TR3A Asset Management

Comentario Mercados Emergentes

Enero 2021

Pedro Pérez
Director, Deuda Emergente

Comentario Mercados Emergentes

Enero 2021

Pedro Pérez

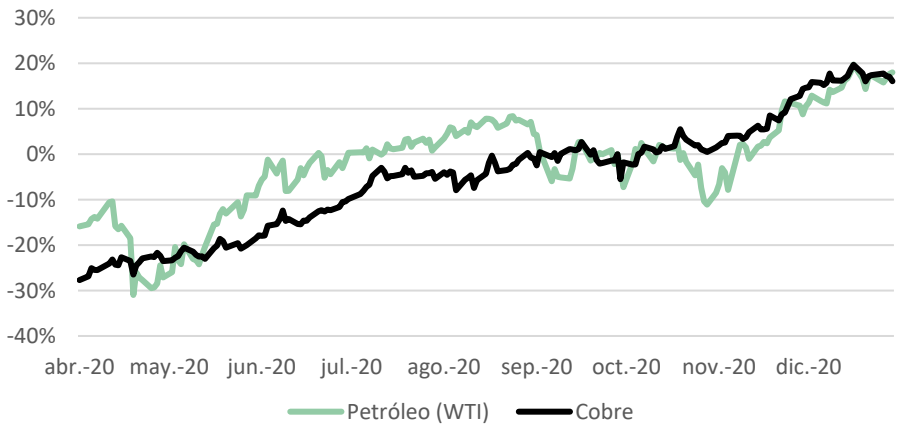
Director, Deuda Emergente

Mercados Emergentes

Es difícil encontrar un escenario macroeconómico más favorable para la renta fija emergente del que encontramos en el último trimestre del 2020. El resultado de las **elecciones americanas** y el inicio de los programas de **vacunación anti-Covid** generaron un entusiasmo en el mercado que eclipsó la preocupación por el deterioro substancial de las circunstancias de la Pandemia en prácticamente todos los países del mundo. Este entorno de mercado, absolutamente de ***risk-on***, se reflejó en entradas masivas de fondos en casi todas las categorías de activos de riesgo, en nuestro caso particular en un noviembre absolutamente excepcional para los mercados emergentes en todos sus segmentos.

Muy relevante para los mercados emergentes, las ***Commodities*** experimentaron subidas aceleradas, desde los metales industriales (el cobre y el hierro subieron +16.4% y +34.6% respectivamente en el trimestre) al petróleo (WTI, +18%) e incluso las "*soft commodities*" que llevaban más de un año deprimidas, como la soja o el algodón, experimentaron subidas importantes. Igualmente, los mercados bursátiles y las divisas emergentes experimentaron subidas muy sustanciales.

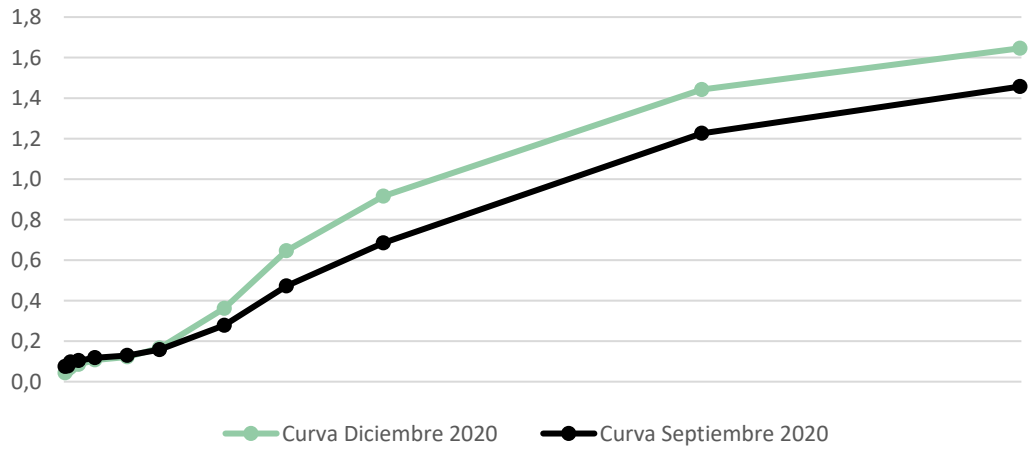
Gráfico1. Precio del Petróleo y del Cobre



Fuente: Bloomberg (31/12/2020)

Los rendimientos de la renta fija emergente en divisa fuerte no llegaron al nivel experimentado por otros segmentos de los mercados emergentes debido al movimiento que se produjo en los **tipos de interés** americanos. Las mismas circunstancias que crearon subidas excepcionales en los activos de riesgo (elecciones Estados Unidos, vacunas, proyecciones de una recuperación acelerada de la actividad económica) produjeron una **subida de los tipos de interés** y un incremento de la **pendiente de la curva** americana, además de un aumento de los *breakevens* de inflación en los TIPs (US Treasury Inflation-protected securities). Todas ellas, señales implícitas del inicio de un proceso reflacionario, en un contexto de tipos a corto plazo anclados por la FED al menos hasta el final del 2022.

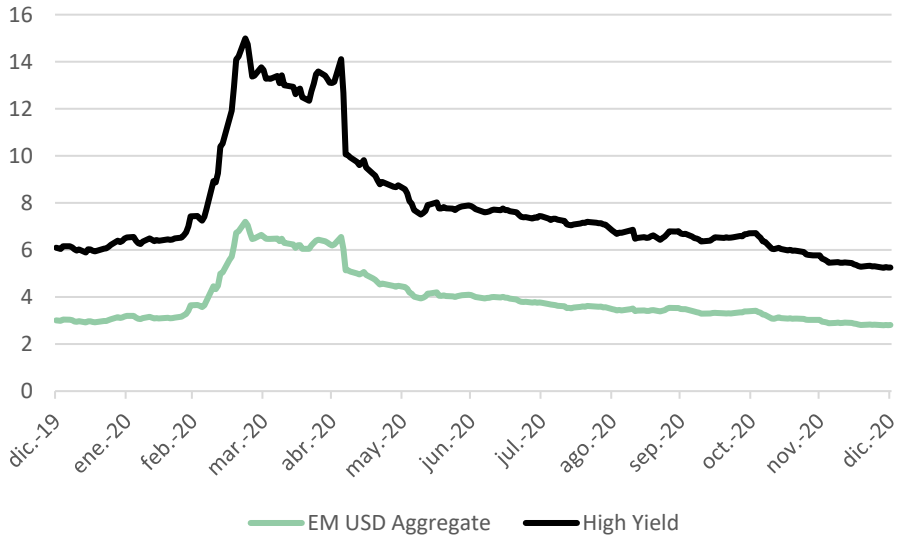
Gráfico 2. Curva del Tesoro americano en septiembre 2020 y en diciembre 2020



Fuente: Bloomberg (31/12/2020)

Las subidas de los tipos subyacentes limitaron las ganancias de la renta fija corporativa en divisa fuerte en general, y en particular en la Emergente. Esto se dio a pesar de que, como vemos en el gráfico 3, los diferenciales o **primas de riesgo** promedio continuaron comprimiéndose a lo largo del trimestre hasta cerrar el año cerca de sus mínimos históricos. La limitación por la subida de la curva base afectó más en el segmento de grado de inversión (ya que en las emisiones en High Yield, y crossover hay un margen mayor) que representa aproximadamente el 61%-64% de los grandes índices agregados de emergentes. En este contexto, la mayoría de los rendimientos fueron producidos por el segmento High Yield/crossover, que experimentaron ganancias medias de entre el 7% y el 7.75%, comparado con ganancias de entre el 2.5% y el 3% en los índices de Investment Grade.

Gráfico 3. Diferenciales de Crédito en EM Investment Grade y en EM High Yield



Fuente: Bloomberg (31/12/2020)

Trea Emerging Credit Opportunities

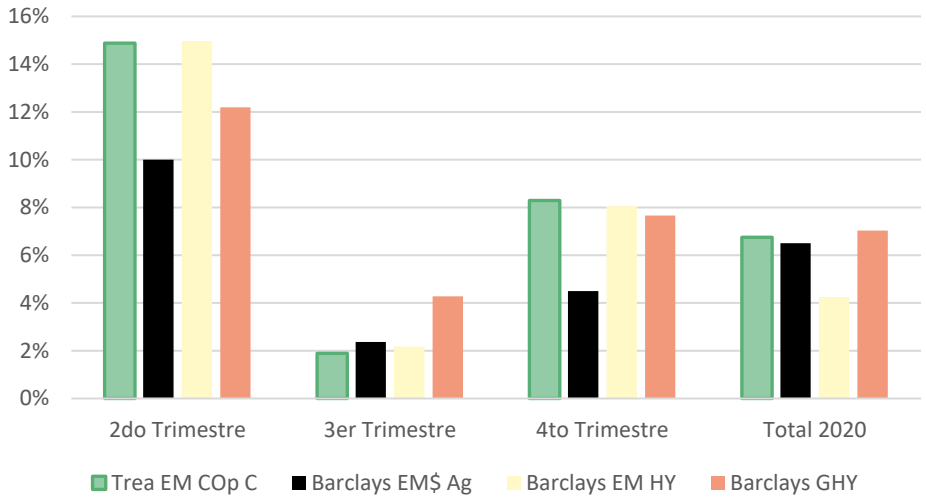
Las circunstancias de mercado anteriormente mencionadas nos ayudaron a generar resultados excepcionales (**Gráfico 4**), tanto en términos nominales como en comparación con los grandes índices de emergentes. Ya a finales del tercer trimestre habíamos llegado a la conclusión de que, dadas las perspectivas de expansión fiscal que una victoria de Joe Biden y un posible control demócrata de las dos cámaras del Congreso Americano generarían, lo más probable es que se produjera una **rápida subida de los tipos** y de la pendiente de la curva del tesoro americano, acompañado de **fuertes subidas** en los activos de riesgo globales.

En nuestra opinión, esto beneficiaria particularmente al segmento High Yield y crossover de nuestro universo de inversión, especialmente en algunos sectores cíclicos como petróleo y finanzas, donde ya teníamos una exposición importante. Para dar un componente de opcionalidad a la cartera, una cobertura en caso de que nuestras predicciones fueran erróneas, decidimos a finales de septiembre **reducir nuestra exposición a bonos corporativos** con una mayor sensibilidad a una subida de tipos, empezando así el trimestre con unos niveles de liquidez por encima de lo que consideramos normales.

Y el rally se produjo, aunque los resultados electorales no fueron tan benévolos como se esperaba, y fue muy potente, prácticamente ininterrumpido en los últimos tres meses del año, ayudado también por los anuncios de efectividad de las primeras vacunas anti-Covid. En nuestro caso conseguimos generar una considerable cantidad de **exceso de retorno**, dada nuestra **sobrexposición a High Yield** y nuestra **menor duración** natural respecto a los índices. A partir de la segunda semana de diciembre, con gran parte del mercado en diferenciales de crédito muy cerca de mínimos históricos, fuimos reduciendo la exposición a algunos de los sectores que mejor se estaban comportando, y aumentando la duración de la cartera con *treasuries* (con la

intención doble de ganar opcionalidad y reducir exposición a un mercado ya en niveles históricamente caros). Así conseguimos acabar el año con rendimientos superiores a nuestros índices de referencia, y bien por encima de la media del mercado.

Gráfico 4. Rentabilidad del fondo y de los principales índices



Fuente: Bloomberg (31/12/2020)

Perspectivas 2021

Las perspectivas para 2021 en la renta fija en divisa fuerte de mercados emergentes son **positivas**, pero considerablemente más moderadas. Consideramos que la mayor parte de los rendimientos del año se obtendrían en el primer trimestre, todavía generados primordialmente por los segmentos **High Yield y crossover**. Todavía esperamos una recuperación acelerada de la actividad económica en Estados Unidos, ayudada por la reversión del considerable aumento del ahorro que se produjo en la economía americana en 2020, y el fuerte déficit fiscal (aunque esperamos que el desempeño de la recaudación fiscal sea mejor de lo esperado, dado su comportamiento en el último trimestre del año pasado). Sin embargo, la evolución de los mercados en las dos primeras semanas del año ha puesto de manifiesto varios riesgos estructurales.

Después de experimentar durante prácticamente todo el segundo semestre de 2020 un escenario extremadamente técnico en el mercado de bonos del Tesoro Americano, con niveles clave, tanto soportes como resistencias, que se operaban muy activamente, las circunstancias han cambiado a un entorno mucho menos favorable y más difícilmente predecible. Primero, la FED decidió en su último FOMC de 2020, no mencionar un posible incremento de la duración media de sus compras de bonos del tesoro. Esto, unido a las declaraciones públicas de varios miembros del comité que apuntaban a un escenario en el que el banco central ya estaría contemplando una reducción de sus compras de activos (***Tapering***), generaron una aceleración del ritmo

de subida de tipos y de incremento de la pendiente de la curva, al recordar el mercado el episodio del "*taper tantrum*" y la subida de tipos de 2013. Esto ha producido caídas generalizadas de la renta fija en dólares en las dos primeras semanas de 2021, aunque con el segmento de High Yield y parte del crossover todavía produciendo rendimientos ligeramente positivos o experimentando caídas mucho menores.

Creemos que el indicador clave es el diferencial de 30 años contra 5 años en la curva americana (**Gráfico 5**), que forma parte del índice de condiciones financieras de la FED, y que está a los niveles más altos desde 2016. Parece que hay acuerdo entre los analistas en el sentido que el FOMC no quiere una repetición del escenario de 2013, pero hay mucha más **incertidumbre sobre la forma en que la FED pueda actuar** sobre la curva, ya sea con intervención directa (algún tipo de esquema de gestión de curva), con aumentos puntuales de la duración de sus compras de *Treasuries*, al mismo tiempo que el Tesoro extiende el vencimiento medio de sus emisiones, o simplemente guiando las expectativas del mercado en sus comunicados. De momento parece que, como hemos visto en sus intervenciones a partir del 10 de enero, los miembros del comité están dispuestos a guiar activamente al mercado hacia una subida moderada de la pendiente de la curva, mientras se normalizan los tipos de interés. Esto es difícil de conseguir de manera consistente, y depende de la evolución del PIB americano. Creemos que esto llevara a una menor volatilidad en los tipos del Tesoro, así como un escenario de mayor estabilidad para el dólar.

Gráfico 5. Diferencial deuda 30 años contra 5 años en la curva americana

Fuente: Bloomberg (31/12/2020)

La información contenida en esta presentación es confidencial, está dirigida exclusivamente a inversores cualificados, no pudiendo su receptor, bajo ninguna circunstancia, mostrar esta presentación, ya sea toda o en parte, a terceros, copiarla, transmitirla o, de cualquier modo, ponerla a disposición de personas no autorizadas por el emisor de la misma. Recomendamos que los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por si o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de la misma.

Esta presentación está sujeta a revisión, modificación y actualización. Determinada información contenida en la presentación ha sido suministrada por terceros, diferentes al emisor, si bien, y salvo mejor opinión, entendemos es fiable no obstante no haber sido verificada por un experto independiente y, en consecuencia, no puede ser garantizada.

Esta presentación tiene carácter confidencial para su receptor y no supone una oferta de venta ni una invitación o recomendación de suscripción de valores, de inversión o de adquisición de servicios de inversión, ni debe constituir la base para la toma de decisiones de inversión.

TREA ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A., con domicilio en Avenida Diagonal, 640, 3E, 08017 Barcelona, España; con CIF. A-64.472.681, está inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona Hoja B-342646, Tomo 44176, Folio 148, y autorizada e inscrita en el registro de la CNMV con el número 21.