

Inflación y tipos al alza, abono para los 'fallen angels'

Los ángeles caídos (fallen angels) son compañías que pierden el grado de inversión por parte de alguna agencia de calificación. Ahora que muchos vuelven a mirar a la renta fija representan un riesgo pero, también, una oportunidad con la inflación disparada y el retorno a las subidas de tipos de interés. Por **BEATRIZ PÉREZ GALDÓN**.

El mundo está inmerso en una carrera de obstáculos. Después de la crisis financiera de 2008, la mayor desde la Gran Depresión de 1929, se ha enfrentado a una pandemia (Covid) que condujo a las economías hacia una situación inédita, a la invasión de Ucrania por parte de Rusia, que ha acentuado los problemas de suministro y de abastecimiento energético, y a unos niveles de inflación no vistos en décadas; en el caso concreto de España, desde principios de los ochenta.

La consecuencia de toda esta marejada de acontecimientos ha influido en la situación actual, que es la de un menor crecimiento en medio de unos precios disparados.

En un intento de controlar la situación o de minimizar el impacto, los bancos centrales han dado un giro a su política monetaria, y los tipos de interés ha comenzado a subir. Pero, este cambio de escenario, tanto por parte de los bancos centrales como de las propias economías, tiene sus consecuencias. El economista Nouriel Roubini, considerado uno de los gurús en las últimas décadas tras pronosticar la crisis de

2008, opina que se avecina la era de la “Gran Estancación”, un periodo donde todos los frentes de la economía sufrirán tensiones y que vendrá a sustituir a las décadas de lo que ha llamado “Gran Moderación”. “Las economías tienen los volúmenes de deuda pública disparados; por lo tanto, los bancos centrales están fuertemente condicionados. Cualquier intento de normalizar la política monetaria para tratar de frenar la inflación hará que la carga de la deuda aumente, lo que provoca insolvencias masivas, crisis financieras y consecuencias recesivas en la economía real”, escribió el pasado agosto en *Project Syndicate*.

Ante un corto y medio plazo nada prometedor, comienzan a vislumbrarse nuevos ángeles caídos (*fallen angels*). Justo en el momento en el que muchos asesores e inversores empiezan a mirar a la renta fija como una alternativa a tener más en cuenta en el nuevo escenario.

¿Qué son los ángeles caídos?

Bajo esta definición se conoce a aquellas empresas que pierden el grado de inversión debido a que el empeoramiento de la economía y de las



condiciones financieras empeoran su solidez y sus planes de futuro.

Las agencias de calificación como **Standard & Poor's**, **Fitch** o **Moody's**, entre otras, estudian la calidad de los negocios y otorgan una nota o rating a la compañía que emite en el mercado bonos en función de sus análisis y de la capacidad que vean para devolver el capital y hacia frente a los intereses. Las calificaciones oscilan entre la alta probabilidad de hacer frente a los pagos hasta el posible impago.

El riesgo de convertirse en ángel caído poco tiene que ver con las dimensiones de las empresas o los sectores en los que desarrolla su actividad. A mediados de 2019, se habló con insistencia de la posibilidad de que la gran petrolera mexicana, Pemex, perdiera el grado de inversión, lo que la convertiría en la empresa con más deuda en caer de ese nivel en la historia. Todo surgió cuando Fitch le dio una calificación global de BBB, que es el último escalón antes de caer del grado de inversión. Más recientemente, llegó a rumorearse con poco fundamento que la compañía Cellnex, la empresa española puntera en servicios de telecomunicaciones, podría encontrarse en un

problema semejante tras haber registrado una caída del importante en Bolsa.

La pérdida del grado de inversión implica que la empresa se enfrenta a serias dificultades. En este caso, los bonos pasan a calificarse como *basura* o *high yield* (alto rendimiento o rentabilidad). Este tipo de emisiones pueden seguir en el mercado, pero, a cambio, deben ofrecer rentabilidades más elevadas.

Javier Rivas, profesor de EAE Business School, es contundente con la situación: “La subida de tipos va a hacer que las emisiones corporativas de baja calificación crediticia aumenten. ¿Por qué? Sin duda, porque muchas empresas van a tener muy limitado su acceso a la financiación bancaria, en parte por el coste financiero, y por una más que previsible subida de la morosidad”. “Esa sería una de las principales consecuencias; otra, no →→→

→ **La calidad crediticia no se ha recuperado. Las compañías europeas no financieras con un rating especulativo por parte de S&P suponen casi el 30% del total, frente al 19% de 2019.**

→→→ menos importante es la salida de las carteras de fondos de inversión que tienen como política la no inclusión de este perfil de empresas”.

Sin apoyo del BCE

Como problema añadido, el Banco Central Europeo ha dejado de admitir como colateral en las subastas de liquidez los bonos de los ángeles caídos, que fue una de las medidas adoptadas en el programa PEPP (programa de compras de emergencia frente a la pandemia), del BCE.

“El hecho de no admitirse como colateral en las subastas de liquidez quita un enorme atractivo para inversores del sistema financiero, por lo que una parte de su demanda puede verse retraída; está por ver si esta medida se mantiene si la economía europea entra en recesión”, señala el profesor de la EAE Business School.

En esta misma línea se expresa **Jesús Reglero**, director del máster en dirección financiera de OBS Business School: “Pedir dinero va a ser más caro

y es probable que exista mucha más restricción de lo vivido en los últimos años, que era una situación muy excepcional, pero a la que nos habíamos acostumbrado”.

El docente pronostica que “a nivel general, es probable que las empresas muy endeudadas vean sus *ratings* penalizados por la subida de tipos y a nivel particular, sectores cíclicos relacionados con el consumo y la situación económica, parece que sufrirán más”.

En España, “el panorama es muy similar al de otros países, pero las compañías son más pequeñas, están más endeudadas y lo van a pasar peor”, apunta Reglero. Javier Rivas, por su parte, concreta que “seguramente las más sensibles al precio de la energía, como las industriales que son grandes consumidoras, van a tener dificultades que se van a reflejar en sus cuentas de resultados y, por ende, en su calificación crediticia”. Además, subraya, “en nuestro país pesan mucho los servicios, por lo que la inflación que nos acosa

✿ Muchas gestoras no admiten en su cartera de inversión compañías que pierdan o no tengan grado de inversión por parte de las agencias de calificación. **Miguel Rivas**, profesor de la EAE, explica cómo puede cambiar el mercado en este sentido. “Los inversores con menor potencial para absorber niveles de riesgo elevados no invertirán, y no solamente los individuos, tampoco los fondos que tengan limitaciones en su folleto de emisión sobre el nivel mínimo de *rating* para invertir”.

En resumen, opina que en muchas ocasiones “la caída de ratings hace que la demanda

La apuesta por la recuperación

baje y sean los especialistas en este tipo de bonos *high yields* los únicos participantes del mercado”.

Lombard Odier lanzó a finales de noviembre de 2021 una estrategia denominada de alta convicción en el segmento de renta fija que apuesta por los *fallen angels recovery*; es decir, por empresas que han perdido el grado de inversión pero que presentan fuertes perspectivas de recuperación. La gestora ha seleccionado unas 100 participaciones, de las que el 90% tienen calificación

BB sobre la base de un análisis fundamental del emisor. Igualmente, integra la sostenibilidad en el proceso de selección.

La gestora ha profundizado en el comportamiento en el mercado de los ángeles caídos y ha concluido que han mostrado rendimientos superiores durante los últimos 16 años. De hecho, según su análisis, han obtenido las mayores rentabilidades de todas las categorías de calificación, tanto desde la perspectiva

de la rentabilidad total como del crédito durante ese periodo.

La inversión de *fallen angels recovery* está supervisada por el director de inversiones de renta fija de la firma, Yannik Zufferey, y gestionada por Ashton Parker. El patrimonio supera los 170 millones de euros.

En el momento del lanzamiento del fondo, Yannik Zufferey expuso que la gestora “tiene una larga trayectoria en la obtención de sólidas rentabilidades de estrategias de crédito cruzado, y creemos que esta representa una oportunidad de inversión igualmente atractiva”. ✿



NOURIEL ROUBINI

(Economista.)

“El intento de normalizar la política monetaria hará que la carga de deuda aumente, lo que provocará insolvencias masivas y crisis financieras”.



JESÚS REGLERO

(Profesor de OBS Business School.)

“Es probable que las empresas muy endeudadas vean sus ratings penalizados por la subida de tipos; y los sectores cíclicos relacionados con el consumo probablemente sufrirán más”.



JAVIER RIVAS

(Profesor de EAE Business School.)

“Si Europa entra en recesión está por ver que el BCE pueda mantener la medida de no admitirse como colateral los bonos sin grado de inversión”.

puede afectar a muchos emisores; no hay que descartar bajadas de calificaciones corporativas una vez que pase el verano”.

Tampoco hay que olvidar que “la subida de los tipos de interés, y el nuevo impuesto a la banca -que penalizará una media del 4,8% de los beneficios del sector en los dos próximos años- van a endurecer y encarecer el crédito, por lo que las empresas deberán acudir más a las emisiones de deuda; eso sí, con mayores costes”, añade Rivas.

El mercado de *high yield* está en una situación equilibrada a nivel global; en Estados Unidos y en Europa las emisiones se han reducido a menos de la mitad que en el mismo periodo de 2021, “aunque muchas se han parado por el inicio de la guerra de Ucrania”, opina Rivas.

Osman Sattar y Paul Watters, de S&P Global Ratings, hablaba, de “dolor en el horizonte” en su último informe sobre las previsiones de deuda corporativa en Europa para a partir del tercer

trimestre de 2022. Los analistas comentan que se ha producido “un rápido deterioro de las condiciones macroeconómicas mundiales, que se combinan con la continua incertidumbre geopolítica. De otro lado, los confinamientos persistentes por el Covid-19 en China están alimentando niveles persistentemente altos de inflación, de volatilidad en el mercado y de aumento en el rendimiento [de los bonos], lo que plantea un panorama cada vez más turbio para la calidad del crédito”.

Los expertos vaticinan que las calificaciones crediticias sufran más presión en 2023 y que el nivel de incumplimiento [tanto en capital como en intereses] aumentará al 3% en el primer trimestre del próximo año, frente al 1,4% registrado en el mismo periodo de 2022.

Deterioro de la calidad crediticia

Uno de los principales problemas que detecta S&P Global Ratings es que “la calidad crediticia no ha vuelto a los niveles previos de la pandemia, lo que suma incertidumbre”. En concreto, las compañías europeas no financieras con un *rating* especulativo por parte de S&P suponen en la actualidad casi el 30% del total, frente al 19% en 2019. Y el 43% de dicha deuda, que se encuentra por debajo del grado de inversión, está referenciada a un tipo variable, con las consiguientes consecuencias que tendrá el cambio de dirección de la política monetaria del BCE hacia las subidas de tipos.

La agencia de calificación recuerda que “durante 11 años, Europa ha convivido con unos tipos de interés en mínimos históricos, algo inédito, y que ha alentado una acumulación elevada de deuda”. Y sentencia: “con una recesión en toda regla todo empeoraría”. “Las medidas se deteriorarían significativamente, yendo más allá de lo visto en la pandemia. Esto ejercería una fuerte presión sobre las calificaciones, particularmente en las categorías de calificación B e inferiores.” ●

➔ **S&P GLOBAL RATING vaticina que las calificaciones crediticias sufrirán más presión durante 2023 y que el nivel de incumplimiento aumentará al 3% en el primer trimestre.**