Comparativa entre FRN high yield y préstamos sénior

Estrategias de FRN high yield globales

Octubre de 2024

Comparativa entre bonos flotantes high yield y préstamos apalancados globales

El mercado de bonos flotantes (FRN) high yield (HY) globales comparte varias características con el de préstamos apalancados, pero también existen diferencias importantes entre ambos que los inversores podrían desconocer.

FRN HY frente al conjunto del mercado

Los FRN HY son un subconjunto del mercado de deuda high yield global más prevalente en Europa que en EE. UU. En su forma más pura constituyen un segmento relativamente pequeño, con un tamaño de 54.000 millones de dólares que palidece frente al de bonos high yield a tipo fijo (de 2,2 billones de dólares).

Pese a esta diferencia de envergadura, no obstante, resulta bastante sencillo crear un FRN high yield de manera sintética, utilizando combinaciones de otros instrumentos y derivados como permutas (*swaps*) de tipos de interés y de cobertura por impago crediticio (CDS). Esto amplía el universo de inversión e incluso nos permite crear una oportunidad a tipo flotante en un emisor de deuda corporativa que nos guste pero que podría no haber emitido un FRN.

Por lo general, los instrumentos que pueden utilizarse para crear FRN HY sintéticos son más líquidos que los propios FRN HY puros, y creemos que emplearlos en una cartera puede aportar al inversor la comodidad y la liquidez de los instrumentos que desea.

Gráfico 1: Características de los FRN high yield globales y de los préstamos sénior

	FRN HY globales	Préstamos sénior
Semejanzas		
Cupones	Pagos a tipo flotante - calculados en base a tipos de referencia publicados	Pagos a tipo flotante - calculados en base a tipos de referencia publicados
Posición en la estructura de capital	En su mayor parte sénior y garantizados por activos	Típicamente sénior y garantizados por activos
Nivel de riesgo de crédito	Inferior a grado de inversión	Inferior a grado de inversión
Diferencias		
Liquidez	Liquidación en T+2	EE. UU.: T+5-10; eurozona: T+30 (aprox.)
Accesibilidad	Disponible para la mayoría de los inversores	En su mayor parte confinada a inversores institucionales

El valor y los ingresos de los activos del fondo podrían tanto aumentar como disminuir, lo cual provocará que el valor de su inversión se reduzca o se incremente. No puede garantizarse que el fondo alcance su objetivo, y es posible que no recupere la cantidad invertida inicialmente. Cuando se mencionen rentabilidades, tenga en cuenta que las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.

Semejanzas

Los FRN high yield y los préstamos apalancados comparten numerosos atributos.

Cupones a tipo flotante

Ambos pagan cupones a tipo flotante, que se reajustan para cada nuevo periodo de pago en base al tipo de referencia vigente. En EE. UU., la deuda a tipo flotante utiliza actualmente la tasa de financiación a un día garantizada (SOFR), que se basa en operaciones realizadas a un día en el mercado de operaciones de recompra (repos) de deuda soberana. En Europa, los instrumentos a tipo flotante suelen estar referenciados al EURIBOR, que continúa utilizándose tras una reforma significativa de su metodología de cálculo.

Aunque los cupones disminuirán a medida que la Fed continúa recortando sus tipos de interés, las rentabilidades al vencimiento (TIR) de los FRN HY permanecen más altas que las de otros tipos de crédito debido a su baja calificación crediticia media de B-, lo cual deja margen para recortes de tipos sin dejar de aportar una renta adicional atractiva.

La seguridad aportada por la prelación

Ambos tipos de activos suelen tener una prelación elevada en la estructura de capital del emisor. Esto significa que tienen preferencia en el orden de pago respecto a la deuda subordinada y las acciones en caso de impago, lo cual puede aportar una mayor seguridad al inversor. Históricamente, las tasas de recuperación de los instrumentos sénior tras un impago son más altas que las de los instrumentos subordinados.

Calificación inferior a grado de inversión

Ambas clases de activos tienen una calificación (explícita o implícita) inferior a grado de inversión: BB+ o más baja. Así, cabe esperar que ofrezcan una remuneración potencial mayor que la de un instrumento equivalente con grado de inversión (BBB- o superior), en forma de un diferencial de crédito seguramente mayor para reflejar el riesgo adicional que conllevan.

Similares, pero diferentes

Un aspecto tal vez más interesante, en base al cual podría preferirse un mercado u otro, son sus diferencias, y en concreto la manera en que enfocamos la gestión de estrategias de FRN high yield globales en M&G.

Liquidez

En nuestra opinión, la principal diferencia es que los FRN HY suelen ofrecer una mayor liquidez que los préstamos apalancados. En condiciones de mercado normales (las prevalentes durante la mayor parte del tiempo) los FRN pueden negociarse libremente, con un periodo de liquidación estándar de T+2 días hábiles.

Los préstamos en EE. UU. son menos líquidos y pueden contratarse con un periodo de liquidación habitual de T+5 a T+10, y potencialmente más largo. En el mercado europeo, periodos de liquidación de préstamos de T+30 son quizá más probables. Periodos de liquidación tan prolongados podrían poner en peligro la capacidad de un gestor para gestionar fácilmente los flujos de una cartera de inversión.

Diversificación de la exposición sectorial

El mercado de préstamos, dominado por EE. UU., tiende a estar más concentrado en sectores como el tecnológico, los servicios y la salud. En cambio, los FRN HY globales, donde predominan los prestatarios europeos, ofrecen diversificación con una mayor exposición a servicios financieros, comercio minorista y bienes de equipo.

El índice de mercado que emplean nuestras estrategias como indicador de referencia, el ICE BofA Global Floating Rate High Yield 3% Constrained (cubierto en USD), refleja esta diversificación. Estos sectores tienen distintos perfiles de riesgo a los de los préstamos estadounidenses, aportando una mayor diversificación geográfica y sectorial a las carteras.

Además de las diferencias en estructura del mercado, típicamente adoptamos un enfoque en nuestra opinión conservador a la hora de gestionar estrategias de FRN HY globales. El índice de referencia tiende a mostrar cierta concentración de riesgo, debido en parte al tamaño mínimo relativamente elevado que debe tener una emisión para ser incluida en el indicador. Esto significa que el índice suele ser más pequeño que el conjunto del mercado y estar menos diversificado, con ponderaciones relativamente grandes de créditos con mayor beta, muchos de los cuales han mostrado fortaleza en los últimos años.

El índice omite ciertos emisores establecidos que el fondo podría desear tener en cartera, y también está un tanto sesgado hacia créditos más apalancados y arriesgados; nuestro enfoque ha consistido en infraponderar dichos créditos. Este posicionamiento cauto es deliberado y se propone proteger al inversor, tratando de evitar la volatilidad asociada con estos emisores y aportar una trayectoria de rentabilidad más estable.

Accesibilidad para los inversores

Hasta la fecha, el mercado de préstamos ha sido accesible sobre todo para los inversores institucionales, debido a su mayor capacidad de negociar y mantener en cartera

activos ilíquidos de este tipo. Los requisitos de liquidez diaria de los fondos de inversión han impedido a menudo a estos vehículos ofrecer productos de préstamo a todos los inversores. En cambio, gracias a la mayor liquidez de los FRN HY globales, los fondos especializados en estos instrumentos pueden proporcionar la liquidez diaria necesaria, con lo que este mercado es accesible a una base inversora más amplia.

El deterioro de las cláusulas de protección para los inversores en préstamos

En el pasado, los préstamos apalancados solían emitirse con cláusulas de protección para el inversor. Las cláusulas de mantenimiento, por ejemplo, obligan a las empresas a mantener ciertas medidas de fortaleza financiera, mientras que las de incidencia podrían actuar como obstáculo para evitar que un prestatario lleve a cabo una acción especificada (como puede ser asumir deuda nueva o adicional) a no ser que se cumpla una medida determinada de solidez financiera. Cláusulas como estas se aplican con objeto de salvaguardar la capacidad del prestatario para atender al servicio de la deuda y proteger al prestamista.

En cambio, los FRN HY suelen estar garantizados por activos de algún tipo (aunque no siempre) y no están sujetos a tales cláusulas protectoras. Con el tiempo, no obstante, la demanda inversora de préstamos aumentó desde la crisis financiera global en 2009, y los prestatarios fueron capaces de emitir deuda con menos cláusulas y condiciones menos restrictivas. Ahora, los llamados préstamos con condiciones de protección inferiores (*cov-lite*) representan un 90% o más de las emisiones de préstamos en EE. UU. Y Europa, cuando en 2010 apenas existían. Así, cualquier ventaja o seguridad percibida que pueda aportar la presencia de cláusulas de protección se ha visto considerablemente erosionada.

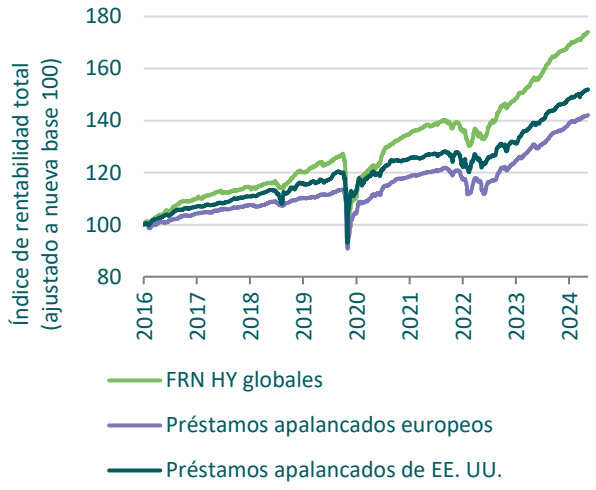
Rentabilidad del mercado a lo largo del tiempo

Históricamente, los FRN high yield han demostrado ser un sustituto adecuado y líquido para el mercado estadounidense de préstamos apalancados. Una comparación de rentabilidades a largo plazo muestra que el índice de FRN HY global que utilizamos para gestionar nuestras estrategias ha igualado, o incluso superado, a los indicadores del mercado de préstamos apalancados de EE. UU. Y Europa, como puede verse en el Gráfico 2.

Creemos que la mayor liquidez de los FRN HY ha sido de ayuda durante periodos de turbulencia en el mercado.

Gráfico 2: Comparativa de rentabilidad entre índices de mercado

Las rentabilidades pasadas no son un indicativo de las rentabilidades futuras.



Fuentes: M&G, Bloomberg, S&P Global, a 30 de septiembre de 2024. Índices ICE BoA Global High Yield FRN 3% Constrained (cubierto en USD), Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100, Morningstar European Leveraged Loans.

Equipo Global de Crédito y Renta Fija, M&G Investments

M&G Investments

Exclusivamente para inversores profesionales. Prohibida su posterior distribución. Ninguna otra persona o entidad debe utilizar la información contenida en el presente documento. M&G Investment Funds están inscritos para su distribución pública en virtud del art. 15 de la Ley 35/2003 sobre instituciones de inversión colectiva del siguiente modo: M&G (Lux) Investment Funds 1 nº de inscripción 1551 en el registro correspondiente de la CNMV. Esta información no constituye una oferta ni un ofrecimiento para la adquisición de acciones de inversión en alguno de los fondos mencionados en la presente. Las adquisiciones de un fondo deben basarse en el Folleto actual. La Escritura de Constitución, el Folleto, el Documento de Datos Fundamentales (KID), el Informe de Inversión Anual o Provisional y los Estados Financieros se pueden solicitar gratuitamente en inglés o en español al Allfunds Bank, Calle Estafeta, nº 6, Complejo Plaza de la Fuente, La Moraleja, 28109, Alcobendas, Madrid o **www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es. Antes de efectuar su suscripción, debe leer el Documento de Datos Fundamentales y el Folleto**, que incluye una descripción de los riesgos de inversión relativos a estos fondos. La información que aquí se incluye no sustituye al asesoramiento financiero independiente. En virtud del proceso de notificación de cese recogido en la Directiva de distribución transfronteriza, M&G Luxembourg S. A. puede rescindir los acuerdos de comercialización.Información sobre tramitación de reclamaciones y un resumen de los derechos de los inversores están disponibles en español en **https://www.mandg.com/investments/professional-investor/es-es/complaints-dealing-process**. Promoción financiera publicada por M&G Luxembourg S.A. Domicilio social: 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg. **OCT 24 / 1346803**