

NOTA DE ANÁLISIS

Noviembre 2018

Expectativas de spread. Efecto en rating y pendiente

GRÁFICO 1: **Peso de la reinversión del APP por programas**

Fuente: BCE

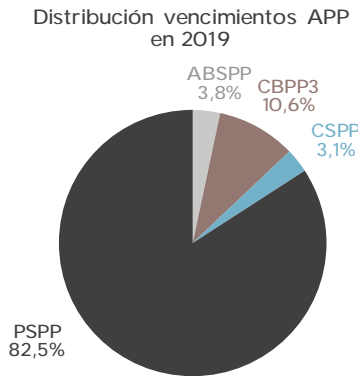
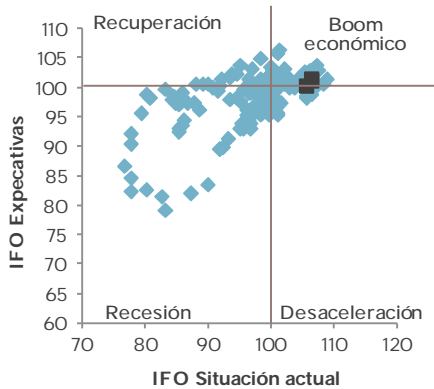


GRÁFICO 2: **Escenario macro que descuenta el IFO**

Fuente: Bloomberg



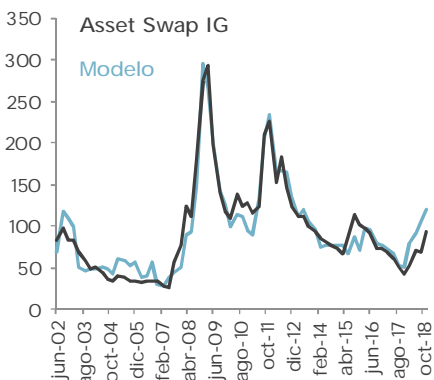
En la presentación de nuestras previsiones de mercado de cara al año que viene planteábamos una alta dosis de cautela respecto al comportamiento del crédito privado en euros. Este posicionamiento se fundamentaba en los siguientes elementos:

- 1) La menor presencia que el BCE tendrá en el mercado, dado el bajo nivel de reinversión que se espera para el CSPP entre los meses de enero y octubre de 2019 (ver gráfico 1).
- 2) La ralentización económica que está experimentando la Zona Euro, tanto en las referencias de actividad real, como en los principales indicadores adelantados, con un IFO alemán que ya plantea un contexto de desaceleración.
- 3) El efecto que esta ralentización está teniendo sobre las estimaciones de beneficios y la posible reducción, aunque leve, de la calidad crediticia que en términos agregados ello genera. Es cierto que hay elementos que siguen siendo positivos, como el desapalancamiento que ha experimentado el sector privado, pero, en general, sólo ayudan a compensar parcialmente los elementos negativos anteriormente señalados.
- 4) Ciertas situaciones de elevado estrés en el mercado de deuda pública (crisis de Italia) que, más allá de tener un impacto principalmente doméstico, sí puede generar algún tipo de contagio a emisores privados (entidades financieras y no financieras con exposición a esta economía por ejemplo). Un ejemplo de ello es la emisión de ayer de un senior non preferred por parte de Unicredit a un spread de 420 pb.

En esta nota queremos trasladar un poco más de color sobre las implicaciones que esta visión puede llegar a tener en diferentes elementos del mercado de crédito.

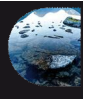
GRÁFICO 3: **Estimación de spreads IG EUR según modelo**

Fuente: Inverseguros, Bloomberg, BCE



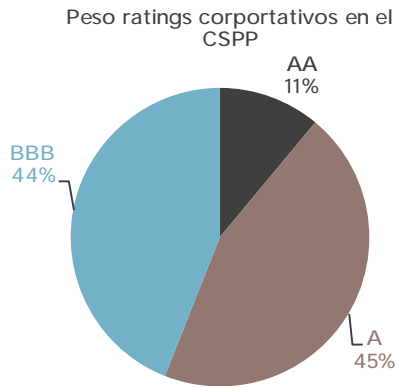
¿Cuál es el objetivo de spread que trasladan los fundamentales actuales?

Más allá de plantear una tendencia determinada para los spreads, también es interesante presentar algún tipo de objetivo para los mismos. Para ello, hemos actualizado nuestro modelo de diferenciales para el mercado Investment Grade en euros, que utiliza como inputs variables macro, micro, así como elementos ligados directamente al sentimiento de mercado (volatilidad, spreads de la periferia o pendiente de la curva alemana). Según este estudio, el fair value del índice IG EUR de Merrill Lynch estaría un poco por encima de los 115 p.b, lo que supondría llegar a alcanzar el pico de principios del 2017 (ver gráfico 3). Cabe destacar que la práctica totalidad de las variables explicativas



Expectativas de spread. Efecto en rating y pendiente

GRÁFICO 4: **Peso de ratings en el CSPP**
Fuente: BCE



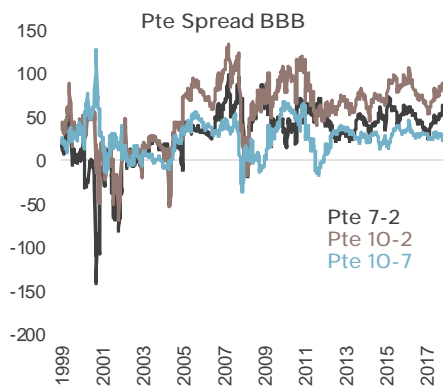
contribuyen a este incremento de spreads, aunque el elevado grado de volatilidad que se ha observado recientemente tiene un protagonismo algo mayor que el resto y, por lo tanto, la previsión debería ser algo menor en un contexto de cierta estabilidad.

Sin duda, la consecución de este escenario significaría un deterioro relativamente importante desde los 94 pb que existen en la actualidad, en la medida que supondría un aumento del 26%. En cualquier caso, tampoco estaríamos hablando de unos niveles excepcionalmente elevados desde un punto de vista histórico, lo cual ahonda en la idea del notable encarecimiento que acumuló la renta fija privada a lo largo de los últimos años. Y es que pocas veces en la historia reciente se habrá visto una situación en la que los diferenciales puedan llegar a ampliar 77 pb desde su mínimo y, pese a ello, los mismos se mantengan bastante en línea con su media histórica.

¿Cómo puede afectar nuestra visión de spreads a los distintos ratings y pendientes de crédito?

Pero más allá de plantear una cierta perspectiva en lo que a la evolución de los spreads de crédito en términos agregados se refiere, conviene tener en consideración las implicaciones que todo ello puede llegar a tener en términos de ratings y de pendientes.

GRÁFICO 5: **Pendientes de spread en el rating BBB**
Fuente: Bloomberg



En lo que al primer punto se refiere, pensamos que la calificación que puede estar más expuesta a una dinámica negativa es el BBB. En primer lugar, porque se trata del eslabón más frágil del segmento Investment Grade, pero también porque ha sido uno de los principales focos de demanda del BCE bajo el CSPP (supone más de un 40% del programa de préstamos de títulos ligado al mismo, tal y como se puede observar en el gráfico 4). Por lo tanto, tiene lógica pensar que este grupo se pueda ver especialmente afectado por la menor presencia que la Autoridad Monetaria tendrá en el mercado. Adicionalmente, también conviene destacar, el riesgo que esto puede suponer para el comportamiento de los índices de crédito, donde la presencia de los nombres BBB's ha aumentado de manera bastante significativa en los últimos años.

A la hora de valorar el impacto de la situación general en términos de pendientes de spreads conviene tener en consideración diferentes elementos. El primero de ellos sería el análisis de la situación actual desde un punto de vista histórico. De esta manera, se puede observar como la pendiente 10-2 y 7-2 de los índices A y BBB experimentaron un fuerte incremento a lo largo del 2018, llegando a alcanzar niveles bastante elevados (especialmente el segundo de ellos). El 10-7, por su parte, observó un comportamiento diferente, planteando un ligero aplanamiento a lo largo de este año y situándose en niveles reducidos (ver gráfico 5).

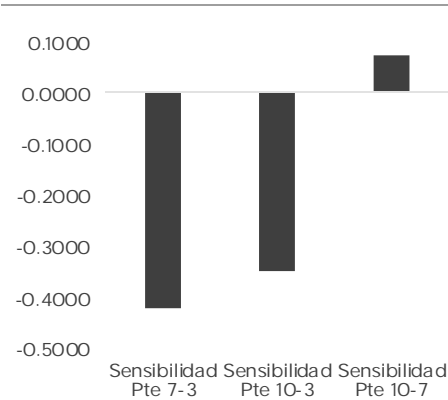
Teniendo en consideración lo anterior, y bajo la perspectiva de aumento de spreads que dibujamos en el primer punto, tendría sentido esperar un bear flattening en las pendientes 10-2 y 7-2,



Expectativas de spread. Efecto en rating y pendiente

GRÁFICO 6: Sensibilidad pendientes a spread BBB

Fuente: Bloomberg



que llevase ambas referencias a niveles algo más en línea con su promedio histórico. En teoría este posicionamiento ganaría mayor peso en el caso de los BBB's, si tenemos en consideración la sensibilidad histórica negativa que reflejan estas pendientes con el movimiento agregado de los spreads desde el 2000 (ver gráfico 6). Es decir, en media los aumentos de diferenciales en el mercado BBB se han traducido en aplanamientos en las pendientes 10-2 y 7-2.

Sin embargo, al realizar un análisis en términos medios se corre el riesgo de perder parte de información que puede llegar a ser relevante en la toma de decisiones. Es por ello que hemos querido realizar un estudio de sensibilidad individualizado de cada uno de los periodos en los que hemos observado un mercado bajista en el selectivo BBB, para valorar si podemos observar diferentes patrones de conducta (ver tabla 1).

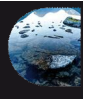
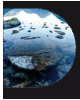
TABLA 1: Sensibilidad de las pendientes a los movimientos del spread BBB en distintos escenarios de ampliación

Fuente: Inverseguros y Bloomberg

Acontecimiento	Inicio	Final	Sensibilidad Pte 7-2	Sensibilidad Pte 10-2	Sensibilidad Pte 10-5
Burbuja .com	31/12/1999	25/10/2002	-0.96	-0.65	0.30
Crisis Subprime	22/06/2007	03/04/2009	-0.38	-0.45	-0.08
Crisis deuda UME	06/05/2011	20/01/2012	-0.06	-0.11	-0.05
	16/03/2012	29/06/2012	0.15	-0.09	-0.24
	06/03/2015	19/02/2016	0.11	0.08	-0.03
	26/01/2018	23/11/2018	0.22	0.37	0.15
Promedio			-0.34	-0.35	-0.02

Los resultados no dejan de ser reveladores, ya que se puede apreciar cómo esa sensibilidad negativa entre las pendientes y el comportamiento del spread no es extensible a todos los periodos de estudio ni mucho menos, existiendo dicha relación en la penalización observada entre el 2000 y el 2002, el 2007 y el 2009, además del 2011 y el 2012. Sin embargo, en los episodios posteriores se puede apreciar una sensibilidad mayormente positiva (ampliaciones de diferenciales conviven con incrementos de pendientes). En realidad, esta divergencia no deja de tener sentido, si consideramos que en el primer grupo se produjeron sendas recesiones que incrementaron notablemente la probabilidad de default del mercado y, bajo esta situación, tiene sentido que las pendientes de spreads experimenten aplanamientos por mayor tensionamiento de los tramos cortos. En el segundo grupo, sin embargo, el entorno macro era más positivo y, por lo tanto, este tipo de comportamiento tenía un menor sentido.

Estos resultados nos conducirían directamente a la siguiente conclusión: para plantear el comportamiento de la pendiente en los spreads de crédito del selectivo BBB es muy relevante valorar hasta qué punto el desarrollo macroeconómico actual puede llegar a deteriorarse. En este sentido, por el momento existen señales lo suficientemente sólidas como para pensar que una recesión en la Zona Euro es bastante improbable en un periodo de tiempo razonable y, por lo tanto, se puede seguir



Expectativas de spread. Efecto en rating y pendiente

fundamentando un mantenimiento de las pendientes elevadas actuales. En cualquier caso, conviene tener muy presente la gran cantidad de focos de incertidumbre que nos rodean (guerra comercial y su impacto en economías de gran calado para la UME como Alemania, situación en Italia, en países emergentes, etc) y que podrían precipitar un cambio en esta valoración.

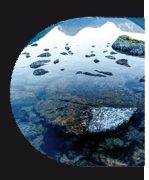
Conclusiones

- 1) Existen razones de peso para manejar una ampliación adicional de spreads en el mercado de crédito de cara al año que viene, tanto desde el punto de vista macroeconómico, como de mercado.
- 2) Bajo este escenario, el rating que podría estar más expuesto sería en BBB, por ser el eslabón más débil del mercado IG, como por haber acumulado una alta demanda del BCE bajo el CSPP en los últimos años.
- 3) Se puede llegar a defender un contexto de mantenimiento de pendientes de spreads elevadas, en la medida que el entorno macro que se puede dibujar en un periodo de tiempo razonable no pasa por una recesión.



Inverseguros S.V.

DUNAS CAPITAL



Inverseguros

Plaza de las Cortes, 2 - 4ª planta.
28014 Madrid.
Tel. +34 914 263 820/6
Fax: +34 915 777 514

Análisis

Borja Gómez (Director)
fbgomez@inverseguros.es
Silvia Verde
sverde@inverseguros.es
Patricia Rubio
correo@inverseguros.es

Mesa de Operaciones

Paco Otero (Director)
fotero@inverseguros.es
Lola Aragón
laragon@inverseguros.es
Carlota de la Torre
ctorre@inverseguros.es

Francisco Abascal
fabascal@inverseguros.es
Antonio Daniele
adaniele@inverseguros.es
José Luis Carmona
jcarmona@inverseguros.es

Tel. +34 915 77 3970

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SV SAU, de fuentes que considera fiables. Las opiniones vertidas en el mismo han sido elaboradas de buena fe y son exclusivas de su Departamento de Análisis y no pueden ser consideradas como una oferta de compra o de venta de acciones. Inverseguros SV SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. El sistema retributivo del/los analista/s de los informes se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo Inverseguros, pero en ningún caso está vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas, ni/o a operaciones de banca de inversión realizadas por Inverseguros SV, SAU ni/o por personas jurídicas vinculadas. Inverseguros SV, SAU, es una empresa de servicios de inversión sometida a la legislación española, bajo supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y dispone de un Reglamento de Conducta que puede ser consultado en su página en Internet. www.inverseguros.es