



¿Existe sobrevaloración en la renta fija? Un estudio empírico

Miguel Ángel Bernal Alonso | Javier Santacruz Cano

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN IEB

WP-2015-1011-TA



ÍNDICE

Presentación y conclusiones	2
1. Introducción	4
2. Estimaciones y principales resultados	6
3. Escenarios macroeconómicos y la hipótesis de sobrevaloración de la renta fija	8
Escenario de política monetaria acomodaticia	10
Escenario de política monetaria expansiva	11
Escenario de política monetaria contractiva	12
Escenario central de este estudio	14
4. La situación del mercado de deuda por debajo del “investment grade”	15
5. Observaciones	19
Anexo 1.	
Nota metodológica	20
Anexo 2.	
Impacto del rating e implementación de medidas sobre recursos propios de los bancos en la liquidez de la renta fija y consecuencias en su valoración	22

Presentación y conclusiones

En el contexto actual de tipos de interés históricamente bajos, donde en los plazos más cortos muchos activos ofrecen tipos negativos, la renta fija y su análisis es uno de los aspectos que más atención acapara en estos momentos.

A través de este informe, que tiene un sesgo académico, el departamento de investigación del IEB quiere contribuir al debate centrándose en dos aspectos: si existe realmente y como se manifiesta una sobrevaloración de la renta fija o dados los niveles de actividad y evolución de precios, si realmente los tipos cotizados en los mercados responden a los fundamentos. Precisamente la primera parte de este estudio intenta dar respuesta a esta cuestión.

Aunque somos conscientes de que la cuestión de la sobrevaloración es muy importante, hay otros aspectos que en estos momentos acaparan también la visión de inversores, emisores y analistas y que se centran en la iliquidez y las posibilidades de emitir sin rating. En la segunda parte se analizan estas cuestiones desde una visión empírica.

CONCLUSIONES

- a) **No hay sobrevaloración en la renta fija**, en virtud de los escenarios de política monetaria planteados y en el escenario central que proponemos en este estudio. Los tipos de interés no estarían por debajo de los tipos de interés teóricos calculados (izquierda, Estados Unidos; derecha, Eurozona).
- b) En opinión de los autores, a pesar de los resultados obtenidos a partir de los modelos teóricos, **en Europa puede haber una cierta infravaloración de los bonos, es decir, los tipos de interés podrían caer aún más**. Para ello, se basan en las previsiones de crecimiento de la Comisión Europea, el discurso del presidente del BCE Mario Draghi, el cual podría llevar al BCE a un aumento de la intensidad y extensión del calendario del actual QE.
- c) **La vigilancia de la liquidez de los mercados financieros es un tema que revierte una gran importancia para los agentes participantes en los mismos**. En el caso de renta fija aún más, dado que nos encontramos que presentan, generalmente, una mayor iliquidez que la de los activos de renta variable. La importancia radica en tres aspectos: dificulta las transacciones creando una barrera de entrada a nuevos participantes, redundando en una mala formación de precios y eleva la volatilidad de los mismos.

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,3	0,73
2 años	2,2	2,73
3 años	2,28	2,82
5 años	2,86	3,43
10 años	3,52	4,12

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,73	1,20
2 años	2,24	2,79
3 años	2,87	3,46
5 años	3,33	3,94
10 años	4,04	4,68

- d) Uno de los grandes tenedores de bonos son los bancos, los cuales están inmersos en un proceso complejo y dilatado de revisión de su normativa, conocido como Basilea IV. En este sentido, y a la espera de conocer la concreción de la normativa, la cual es previsible se promulgue durante el próximo ejercicio, conviene señalar que **en el caso de incrementar las presiones sobre el tratamiento de riesgo de las emisiones de renta fija, los bancos podrían rebajar su exposición a la renta fija por lo que podría aumentar la iliquidez de los mercados de renta fija, especialmente el de las emisiones corporativas con las consecuencias que de ello se deriva.**
- e) Asimismo, conviene señalar la **necesidad de contar con la calificación de una agencia de rating en las emisiones**, dado que tanto por parte de la normativa de Basilea IV para los bancos, las limitaciones de fondos de inversión y pensiones sobre bonos sin rating, así como el tratamiento contable de las entidades aseguradoras, una emisión sin rating no sólo va a contar con un grupo de inversores potenciales muy reducido, sino también con una mayor iliquidez.

I. Introducción

La actual política monetaria de los Bancos Centrales es, sin duda, uno de los elementos de excepcionalidad que tenemos sobre los mercados y, en general, sobre la economía mundial. La respuesta dada a la crisis financiera desatada en 2007 está continuando más de lo que inicialmente se preveía y va camino de convertirse en un shock de carácter permanente cuando en sí mismo tenía todos los visos de ser transitorio.

Dentro de la dinámica de los diferentes Bancos Centrales a nivel mundial, fijamos nuestra atención en la comparativa entre Estados Unidos (Reserva Federal) y la Zona Euro (Banco Central Europeo, BCE). En este sentido, la Reserva Federal fue la primera institución monetaria en poner en marcha un programa de expansión monetaria que se denominó “quantitative easing” (QE) en diciembre de 2008. No fue hasta 2015, cuando el BCE decidió también emprender la misma política basada en la compra masiva de bonos tanto públicos como privados.

Siete años después, la política monetaria en Estados Unidos tiende a normalizarse a través de una pronta subida de los tipos de interés, una vez que se han alcanzado los objetivos que perseguía el banco central: por un lado, el “pleno empleo” (reducción de la tasa de paro hasta el 5%) y, por otro lado, una tasa de inflación cercana al 2% interanual. La probabilidad de que se produzca esta subida de tipos –condicionada al escenario macroeconómico actual– se encuentra por encima del 50%.

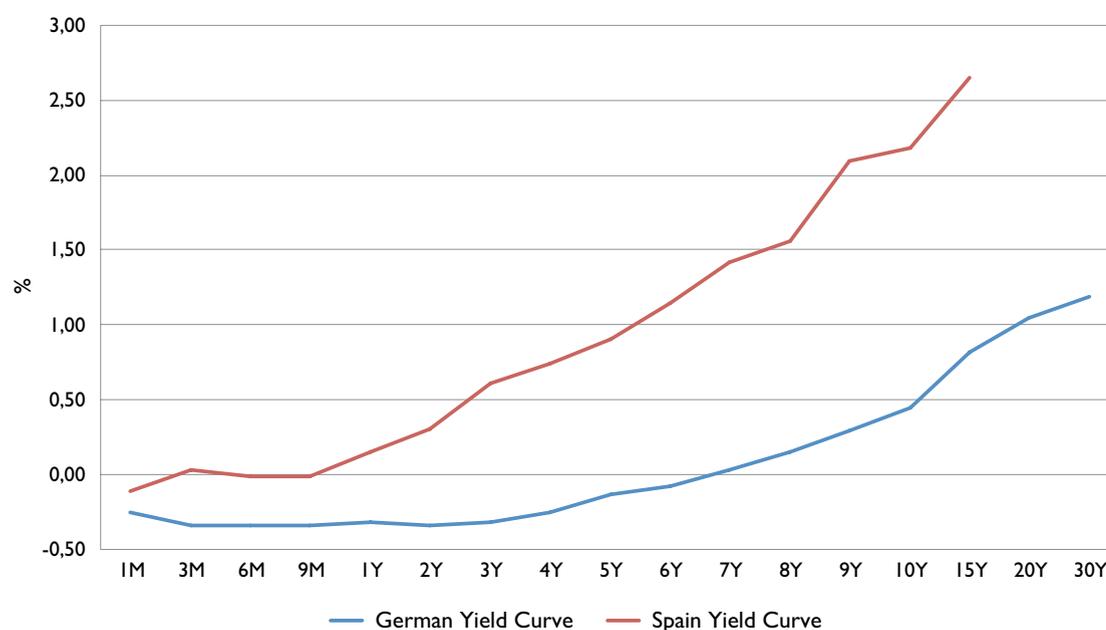
Distinto es, en cambio, el escenario en la Zona Euro, donde la tendencia es hacia más estímulos monetarios en forma de compra de activos públicos y privados y poner más en negativo la facilidad marginal de depósito. La ampliación del programa de compra de activos hasta 80.000 millones de euros frente a los 60.000 millones actuales (con un probable cambio en la composición de los activos susceptibles de compra), puede suponer un estímulo para el ritmo de emisiones de títulos de renta fija como titulizaciones y Project bonds.

Este hecho hace pensar inmediatamente en sus efectos tanto a corto como a largo plazo. Más allá del debate académico o profesional de si es buena o mala la intervención de los Bancos Centrales, el elemento central de discusión es la efectividad de las medidas y las repercusiones que está teniendo sobre la economía real y sobre los mercados de financiación.

Solamente la probabilidad de que esto se produzca ha llevado a que la mayor parte de los bonos de los Tesoros europeos tengan una parte sustancial de su curva de tipos en negativo. Es el caso de Alemania, donde la curva de tipos de interés está en negativo hasta el 6º año, mientras que España tiene también tipos de interés negativos hasta el 2º año, tal como se puede ver en el gráfico anterior.

Gráfico 1. Curvas de tipos de interés de España y Alemania (octubre de 2015)

Fuente: Elaboración propia. Bloomberg



Los países “core” o de la Europa Central –Alemania, Holanda, Bélgica, Austria o Francia– tienen en este momento su curva de tipos de interés en negativo hasta el vencimiento del 5º año (Alemania hasta el 6º año) mientras que los países rescatados o que están bajo algún tipo de tutela por parte de las autoridades comunitarias (como Grecia o Portugal) tienen toda su curva en positivo. Excepciones a ello son España e Irlanda, con curva en negativo hasta el medio plazo (Irlanda la tiene hasta el 2º año).

En el presente estudio, prestaremos atención a un mercado en especial: el mercado de renta fija. Es, sin temor a equivocarnos, uno de los segmentos más complicados de gestionar en los tiempos actuales de tipos de interés prácticamente nulos, tasas de inflación también cercanas a cero y crecimiento económico débil a nivel mundial. En renta fija –al contrario que en la renta variable– el manejo de los diferenciales de tipos de interés es la clave a la hora de generar valor, mientras la balanza se inclina hacia la renta variable en medio mundo.

La conjugación de estos tres elementos –bajo crecimiento, inflación nula y tipos de interés también nulos– es el reto al que se enfrentan los gestores de renta fija en este momento y ante los que se plantean las mismas preguntas: ¿está sobrevalorada la renta fija independientemente del rating que tenga? ¿Hasta qué punto en el mercado se están dando señales correctas de precios? Estas preguntas son las que responderemos en el presente estudio que tiene eminentemente un carácter empírico.

2. Estimaciones y principales resultados

De acuerdo a las herramientas que utilizamos habitualmente para el cálculo de los tipos de interés tanto teóricos como a plazo¹, los tipos de interés reales y nominales para los dos primeros años son tal como aparecen en las siguientes dos tablas:

Tabla 1. Tipos de interés real y nominal con Taylor. Estados Unidos (2015-2016)

Fuente: Elaboración propia

	Tipo de interés real	Tipo de interés nominal
2015	0,24	0,3
2016	1,05	2,2

Tabla 2. Tipos de interés real y nominal con Taylor. Eurozona (2015-2016)

Fuente: Elaboración propia

	Tipo de interés real	Tipo de interés nominal
2015	0,54	0,73
2016	1,22	2,24

Observamos cómo, tanto en el caso de Estados Unidos como en la Zona Euro, la tendencia de los tipos de interés reales es converger hacia el 1%. En el caso de este año 2015, con inflación prácticamente nula, la diferencia entre tipos reales en Europa y Estados Unidos se sitúa en torno a las tres décimas.

Una vez realizado el cálculo del tipo de interés en los dos primeros años a través de la Regla de Taylor, para los siguientes años (3 años, 5 años y 10 años) se calcula la curva de rendimientos a plazo implícitos siguiendo la formulación habitual²:

⁽¹⁾ Ver Anexo: Nota Metodológica

⁽²⁾ Ver también Nota Metodológica

Tabla 3. Curva de rendimientos a plazo implícitos. Estados Unidos (2017, 2020 y 2025)

Fuente: Elaboración propia

	Tipos implícitos
2017	2,28
2020	2,86
2025	3,52

Tabla 4. Curva de rendimientos a plazo implícitos. Eurozona (2017, 2020 y 2025)

Fuente: Elaboración propia

	Tipos implícitos
2017	2,87
2020	3,33
2025	4,04

Por último, se calcula la curva de rendimientos cupón-cero como composición de los dos primeros años y los implícitos de los años siguientes (tres, cinco y diez años).

Tabla 5. Curva de rendimientos cupón cero. Estados Unidos (2017, 2020 y 2025)

Fuente: Elaboración propia

	Tipos implícitos
2017	1,70
2020	2,13
2025	2,62

Tabla 6. Curva de rendimientos cupón-cero. Eurozona (2017, 2020 y 2025)

Fuente: Elaboración propia

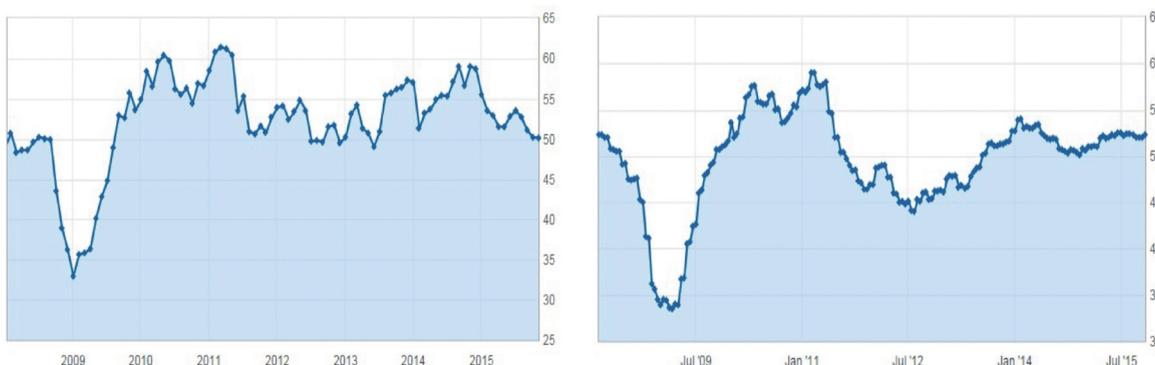
	Tipos implícitos
2017	4,70
2020	5,44
2025	6,61

3. Escenarios macroeconómicos y la hipótesis de sobrevaloración de la renta fija

A las condiciones extraordinarias de liquidez existentes en el mercado, cabe unir para realizar un completo escenario de la situación, la evolución macroeconómica tanto de Estados Unidos como de la Eurozona. En este sentido, las últimas estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional, apuntan a una ralentización evidente de la actividad económica en todo el mundo tras la reducción de las tasas de crecimiento de China y el parón económico en los emergentes excepto India. Estas perspectivas parecen totalmente apropiadas si tenemos en cuenta los indicadores adelantados de las primeras economías mundiales como son los *Purchase Manager Index*, PMI. Estos indicadores, recordemos que son utilizados como adelantados o predictores de la tendencia del crecimiento en los próximos 3 – 9 meses, se vienen moviendo en el rango de 50 puntos o incluso por debajo, avalando por tanto la atonía con tendencia a la desaceleración prevista en el informe del FMI.

Gráficos 2 y 3. Evolución de los PMIs de Estados Unidos y la Zona Euro

Fuente: Markit Economics



Ante esta situación, la política monetaria puede tomar tres escenarios replicando el comportamiento de los últimos diez años. En primer lugar, una política monetaria *acomodatícia*, caracterizada por una flexibilidad extrema de los tipos de interés, habilitación de mecanismos de descuento de papel público y privado como garantía para dar más crédito y compras de activos con planes como el del Banco Central Europeo (BCE). A este escenario, le asignamos una probabilidad del 55% a tenor de las declaraciones de los presidentes de los Bancos Centrales.

En segundo lugar, podría presentarse una nueva ronda de políticas monetarias *expansivas* al estilo de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón. De ello depende la discusión en el seno de la Reserva Federal de los Estados Unidos, entre los partidarios de no subir los tipos de interés y los que sí creen que sería necesario un encarecimiento del precio del dólar. El escenario, por tanto, podría ser caracterizado por el período 2008-2010 donde se tomaron medidas drásticas de reducción de tipos de interés y compras masivas de activos financieros. La probabilidad asignada a este escenario es del 40%.

Incluso dentro de este escenario no descartamos el acompañamiento de medidas de política fiscal, ahora bien y en este sentido es necesario tener presente que los altos niveles de apalancamiento a nivel privado y público de prácticamente todos los países no permiten grandes alegrías. En todo caso, creemos que en este escenario pueden surgir políticas más imaginativas, al estilo del plan Juncker, donde por cada aportación de 1 euro público se espera conseguir otros 15 adicionales por parte del sector privado; en concreto serán 16.000 millones lo aportado al Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas para llevar a cabo inversiones por valor de 315.000 millones de euros, contando además con otro fondo por valor de 5.000 millones del Banco Europeo de Inversiones destinado a las Pymes.

Por último, cabe señalar otro escenario de política monetaria restrictiva u ortodoxa que ya se desarrolló entre los años 2004 y 2007. Después del pinchazo de la burbuja puntocom y los problemas financieros derivados de los atentados del 11 de Septiembre de 2001, los Bancos Centrales volvieron a la ortodoxia aplicando varias subidas de tipos de interés conforme la economía se alzaba hasta su máximo de crecimiento de las últimas dos décadas.

En este sentido, la probabilidad estimada es del 5% no sólo por la actitud de los Bancos Centrales sino también por la diferencia notable de condiciones macroeconómicas entre el período 2004-2007 y el actual. En aquella época, la economía se encontraba en plena fase de expansión después de una crisis menos profunda que la actual.

Creemos que es muy ilustrativo de la escasa probabilidad que le asignamos a los últimos movimientos de la FED. El banco central americano lleva intentando subir los tipos de interés durante buena parte del año, todas las expectativas estaban centradas en la reunión de octubre, sin embargo los problemas de los emergentes, la devaluación controlada del yuan, así como un mercado laboral algo menos boyante de lo que sugiere la cifra de desempleo del país, han conducido a no llevar a cabo ninguna elevación. Parece que la posibilidad se dilata en el tiempo y son muchas las casas de análisis y analistas que sitúan esta posibilidad para bien entrado el 2016.

Con ello, comparamos la situación que marcan los tipos de interés teóricos con respecto a los tipos de interés actuales a plazo en cada uno de los escenarios. En este sentido, se observa que la renta fija americana se encuentra infravalorada, al igual que la renta fija europea, en dos escenarios (política monetaria acomodaticia y restrictiva) ya que los tipos de interés en los plazos largos de la curva son superiores a las primas teóricas que marca Taylor y las curvas de rendimientos a plazo implícitos.

Sin embargo, la renta fija que se sitúa por encima del grado de inversión o “investment grade” se encuentra ligeramente sobrevalorada en el escenario de política monetaria expansiva, con una prima negativa pero pequeña tal como puede observarse en el caso de Estados Unidos como de la Eurozona. Esta circunstancia respondería a una mayor expectativa del mercado de nuevas rondas de estímulo monetario enfocadas a la compra de activos, especialmente deuda pública.

La probabilidad de este escenario funciona como complementaria de la probabilidad de que se produzca una subida de tipos de interés entre 2015 y 2016, condicionada a una mejora del escenario macroeconómico. En este sentido, la probabilidad de una subida de tipos de interés se ha reducido considerablemente en los últimos meses a causa de nuevos riesgos como China o los emergentes.

ESCENARIO DE POLÍTICA MONETARIA ACOMODATICIA

Tabla 7. **Comparación de tipos teóricos y a plazo. Estados Unidos**

Fuente: Elaboración propia

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,3	0,73
2 años	2,2	1,54
3 años	2,28	2,77
5 años	2,86	3,35
10 años	3,52	4,01

Gráfico 4. **Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Estados Unidos**

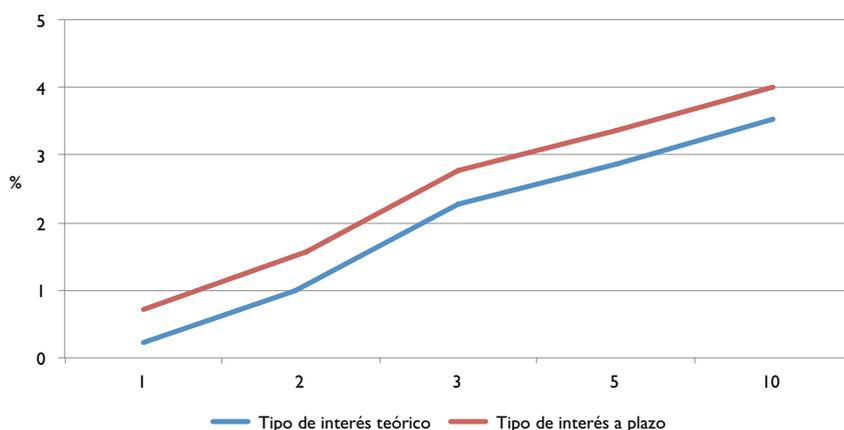
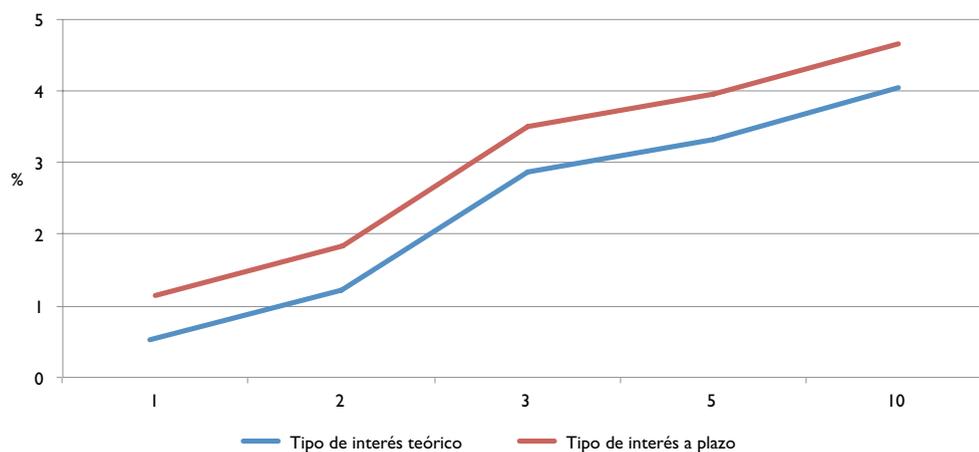


Tabla 8. **Comparación de tipos teóricos y a plazo. Eurozona**

Fuente: Elaboración propia

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,73	1,15
2 años	2,24	1,83
3 años	2,87	3,49
5 años	3,33	3,94
10 años	4,04	4,65

Gráfico 5. Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Eurozona



ESCENARIO DE POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA

Tabla 9. Comparación de tipos teóricos y a plazo. Estados Unidos

Fuente: Elaboración propia

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,3	0,20
2 años	2,2	1,01
3 años	2,28	2,24
5 años	2,86	2,82
10 años	3,52	3,48

Gráfico 6. Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Estados Unidos

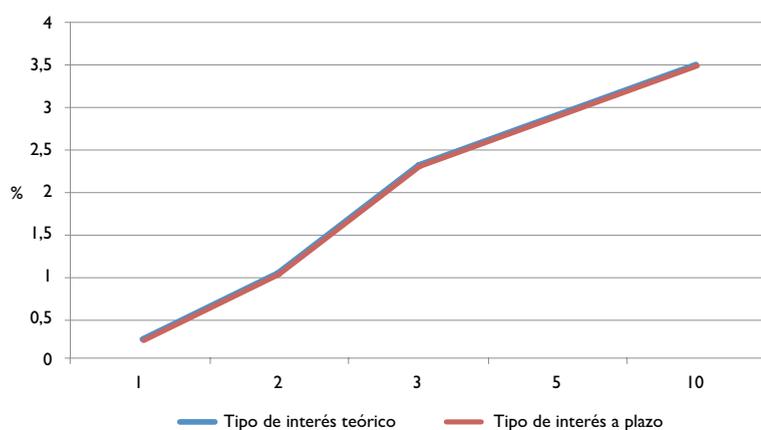
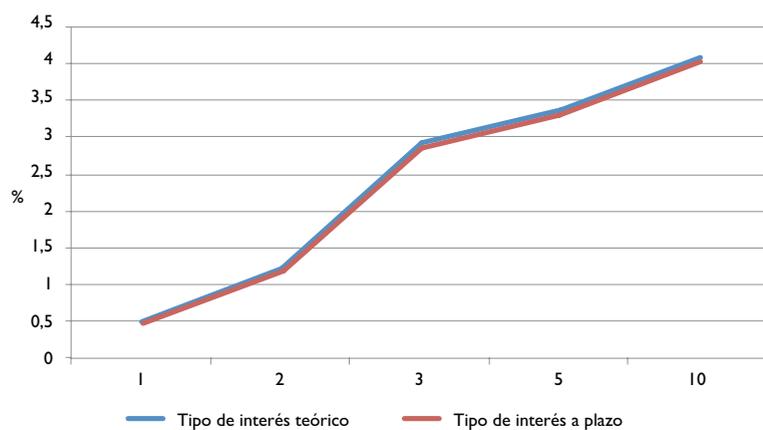


Tabla 10. **Comparación de tipos teóricos y a plazo. Eurozona**

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,73	0,50
2 años	2,24	1,18
3 años	2,87	2,83
5 años	3,33	3,29
10 años	4,04	4,00

Gráfico 7. **Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Eurozona**



ESCENARIO DE POLÍTICA MONETARIA CONTRACTIVA

Tabla 11. **Comparación de tipos teóricos y a plazo. Estados Unidos**

Fuente: Elaboración propia

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,3	3,66
2 años	2,2	4,47
3 años	2,28	5,70
5 años	2,86	6,28
10 años	3,52	6,94

Gráfico 8. Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Estados Unidos

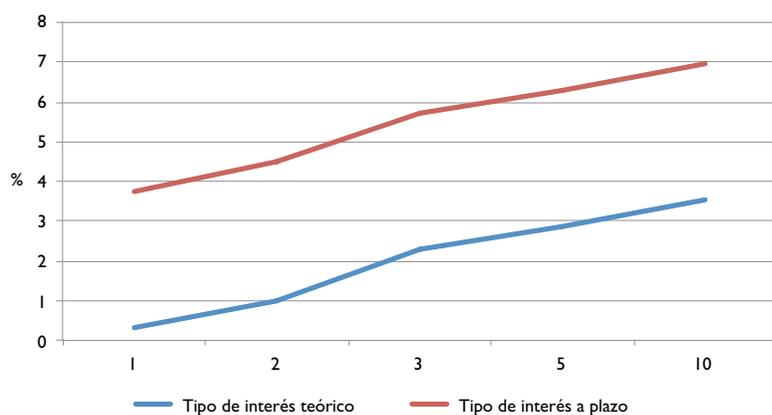
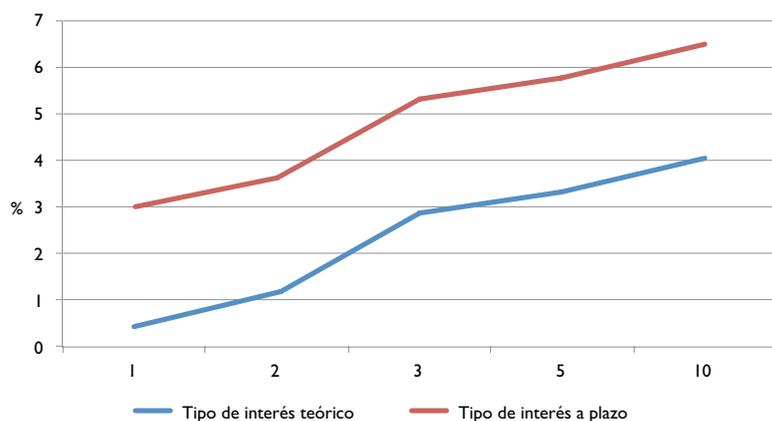


Tabla 12. Comparación de tipos teóricos y a plazo. Eurozona

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,73	2,98
2 años	2,24	3,66
3 años	2,87	5,32
5 años	3,33	5,77
10 años	4,04	6,48

Gráfico 9. Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Eurozona

Fuente: Elaboración propia



ESCENARIO CENTRAL DE ESTE ESTUDIO

A partir de los resultados obtenidos en cada uno de los escenarios, asignamos sus correspondientes probabilidades para hallar el escenario central que presenta este estudio.

Tabla 13. **Comparación de tipos teóricos y a plazo. Estados Unidos**

Fuente: Elaboración propia

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,3	0,73
2 años	2,2	2,73
3 años	2,28	2,82
5 años	2,86	3,43
10 años	3,52	4,12

Gráfico 10. **Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Estados Unidos**

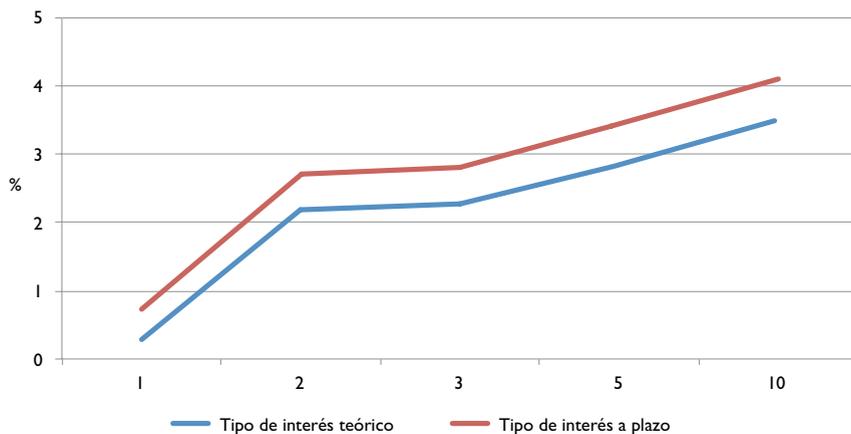
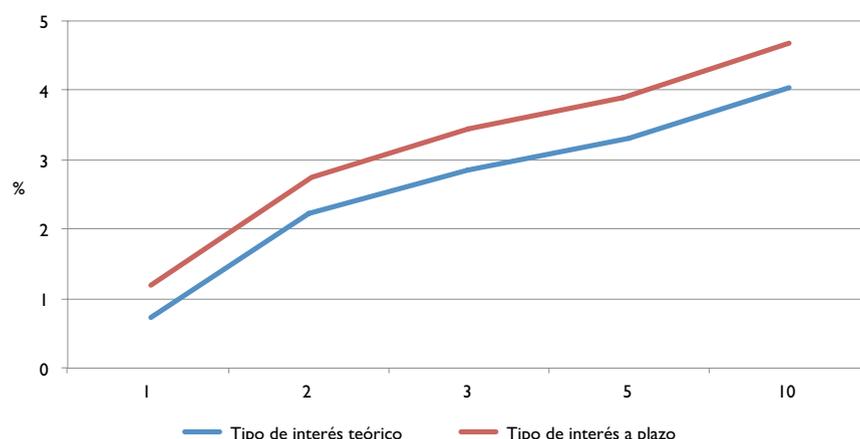


Tabla 14. **Comparación de tipos teóricos y a plazo. Eurozona**

	Tipo de interés teórico	Tipo de interés a plazo
1 año	0,73	1,20
2 años	2,24	2,79
3 años	2,87	3,46
5 años	3,33	3,94
10 años	4,04	4,68

Gráfico 11. Comparativa tipos teóricos y tipos a plazo. Eurozona

Fuente: Elaboración propia



4. La situación del mercado de deuda por debajo del “investment grade”

Otro de los mercados directamente afectados por las medidas monetarias tomadas por los Bancos Centrales es el mercado de aquellos títulos de renta fija que se encuentran por debajo del “investment grade”, poniendo especialmente el foco en las emisiones a 5 años.

Dentro de este mercado, cotizan compañías sometidas a altos procesos de volatilidad como las petroleras de *fracking* y otras de sectores como el biotecnológico o del transporte. En el año 2014, en el mercado español se emitieron más de 5.000 millones de euros en deuda de este tipo de compañías nacionales, marcando un nuevo récord histórico y un 61% más que en 2013.

Conviene destacar que una vez iniciado el proceso de diversificación de las fuentes de financiación por parte de las Pymes, desligándose en parte del crédito bancario y redirigiendo sus fuentes de financiación hacia los mercados de capitales, el proceso de emisión será continuo y recurrente. Es por ello que la reflexión sobre si existe una burbuja en este tipo de bonos es especialmente interesante.

Para los inversores, estos títulos suponen una ventana de oportunidad dado el escenario de bajos tipos de interés, mientras que para las empresas, la emisión de deuda se convierte en una alternativa plausible a la financiación bancaria y, por tanto, en aras de evitar la contracción crediticia que se ha vivido en los últimos años de profunda crisis económica.

En este sentido es de destacar el papel que el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), tal y como hemos comentado anteriormente está jugando en nuestro país, donde después de un inicio tímido el mercado comienza a desprezarse, no son sólo ya emisiones de bonos u obligaciones de compañías españolas sino que el mercado ampara la emisión de pagarés –financiación a corto plazo–, como muy recientemente la emisión y cotización en este mercado de una emisión de endeudamiento de una compañía portuguesa.

Esperamos que estos nuevos desarrollos impulsen este mercado tan necesario para diversificar las fuentes de financiación de las Pymes; en este sentido creemos que pronto veremos la primera admisión a cotización de alguna titulización, lo que sin duda marcará un nuevo desarrollo con un fuerte potencial.

Precisamente, en este punto, la dinamización del mercado de renta fija privada es absolutamente imprescindible para articular un sistema eficaz de financiación alternativa a la banca. En los últimos años, hemos vivido una caída intensa de la negociación (en términos de valor) de los instrumentos tradicionales de renta fija en el mercado AIAF: bonos de titulización, bonos u obligaciones y cédulas hipotecarias, tal como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 12. Negociación en el mercado AIAF en media móvil de 12 meses

Fuente: Elaboración propia. AIAF en millones de euros corrientes.

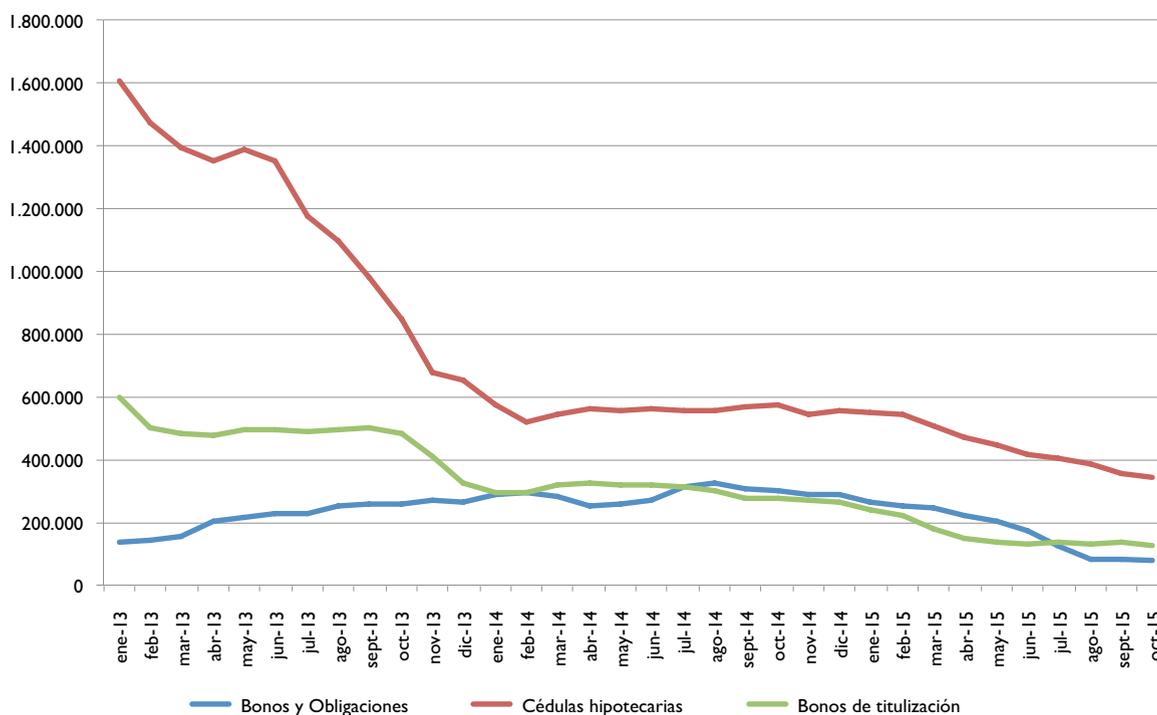


Tabla 15. Principales emisores no financieros en el AIAF (actualizado a 2015)

Fuente: BME.RF

ENERGÍA Y AGUA	INMOBILIARIAS
CANAL DE ISABEL II GESTIÓN, S.A.	MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL, S.A.
ENAGAS, S.A.	NH HOTELES, S.A.
MINICENTRALES DOS, S.COM.PA	SACYR, S.A.
UNION FENOSA FINANCIAL SERVICES USA, LLC	TRANSPORTES Y COMUNICACIONES
ZINKIA ENTERTAINMENT S.A.	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.
PETRÓLEOS	ADIF – ALTA VELOCIDAD
CORP DE RESERVAS ESTRATÉGICAS DE PROD PETROLÍFEROS	AUTOPISTA CONCESIONARIA ASTUR-LEONESA, S.A.
METAL MECÁNICA	AUTOPISTAS DEL ATLÁNTICO, S.A.
ACERINOX, S.A	AUTOVÍA DE LOS VIÑEDOS, S.C. DE LA J.C. C-LA MANCHA
FAGOR ELECTRODOMÉSTICOS, S. COOP. EN LIQUIDACIÓN	TELFÓNICA, S.A.
ALIMENTACIÓN	
EROSKI SOCIEDAD COOPERATIVA	

Situación bien distinta es la que se vive en el MARF, donde la negociación de títulos de renta fija ha crecido de una forma significativa en los últimos años y donde se ha abierto la puerta a más empresas que antes estaban sujetas al crédito bancario. Es el caso de grupos como Pikolín, Ortiz de Construcciones, Audax o MasMovil.

Tabla 16. Principales emisores no financieros en el MARF (cierre de septiembre 2015)

Fuente: BME.RF

ENERGÍA Y AGUA	SOCIEDAD CONCESIONARIA AUTOVÍA DE LA PLATA, S.A.
AUDAX ENERGIA, S.A.	VIARIO A31, S.A.
METAL MECÁNICA	ENTIDADES DE FINANCIACIÓN
ELECNOR, S.A.	IM AURIGA PYMES EUR I, F.T.A
TUBACEX	IM FORTIA I, FONDO DE TITULIZACIÓN
CONSTRUCCIÓN	COMERCIO Y OTROS SERVICIOS
ORTIZ CONSTRUCCIONES Y PROYECTOS, S.A	ESTACIONAMIENTOS Y SERVICIOS, S.A.U.
SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA	GRUPOPIKOLIN, S.L.
INMOBILIARIAS	SIDECU, S.A.
BARCELÓ CORPORACIÓN EMPRESARIAL, S.A.	NUEVAS TECNOLOGÍAS
TRANSPORTES Y COMUNICACIONES	TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGÍA, S.A.
MASMÓVIL IBERCOM, S.A.	ZELTIA. S.A.

Sin embargo, una de las preocupaciones recurrentes en el mercado y por parte de los gestores de renta fija es si este tipo de deuda está sobrevalorada, incluso llegando a hablar de “burbuja” de precios. En este sentido, el método de valoración empírica de esta posible circunstancia parte de los cálculos realizados anteriormente y aplicándolos sobre la curva de tipos de interés de la deuda de este tipo de emisores. Por cierto, tal como posteriormente comentaremos, la posible sobrevaloración podría conducir a un estrechamiento del mercado, aumentando así la iliquidez, algo que como veremos es especialmente remarcable.

Esta curva se obtiene a partir de los rendimientos interanuales del índice *Bank of America-Merryll Lynch High Yield Master II* que contabiliza tanto en dólares como en su versión en euros la Reserva Federal de St. Louis. A partir de ello se compara el tipo de interés teórico calculado a partir de la prima de riesgo y el tipo de interés a plazo de estos bonos a cinco años.

En los tres escenarios de política monetaria, para Estados Unidos encontramos que la renta fija por debajo del “investment grade” está ampliamente sobrevalorada en el tramo a cinco años, mientras que en el caso de la Eurozona, la sobrevaloración es menor (el tipo de interés teórico es superior al tipo de interés a plazo actual a cinco años).

Tabla 17. Rendimiento esperado de bonos por debajo de “investment grade” a 5 años frente a tipo de interés teórico. Estados Unidos y Eurozona

Fuente: Elaboración propia

	Escenario Acomodaticio		Escenario Expansivo		Escenario Contractivo	
	US	EUR	US	EUR	US	EUR
Tipo de interés teórico	10,95	9,94	10,42	9,29	6,28	5,77
Rendimiento	7,6	6	7,6	6	7,6	6

En la tabla anterior y con los cálculos realizados se observa como a nuestro entender existiría una sobrevaloración en dos de nuestros escenarios contemplados, el acomodaticio y el expansivo. En ambos casos encontramos diferencias de los tipos cotizados en la actualidad 7, 6 en Estados Unidos y 6 en Europa, en aproximadamente 300 puntos básicos en cada economía. Existen evidentemente diferentes causas, pero sin lugar a dudas pensamos que el “quantitative easing” el causante de esta situación, ya que consigue rebajar sustancialmente el rendimiento de los bonos Investment Grade a niveles de tipos nominales muy bajos.

El posible inversor de estos activos, ante rendimientos tan reducidos, busca activos de mayor retorno para lo cual tiene que desplazarse hacia activos de mayor riesgo. En este sentido, la entrada en bonos con rating por debajo de “investment grade” está siendo, conjuntamente con la inversión en renta variable, una tónica general. Es más, la entrada en bonos de calificación crediticia baja

viene también avalada por los bajos niveles de default que se registran en estos momentos, dada a gran cantidad de dinero impresa, especialmente por la FED.

Prevedemos, en todo caso, un cierto aumento de la aversión al riesgo, especialmente para estos bonos emitidos por los gobiernos y corporaciones de países emergentes, algo que ya se está produciendo y cuyo máximo exponente es la rebaja del rating de un país tan importante como Brasil.

Pero en nuestro análisis no vemos ninguna sobrevaloración en el caso de nuestro escenario contractivo, donde recordemos que la probabilidad asignada es del 45 por ciento. De darse esta posibilidad existe incluso una cierta infravaloración en el caso de la economía americana y prácticamente cotizarían de forma equilibrada en el caso europeo.

5. Observaciones

Precisamente y sobre Europa, ya para terminar, nos gustaría señalar que la posibilidad ya anunciada por el gobernador del banco central, Mario Draghi, de aumentar la intensidad y el calendario del “quantitative easing”, rebajarán aún más las tasas de interés nominales de las emisiones Investment Grade.

Este movimiento y siempre que no aumenten en las tasas de default en Europa, podrían llevar a los inversores, al igual que ocurrió en Estados Unidos, a una mayor aversión al riesgo en busca de rentabilidades nominales superiores, podría verse beneficiado por la llegada de flujos inversores e impulsar al alza las cotizaciones.

En todo caso, lo comentado es tan sólo una posibilidad; por ello con las cotizaciones presentes, nuestra opinión es que sólo en caso de producirse el escenario contractivo aludido, nos encontraríamos en el momento actual con una cierta infravaloración, algo más acusada en los mercados americanos.

Anexo I: Nota metodológica

El estudio de los mercados de renta fija parte desde hace varias décadas de la relación entre los tipos de interés oficiales y el tipo de interés tanto a corto como a largo plazo (Taylor, 1993). Dentro de este marco conceptual, la denominada “regla de Taylor” se revela como uno de los mecanismos más eficaces para comprender la trayectoria de los tipos de interés a corto plazo (entre uno y dos años).

En cambio, los tipos de interés en el largo plazo (teniendo en cuenta como tal los plazos de cinco y diez años) se determinan mediante mecanismos de “expectativas racionales” siguiendo un modelo de estructura temporal de los tipos de interés (Mascareñas, 2013). En este sentido, su determinación se hará a través de la curva de tipos de interés a plazo implícitos.

En primer lugar, la regla de Taylor se determina a partir de una extensión de la identidad de Fischer, donde el tipo de interés real es aproximadamente igual al tipo de interés nominal menos la expectativa de la tasa de inflación.

$$r_t \cong i_t - \pi_t^e \quad (1)$$

Taylor observó una regularidad empírica en la política monetaria de los Estados Unidos: la diferencia entre el tipo de interés real efectivo (r_t) y el tipo de interés real de equilibrio de la economía (r^*), se explicaba por la composición de dos elementos diferentes: por un lado, el output gap o diferencia entre el PIB actual y el potencial (expresado en porcentaje del PIB potencial) y, por otro lado, la diferencia entre la tasa de inflación existente y la inflación objetivo del Banco Central:

$$r_t = r^* + \alpha \left(\frac{PIB_t - PIB_{potencial}}{PIB_{potencial}} \right) + \beta (\pi_t - \pi_{objetivo}) \quad (2)$$

A partir de esta expresión, se calculan los tipos de interés reales de los dos primeros períodos (2015 y 2016) a partir de datos del Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo y la Reserva Federal de St. Louis para dos bloques económicos: Estados Unidos y la Eurozona.

El cálculo de estas dos tasas de interés se hace bajo los siguientes supuestos:

- a) El tipo de interés real de equilibrio de la economía americana se fija en el 2% (Justiniano y Primiceni, 2010) mientras que el tipo de equilibrio en la Eurozona se establece en el 2,5% (Garnier y Wilhelmsen, 2005)
- b) Las ponderaciones que se asignan tanto al output gap como al diferencial de inflación (α y β) son iguales a 0,5. En este sentido, los Bancos Centrales americano y europeo consideran igual de importante alcanzar los objetivos de inflación y alcanzar el potencial máximo de crecimiento de la economía (lo que podemos interpretar en otras palabras como alcanzar el máximo empleo).
- c) El objetivo de inflación tanto para Estados Unidos como para la Eurozona será del 2%.
- d) Las estimaciones de inflación y output gap para 2015 y 2016 provienen del Fondo Monetario Internacional en su última revisión para las economías mundiales y las áreas económicas más relevantes (WEO, 2015).

Cálculo de los tipos de interés a plazo con base en la estructura temporal de los tipos de interés actuales.

$$(1 + i_{m,n})^{m-n} = \frac{(1 + i_m)^m}{(1 + i_n)^n} \quad (3)$$

A partir de los datos publicados por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos y la oficina de Estadísticas de Europa (Eurostat), se calculan los rendimientos a plazo implícitos para Estados Unidos y la Zona Euro.

Anexo II.

El impacto del rating e implementación de medidas sobre recursos propios de los bancos en la liquidez de la renta fija

La liquidez y profundidad de los mercados secundarios, en los que cotiza las emisiones de renta fija, ha sido siempre una cuestión de actualidad y objeto de estudio, a la vez que una de las cuestiones más controvertidas. No es un tema, el de la iliquidez, baladí al hablar de los activos financieros, como bien es sabido, son muchos los aspectos donde esta cuestión está presente. Un ejemplo que puede ilustrar su importancia lo encontramos en la misma formación de precios. En efecto, para calcular la TIR teórica, Tasa Interna de Rentabilidad, que debe ofrecer una emisión la fórmula utilizada responde a la siguiente expresión:

$$TIR_{emisión} = TIR_{activo sin riesgo} + \text{Diferencial de crédito} + \text{Prima por iliquidez}$$

La iliquidez, además de una emisión, tiene transcendencia en la cotización de la misma, puesto que un mercado ilíquido aumenta el diferencial con el que se cotiza en los mercados la posición compradora y la vendedora, *bid y offer*. Es algo lógico ya que los participantes en el mercado, especialmente los creadores de mercado o *market maker*, aumentan el diferencial al no haber una buena formación de precios intentando por tanto cubrir las disfunciones que genera un mercado poco eficiente. Ello da lugar al aumento de la volatilidad, que hace aumentar el riesgo de las emisiones ilíquidas.

Tiene también un efecto notable a la hora de valorar convenientemente las carteras, cuestión ésta que afecta principalmente a los departamentos de riesgo, pero que influya notablemente a la hora de analizar los resultados o *performance* de la cartera. Si muchas de las emisiones de renta fija privada no tienen una cotización diaria, en el caso de las emisiones más ilíquidas ocurre que pasan periodos de tiempo muy dilatados sin que se lleve a cabo ninguna operación. En aquellas carteras que deban valorarse periódicamente, por ejemplo en el caso de los fondos de inversión o fondos de pensiones, esta valoración es diaria y de enorme transcendencia al ser un procedimiento exigido para obtener el valor liquidativo diario. Como es sabido, de no contar con un precio de referencia en los mercados donde cotice la emisión, deberá simularse el valor de mercado con el riesgo que esto conlleva.

Debe tenerse presente que en la simulación del precio de un activo de renta fija, son tres las rentabilidades a observar: la del activo sin riesgo, el diferencial por riesgo de crédito y, precisamente, la prima por iliquidez. No es difícil encontrar la TIR del activo sin riesgo puesto que podemos recurrir a varios activos, en este sentido siempre contaremos con cotizaciones para los títulos de

deuda pública, los cuales y por las características de los mercados en los que cotizan así como por los volúmenes de emisión de cada referencia son muy líquidos. Sin embargo, es más complicado determinar el diferencial de crédito aún cuando la cotización de los seguros de impago o *credit default swaps* pueden ser de gran ayuda. También la comparativa del emisor con otros de igual características por su calificación crediticia, *rating*, así como por el sector de actividad en los que se encuadra la empresa emisora. Es fácilmente comprobable como por ejemplo las emisiones de un banco clasificado BBB, no tienen el mismo diferencial que por ejemplo una constructora de la misma calificación y domiciliada en el mismo país. Pero si ya es bastante difícil aproximar realmente al mercado este diferencial de crédito, mucho más lo es a la hora de calcular la prima por iliquidez, pues no existe una forma normalmente aceptada para su cálculo.

Influye también en la cobertura mediante derivados de estos activos. En el caso de los futuros es posible cubrir, aunque sea ligeramente deficiente, la evolución de los precios por movimiento del tipo de interés del activo sin riesgo, *yield duration*. Para aquellos emisores frecuentes en el mercado y con volúmenes estimables de emisiones, la evolución del diferencial de crédito, *credit duration*, puede ser cubierta mediante CDS, *credit default swaps*, de una forma mucho más eficiente; si bien la iliquidez puede influir en una ineficiente generación de precios del CDS. Pero resulta imposible la cobertura de la prima de riesgo al no haber derivado para tal cuestión. En el caso de las opciones, tanto opciones de compra o *call* como de venta *put*, la posibilidad de cobertura se complica aún más, pues a la dificultad de conocer el precio del subyacente, dada su iliquidez, se le une el cálculo de la volatilidad de la emisión.

Por tanto, al ser esta una cuestión muy importante, cualquier noticia o novedad que pueda influir en la compraventa de títulos de renta fija merece siempre prestarle mucha atención y ver las implicaciones que pueda tener de cara tanto a los precios de las emisiones cotizadas, así como las implicaciones que tiene en la gestión de carteras. Así, cualquier noticia o aspecto relacionado con este tema, el de la liquidez, que aparezca es siempre objeto de interés y en algunos casos de estudio por parte del Observatorio de Gestión del Riesgo de Crédito que el IEB tiene puesto en marcha y que está patrocinado por la agencia de rating española Axesor.

Durante el presente año han sido dos las noticias que en nuestra opinión afectan a esta cuestión, bien es cierto que ambas son independientes una de otra pero en opinión de los autores merecen ser objeto de su análisis, por la incidencia y consecuencias que pueden tener en la liquidez de los mercados donde se negocian los bonos y obligaciones. Por una parte tenemos la implementación de las nuevas normas de solvencia bancaria conocida con el nombre de Basilea III ó más bien como comentaremos a continuación Basilea IV.

Antes de abordar ambas cuestiones parece relevante de cara a las conclusiones detenernos en ver cuáles son los principales inversores en títulos de renta fija. En este sentido tenemos cuatro grupos de entidades como los mayores inversores en este tipo de activos: entidades de crédito, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones.

Si nos centramos en los bancos, desde el estallido de las hipotecas *sub*-prime y que dio lugar a una fuerte reestructuración del sector y aparición de importantes novedades regulatorias en materia de medición de riesgo y necesidades de capital, puede impactar en la liquidez de emisiones.

Como a los autores nos señala el profesor del IEB Enrique Pérez-Hernández Falcó, además de miembro del consejo del Observatorio de Riesgo del IEB, en estos momentos estamos ya dejando Basilea III para entrar en la fase conocida como Basilea IV tanto por modificaciones a normas ya aprobadas y traspuestas en la Unión Europea por directivas y reglamentos comunitarios; como por las que vienen: TLAC, NSFR, y nueva ponderación activos por riesgo.

En este sentido el profesor Enrique Pérez-Hernández nos señala los siguientes aspectos:

- Sobre la Deuda Pública debería tenerse presente que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está estudiando (por supuesto intervendrán también el FSB, Comisión en Bruselas, así como otros organismos) el limitar la tenencia de deuda pública por los bancos a un % de su cartera total. En Europa la media está entre el cuatro y cinco por ciento mientras que en España e Italia llega al diez u once por ciento. La idea manejada es poner un techo que estaría cercano a la media europea, aun cuando sea antinatural limitar a los bancos de un país la financiación de sus estados.
- Para el resto de los activos y en lo que hace referencia a la ponderación de activos por riesgo, se está estudiando una revisión fundamental de la cartera de negociación, *trading book*, entre otros activos. Es éste el aspecto fundamental al que habrá que prestar mayor atención. Recordemos que por ejemplo en el caso de la titulizaciones las normas fueron tan estrictas en su momento, que ocasionaron una fuerte reducción de las emisiones, así como un aumento indeseado de la liquidez de las mismas. Tal fue el impacto que posteriormente los supervisores y reguladores procedieron a suavizar el tratamiento a estas emisiones.
- A final de año conoceremos: FSB, la formulación final del TLAC, *Total Loss Absorption Capacity* que va a influir en la estructura de los pasivos bancarios en cuanto actuales, cómo y en qué orden son “balienables”. Algo que incidirá en la composición del activo

Pero además de todos estos aspectos, los cuales incidirán en las carteras de renta fija de las entidades de crédito, no debemos olvidar que el desapalancamiento de los bancos no ha terminado. Todo ello, y ésta es la idea principal, puede llevar a que el papel que han desempeñado los bancos en la tenencia de carteras de títulos de renta fija, se reduzca. Esta reducción podría aumentar la iliquidez de los mercados de renta fija, en algunos ya considerablemente reducida y por tanto afectar negativamente a las primas por iliquidez actuales.

El otro aspecto que señalábamos es el de no contar con una nota de calificación crediticia, *rating*. Como es conocido los inversores profesionales, más allá del capital riesgo, no suelen contar con títulos, sin *rating*. La legislación y normativa actual castiga especialmente aquellas emisiones que no cuentan con el mismo, pues o bien restringen su adquisición, caso de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones, o bien endurecen las condiciones para la adquisición de los mismos al necesitar más recursos propios para su adquisición y su tratamiento por parte de entidades de crédito y aseguradoras.

En resumen podemos decir que debemos permanecer a la espera de la nueva regulación bancaria que a final de año y durante el próximo va a aparecer, pero todo parece indicar que la misma podría aumentar la iliquidez de los títulos de renta fija. En cuanto a la posibilidad de que los emisores prescindan de la calificación crediticia, nos parece que esta cuestión no va a prosperar. ■

¿Existe sobrevaloración en la renta fija? Un estudio empírico

Miguel Ángel Bernal Alonso | Javier Santacruz Cano

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN IEB

WP-2015-1011-TA



axesor
rating

