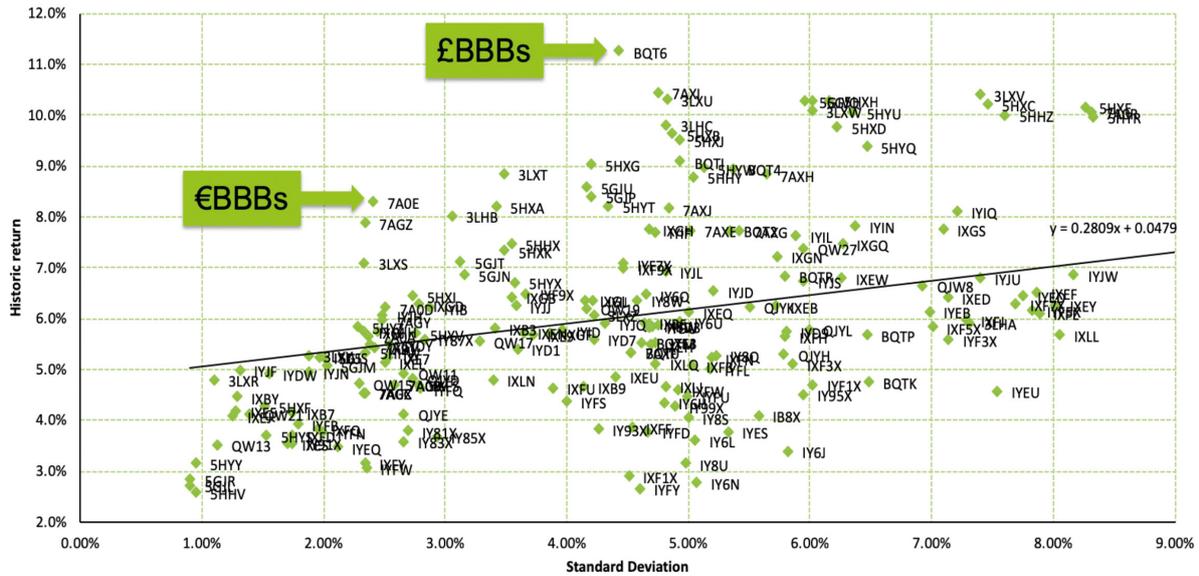
Las extensas pruebas a las que hemos sometido el grado de inversión europeo desde hace muchos años, junto con el segmento GI de Estados Unidos, muestran que, a lo largo del tiempo y en distintas áreas geográficas, los bonos BBB dentro de los dos mercados de renta fija más importantes, han generado de manera constante no solo unos buenos

rendimientos ajustados al riesgo, sino los mejores rendimientos ajustados al riesgo. Esta afirmación podría parecer extraña, pero los datos son muy claros y debo admitir que también me causó una leve sorpresa (al menos lo que se refiere a la cuantificación de los rendimientos) la primera vez que realicé este trabajo en 2014. La base de este artículo es el trabajo preparatorio que llevamos a cabo para el diseño de nuestra Estrategia de Crédito con Retorno Absoluto con posiciones exclusivamente largas.

La motivación de esta investigación fue encontrar qué activos de renta fija producían de manera constante los ratios Sharpe más elevados, y no solo en los buenos años para el riesgo, sino a lo largo del ciclo económico. Identificamos los 204 índices iBoxx IG en euros y libras que nos proporcionaban suficiente información detallada que nos ayudara a tomar decisiones de alta calidad⁴. Cuando representamos gráficamente los retornos anualizados de estos 204 índices, quedé literalmente asombrado al comprobar que los dos índices con los ratios Sharpe más elevados eran el índice completo de bonos BBB en libras y el índice completo de bonos BBB en euros. En esta serie de datos estaban incluidos los de peor rendimiento para el crédito de la época reciente (2008) y otro con pérdidas significativas para muchas áreas de crédito (2011). ¿Cómo podía ser que los índices en general con mayor riesgo para cada una de las dos monedas del estudio produjeran los mayores ratio Sharpe y, en consecuencia, se situaran en el lado eficiente de la frontera? Nos dimos cuenta de que la atractiva combinación de rentabilidad superior (*carry*) y la mayor ganancia de capital del *roll-down* de la curva de tipos (con respecto a la curva de crédito con mayor pendiente de los BBB) producía retornos que más que compensaban el nivel de volatilidad superior del capital y los riesgos de impago.

4. Algunos de estos índices, a título meramente ilustrativo, fueron los de bonos AAA de 1-3 años, BBB 3-5 años, bonos de sectores financieros 5-7 años, bonos de sectores financieros excluidos Tier 1, etc.

Cuadro 8: Riesgo anualizado frente a retorno para 204 índices iBoxx europeos, 2000-2014.



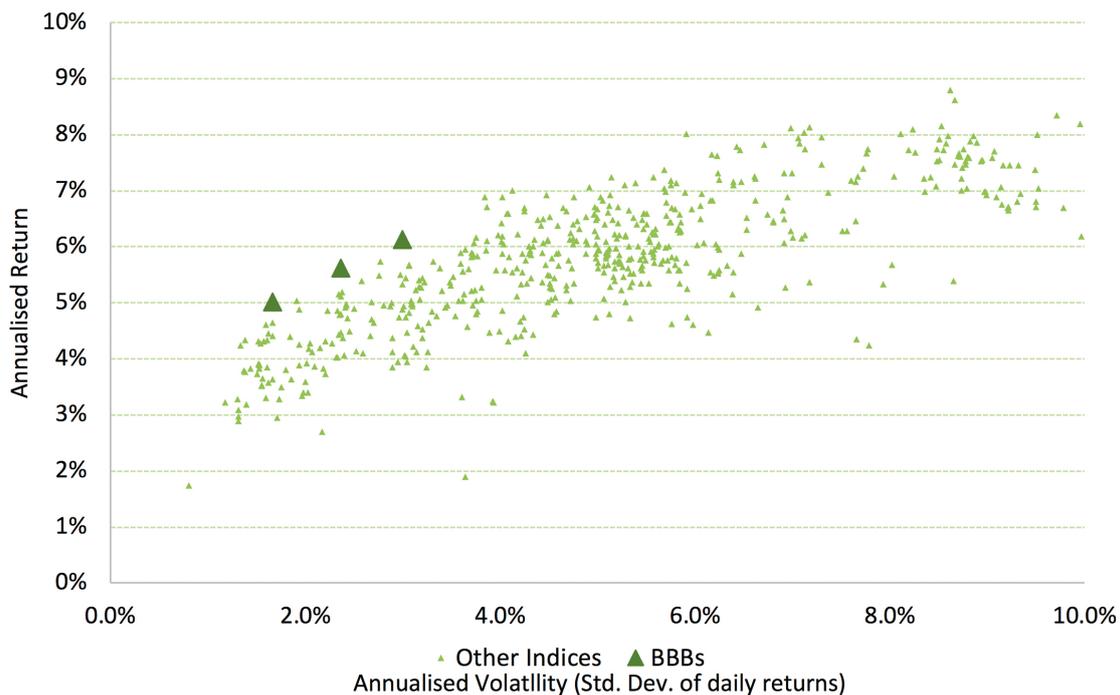
Fuente: TwentyFour, datos subyacentes de iBoxx

La serie de datos utilizada aquí solo incluía rendimientos del crédito europeo hasta el año 2000; en consecuencia, ese periodo de apenas 15 años no incluía un ciclo económico completo con subidas de tipos por bancos centrales. Para subsanar ese problema, buscamos una serie de datos que contuviera datos hasta al menos 1994, y también ampliamos la serie de datos para incluir grado de inversión, alta rentabilidad e índices que combinaran crédito y tipos. Vimos que el mercado estadounidense proporcionaba la mejor serie de datos.

Los resultados nos sorprendieron. Al igual que en Europa durante un periodo de 15 años, en Estados Unidos, con una serie de datos que abarcaba 27 años y contenía una base más amplia, los bonos

BBB volvían a producir los mejores retornos ajustados al riesgo. Durante ese periodo, hemos visto un ciclo completo, con subidas de tipos por parte de la Reserva Federal de 250 pb en 1994, la crisis asiática de 1997, la crisis financiera rusa de 1998, la crisis de las tecnológicas en 2000, la crisis financiera de 2008, la crisis del sur de Europa de 2011 y el comienzo de la normalización de la política monetaria en 2015 y su continuación en 2017. A pesar de todo ello, los bonos BBB (especialmente los de más corto plazo, con un periodo normalmente de hasta cinco años hasta su vencimiento) generaron los mejores rendimientos ajustados al riesgo. Mejores que los de la alta rentabilidad. Mejores que cualquier otro nivel del segmento de GI. Mejores que el sector de tipos.

Cuadro 9: Riesgo frente a retorno de 560 índices US\$, GI, alta rentabilidad (HY) y tipos, utilizando rendimientos diarios desde 1991 a 2017.



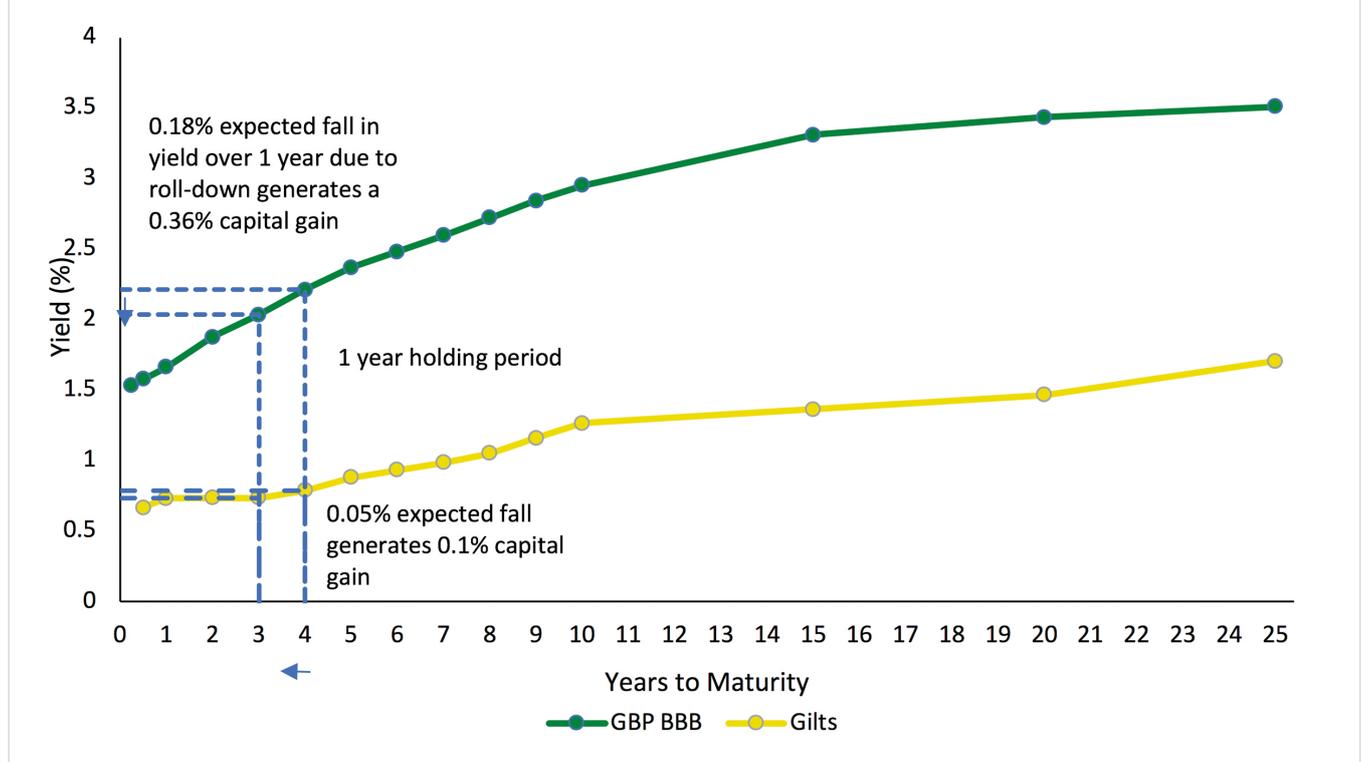
Fuente: TwentyFour (datos subyacentes de BAML)

CURVA ABAJO

Otra característica de los bonos BBB es que suelen tener curvas de tipos con pendientes pronunciadas, incluso cuando las curvas de la deuda soberana se mantienen planas (como sucede en Estados Unidos y Reino Unido ahora mismo). Cuanto más pronunciada es la pendiente de una curva, mayor es la ganancia de capital que genera el desplazamiento por la curva de tipos (estrategia *roll-down*) (si no se producen cambios en los demás factores). Esto no siempre es

garantía de éxito, porque en ocasiones las partes más pronunciadas de las curvas de tipos pueden ser partes con una duración elevada y en las que acechan las pérdidas de capital y la volatilidad. Pero una característica especialmente atractiva de los bonos BBB es que también se puede conseguir una curva con una pendiente pronunciada, y por tanto con ganancia de *roll-down*, con bonos a corto plazo que eviten los riesgos de la duración.

Cuadro 10: Curva de tipos de bonos BBB en libras frente a Gilt.



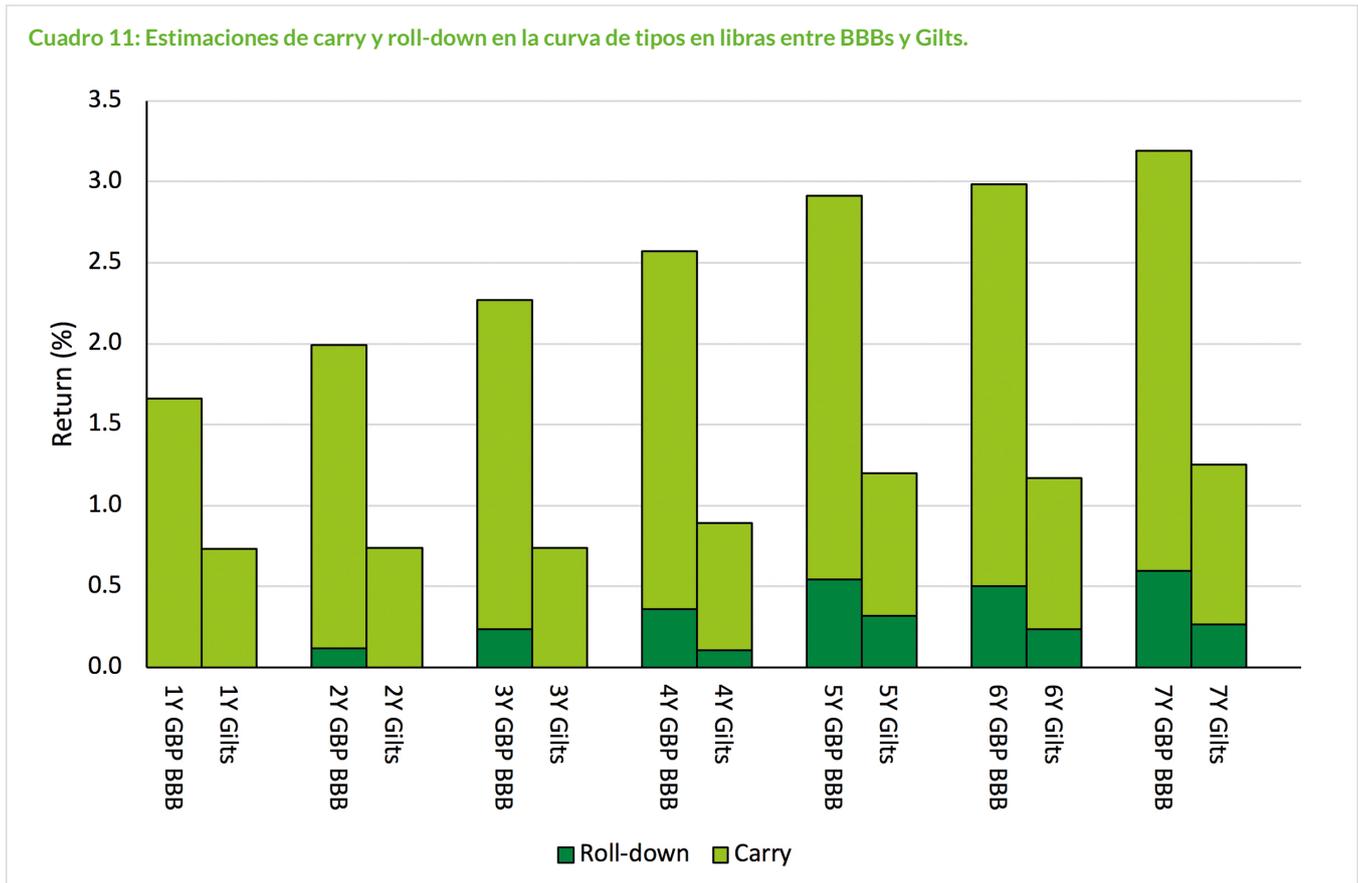
Fuente: TwentyFour

La línea amarilla muestra la curva plana de los Gilt; la línea verde muestra la pendiente relativa de los bonos BBB en libras. Suponiendo un periodo de tenencia de un año, y sin movimientos en el mercado, si se compra un Gilt a 4 años y se conserva durante un año, su rentabilidad cae 5 pb, generando una ganancia de capital de 10 pb. Si se hace lo mismo con un bono BBB a 4 años, se genera una caída de la rentabilidad de 18 pb y una ganancia de capital de 36 pb. Una ganancia de 36 pb con las rentabilidades actuales del mercado para el crédito GI representa aproximadamente un retorno adicional del

10%. Este efecto *roll-down*, además de la rentabilidad, es un factor muy útil para elevar los retornos totales de los bonos BBB que les proporciona una mayor probabilidad de retorno positivo en un entorno volátil y compensa además la volatilidad del capital.

¿Y cuánto se han de desplazar en la curva de tipos los inversores para maximizar las ganancias de la estrategia *roll-down*? En nuestra opinión, no más de cinco años hasta el vencimiento.

Cuadro 11: Estimaciones de carry y roll-down en la curva de tipos en libras entre BBBs y Gilts.



Fuente: TwentyFour

Las zonas en verde oscuro de las barras de este Cuadro muestran que más allá de cinco años hasta vencimiento las ganancias del *roll-down* no se incrementan sustancialmente; por tanto, ¿por qué asumir el riesgo de periodo de vencimiento, duración y volatilidad adicionales en este momento del ciclo?

SENSIBILIDAD A LOS MOVIMIENTOS DE LOS DIFERENCIALES DE CRÉDITO

Volvamos sobre la cuestión de la sensibilidad a los movimientos de los diferenciales que habíamos apuntado antes. Esta sensibilidad puede ser uno de los factores más importantes de creación de alfa para los inversionistas en crédito. Un bono de empresa de alta duración que se beneficia del estrechamiento de diferenciales o de la caída de la rentabilidad tendrá una importante ganancia de capital por ello; esta es la razón de que muchos inversores en deuda privada busquen deliberadamente ganancias de capital negociando correctamente a través del entorno de diferenciales o rentabilidad sobre posiciones a más largo plazo. Sin embargo, el problema suele comenzar cuando los diferenciales se amplían o aumentan las rentabilidades o cuando los mercados son volátiles y se mueven sin dirección. En esas circunstancias, las pérdidas de capital pueden aparecer rápidamente y la volatilidad del mercado puede también traducirse directamente en una elevada volatilidad de la cartera, con bonos de alta sensibilidad a los cambios en los diferenciales. Los bonos BBB, que habitualmente tienen una mayor beta, suelen presentar diferenciales más volátiles y esa volatilidad puede causar una mayor volatilidad del capital, aunque solo normalmente cuando los cambios en los diferenciales son de

moderados a altos. Los datos del sistema Observatory de TwentyFour – sistema propio que busca los valores con un valor relativo más interesante mediante un análisis de regresión de datos históricos combinados con variables como rentabilidad, volatilidad de precios, sector, diferenciales, etc. – muestran claramente que con bono BBB a corto plazo, una moderada volatilidad de los diferenciales no se convierte en volatilidad elevada del capital, a menos que el nivel bajo de volatilidad de los diferenciales pase a ser un nivel extremo.

No es ninguna sorpresa, pues, que descubriéramos que los mejores retornos ajustados al riesgo no se encuentran sin más en los bonos BBB, sino que son aún mejores cuando se trata en concreto de bonos BBB a corto plazo. Como se ha visto antes, los bonos BBB a 1-3 años ofrecen los mejores retornos ajustados al riesgo, seguidos de cerca por los BBB a 3-5 años. Esta es la razón de que los activos dominantes en la estrategia de GI de TwentyFour sean los bonos BBB con un periodo hasta el vencimiento de cinco años máximo. Naturalmente, las carteras que siguen esta estrategia incluyen a menudo bonos BBB a más largo plazo, además de bonos de deuda pública o algunos valores seleccionados con calificación A, pero la inversión en los bonos BBB a más largo plazo es más táctica dada su mayor sensibilidad a los movimientos de los diferenciales.

Para inversores más estratégicos, preferimos una distribución principal con bonos BBB con una sensibilidad a movimientos de los diferenciales moderada y baja, con mejor equilibrio de rentabilidades, estrategia *roll-down* de la curva de tipos y menor nivel de volatilidad del capital.

LIQUIDEZ

La liquidez es, por supuesto, un riesgo para todas las inversiones en renta fija, ya que es un mercado extrabursátil (OTC). Es una cuestión que nos tomamos tan en serio que limitamos la capacidad de todas las estrategias de nuestros fondos en TwentyFour. Es un tema sobre el discrepamos públicamente con el regulador británico en el pasado, cuando publicó un documento en el que afirmaba que la liquidez había mejorado desde 2008 (blog aquí). Y esa es la razón de que en nuestros fondos abiertos de valoración diaria nos movamos con extrema precaución en la elección de los activos con los que construimos las carteras. Por ejemplo, los fondos TwentyFour de grado de inversión nunca compran colocaciones privadas y tenemos una inversión permanente en una “cesta de liquidez” formada por bonos de deuda pública y supranacional que son, por lo general, de una liquidez extrema. Asimismo, creemos que los bonos sin calificación no ofrecen suficiente transparencia en cuanto a su precio (tienen el valor fijado por un modelo y no están integrados en ningún índice), ni suficiente liquidez (muchos mandatos de fondos de pensiones y compañías de seguros no permiten comprar bonos si no han recibido una calificación expresa), como para formar parte significativa de nuestros fondos abiertos.

¿Cuáles son las características concretas de liquidez de los bonos BBB? Una de las paradojas que hemos observado desde la crisis financiera es que mientras que la liquidez del mercado en general ha disminuido claramente, en especial por las presiones de la normativa Dodd-Frank y otros factores sobre los ratios de capital y los balances de los bancos, la liquidez de los bonos BB y BBB a corto plazo ha sido la más disponible en el mercado. Creemos que se debe a dos razones: la primera, que son típicamente beta superior y, por tanto, permite a los negociadores a obtener de ellos más dinero y, segundo, porque normalmente tienen un carry (rentabilidad) sustancialmente superior.

Durante el segundo semestre de 2018 se vieron importantes flujos de salida de los fondos de renta fija como clase de activo, además de la liquidación forzada de varios fondos. Las características intrínsecas de los bonos a corto plazo con buen carry son la causa de que a menudo fueran los activos más susceptibles de ser vendidos. No porque implicaran un riesgo mayor, sino porque eran los activos que los gestores pensaban que podían venderse más fácilmente para cerrar su precio de valoración. Muchos activos, como las colocaciones privadas y los bonos sin calificar no siempre se pueden vender cerca de sus marcas de valoración en periodos de poca asunción de riesgo, como fue el segundo semestre de 2018.

Como inversores en bonos de deuda privada, no vemos en ningún caso que los bonos BBB tengan menos liquidez que otros bonos de empresa.

SUMARIO

Reconocemos que se ha hablado mucho recientemente en la prensa sobre la posibilidad de que el incremento del mercado de bonos BBB suponga un riesgo importante para los inversores en grado de inversión, dadas las perspectivas de que los “ángeles caídos” acaben por incurrir en impagos. Hemos recibido numerosas consultas de clientes por ello. Pero creemos que los informes sobre el fin de los bonos BBB como generadores de los mejores retornos ajustados al riesgo del mercado global de renta fija son exagerados, por los siguientes motivos:

- Los bonos BBB se han convertido en el segmento de calificación más numeroso dentro de los índices de GI.
- Al tiempo que ha aumentado el nivel de endeudamiento de las empresas, las primas por diferenciales de los bonos BBB frente a los bonos A también se ha elevado, por lo que no existe una compresión sistémica de diferenciales que explique la tendencia de emisión.
- Si se analiza el trabajo realizado por las agencias de calificación a partir de 2008 se explica la mayor proporción de bonos BBB en los índices: creemos que el nivel de exigencia para conseguir una A es ahora mayor.
- Los bonos BBB no suelen tener impagos: el nivel máximo de impagos en un año desde 1970 es del 1,02%
- Los datos de transición para periodos de cinco años muestran que la probabilidad de rebaja de calificación a BB era de menos del 8%.
- La tasa acumulada total de impagos en bonos BB es inferior al 5% en un periodo de tenencia de tres años.
- Las pérdidas previstas para una cartera con una inversión pasiva del 100% en bonos BBB, suponiendo que no se haya producido ninguna recuperación, sumando la probabilidad de rebaja de calificación y probabilidad de impago son: 0,34% para bonos con rebaja de la nota a BB y 0,33% para bonos con rebaja a B. Esto significa unas pérdidas totales previstas del 0,67% sin gestión activa, cobertura o mitigación de riesgo ni valor de recuperación.
- Los bonos BBB han generado y siguen generando unos rendimientos significativamente superiores a los otros segmentos dentro de grado de inversión.
- Los bonos BBB han producido los mejores retornos ajustados al riesgo de toda la renta fija, en Europa y en Estados Unidos, comparados con activos con calificación de GI, alta rentabilidad y del mercado de tipos.
- Los bonos BBB tienen el mejor potencial de ganancias de roll-down, incluso con sensibilidad a movimientos de los diferenciales.
- Ningún activo supera a los bonos BBB con menos de cinco años hasta vencimiento en cuanto a retornos ajustados al riesgo.
- Se espera que sean líquidos y, en especial, más líquidos que otros productos de crédito.
- Mantener una sensibilidad moderada a los cambios en los diferenciales debería ser la mejor protección frente a la volatilidad del capital.

Los inversores en crédito no deben nunca bajar la guardia: siempre debe respetarse y gestionarse el perfil de riesgo asimétrico. Pero creemos que eludir el producto con mejores rendimientos absolutos y ajustados al riesgo sería la peor consecuencia de esa vigilancia para los inversores de renta fija.

Los bonos BBB no tienen riesgos intrínsecos y algunos son elevados en comparación con otros activos dentro de la renta fija, pero los beneficios pueden compensar en gran medida esos riesgos en cualquier caso controlables. En nuestra opinión, no hay mejores activos, pero deben someterse a una inversión activa para poder disfrutar de sus virtudes y evitar los “ángeles caídos” siempre que sea posible.

En contra del escenario infernal que algunos analistas han pintado, yo diría que los bonos BBB son enviados del cielo, y usted verá si los deja escapar.



Este documento lo ha preparado TwentyFour Asset Management LLP (en lo sucesivo, "TwentyFour"), como gestora de los valores y/o estrategias comentados, en nombre de Vontobel Asset Management AG (en lo sucesivo, "Vontobel"; y, a título colectivo, "nuestro/nosotros"), exclusivamente a título meramente informativo y no constituye ninguna invitación, oferta o recomendación para comprar o vender instrumentos de inversión o estrategias comentados, ni para realizar transacciones o actos jurídicos de ningún tipo.

Ninguna parte del contenido del presente documento se deberá interpretar como asesoramiento jurídico, fiscal, regulatorio, contable o de inversión o como recomendación, ni que formule manifestaciones sobre la idoneidad de alguna de las inversiones y/o estrategias comentadas. Los potenciales inversores deberán recabar orientación profesional antes de decidirse a realizar o no una inversión.

No se podrán realizar ofertas, ventas, reventas o entrega de valores gestionados por TwentyFour o alguna de sus filiales ni distribuir ningún material de oferta relativo a dichos valores en o desde ninguna jurisdicción salvo en circunstancias que se traduzcan en el cumplimiento de cualesquiera leyes y regulaciones de aplicación y que no impongan obligación alguna sobre lo que antecede. Ni el presente documento ni una copia del mismo se podrá distribuir en una jurisdicción en la que su distribución estuviere restringida por ley. Las personas que reciban este documento deben informarse sobre dichas restricciones y observarlas. En particular, este documento no se deberá distribuir ni entregar a personas de EE.UU. y no se deberá distribuir en los Estados Unidos.

En el Reino Unido, se deberá distribuir únicamente a profesionales de la inversión (conforme se definen en el artículo 19 de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (Promoción Financiera) Orden 2005)). Fuera del Reino Unido, está dirigido a clientes profesionales o contrapartes elegibles y no tiene por objeto su distribución a clientes minoristas o su utilización por estos, conforme los define la Directiva 2014/65/EU.

En cualquier caso, las inversiones en participaciones/unidades de un instrumento financiero deberán llevarse a cabo exclusivamente sobre la base del correspondiente documento de oferta y después de recabar el consejo de un especialista financiero, jurídico, contable y fiscal independiente.

Todas las opiniones y estimaciones se ofrecen a la fecha del presente, están sujetas a cambio y es posible que este ya se haya producido. El valor de cualquier inversión puede fluctuar como resultado de los cambios que se operen en el mercado. La información que se recoge en el presente documento no tiene por finalidad predecir los resultados reales y cabe ofrecer garantías con respecto a los mismos. La rentabilidad pasada, las simulaciones de la rentabilidad pasada y las proyecciones de rentabilidad no son indicadores fiables de la rentabilidad futura. El valor de cualquier inversión comentada y los rendimientos de la misma pueden bajar, además de subir, como resultado de las fluctuaciones del mercado y de la moneda y es posible que no se recupere la cantidad invertida originalmente. Los datos de rentabilidad no tiene en cuenta las comisiones y costes que se cargan cuando la inversión se emite o se amortiza.

Aunque creemos que la información facilitada en el presente documento se basa en fuentes fiables, no podemos asumir responsabilidad alguna respecto de la calidad, corrección, oportunidad o exhaustividad de la información contenida en el mismo, incluida la que se haya obtenido de servicios comerciales y estadísticos o se base en los mismos, así como la de otras fuentes terceras.

En la más amplia medida que permita la ley, no seremos en modo alguno responsables de los daños o perjuicios sufridos debido al uso de la presente información o el acceso a la misma, o a nuestra omisión de proporcionarla. Nuestra responsabilidad por negligencia, incumplimiento de contrato o infracción de alguna ley resultantes de nuestra omisión de proporcionar esta información o alguna parte de la misma, o de problemas con la información, que no quepa excluir legalmente, queda limitada, a nuestra elección y en la más amplia medida que permita la ley, a volver a suministrar esta información o alguna parte de la misma, o a pagar para que se vuelva a suministrar esta información o alguna parte de la misma.

TwentyFour Asset Management LLP está inscrita en Inglaterra con el n.º OC335015, y está autorizada y regulada en el reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera, FRN n.º 481888. Domicilio social: 8th Floor, The Monument Building, 11 Monument Street, Londres, EC3R 8AF. Copyright TwentyFour Asset Management LLP, 2018 (reservados todos los derechos). El presente documento es confidencial, y ninguna parte del mismo se podrá reproducir, adaptar, subir a una tercera parte, enlazar, enmarcar, interpretar en público, distribuir o transmitir sin el permiso previo por escrito de TwentyFour.

twentyfouram.com

8th Floor
The Monument Building
11 Monument Street
London
EC3R 8AF

T +44 (0)20 7015 8900
F +44 (0)20 7015 8901
E sales@twentyfouram.com