TR3A Asset Management

TREA EMERGING MARKETS CREDIT OPPORTUNITIES

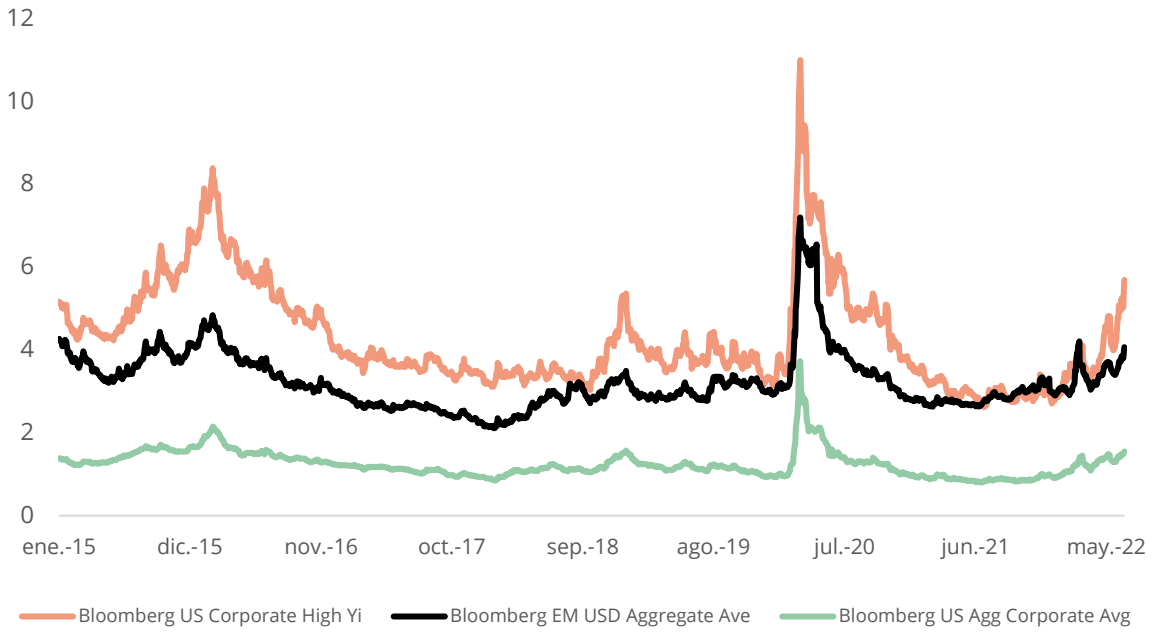
Junio 2022

Pedro Pérez
Director, Deuda Emergente

Comentario Trimestral Mercados Emergentes

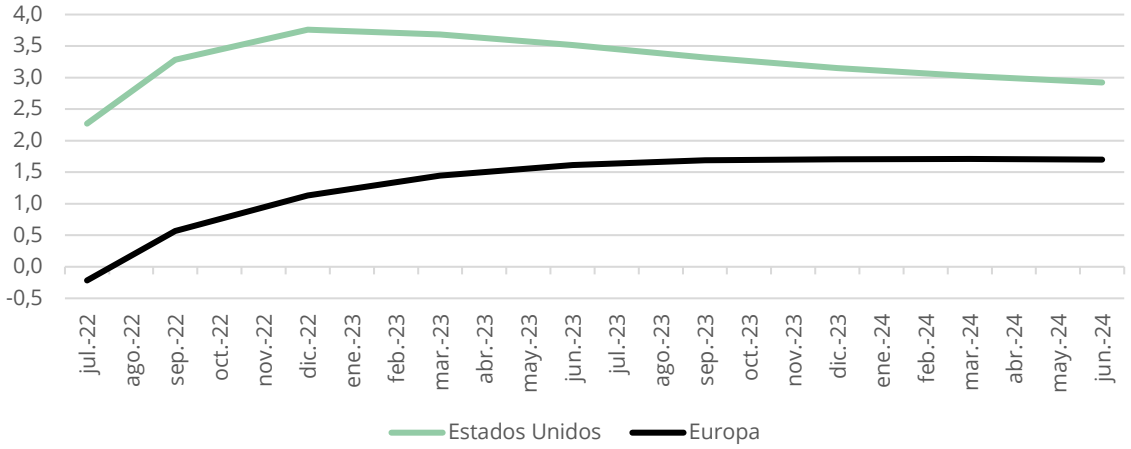
La renta fija de mercados emergentes en divisa fuerte experimentó en junio su segundo peor mes de 2022. Todos los segmentos del mercado sufrieron pérdidas y, en algunos casos, incluso de mayor magnitud a las alcanzadas en febrero. Una gran parte de las caídas se concentraron en el segmento de *High Yield*, especialmente en los bonos soberanos con una beta alta, en un contexto de volatilidad extrema en los *treasuries* americanos y una presión constante por las salidas de dinero de la clase de activo.

Gráfico 1: Evolución de los diferenciales de crédito a 10 años



Los sorprendentes y elevados datos de inflación de mayo en EE. UU. implicaron un replanteamiento por parte del mercado de las expectativas sobre el *terminal rate* de la Fed y las posibilidades de recesión en el medio plazo. La pendiente de la curva americana a 2-10 años se redujo hasta menos 10 puntos básicos para el resto del mes. El segmento de *investment grade* se comportó algo mejor tras el *rally* experimentado por los bonos de EE. UU. debido al *risk off* de finales de junio, pero en cualquier caso con pérdidas de consideración. Asimismo, el típico movimiento de precios por liquidación provocó que los diferenciales de crédito se ampliasen muy rápido, con algunos de los bonos soberanos de beta alta alcanzando precios de *distress* y muchos nombres *crossover* experimentando una fuerte volatilidad. Las caídas de precio fueron particularmente graves para algunos créditos que sufrieron eventos idiosincráticos como fue el caso de las elecciones en Colombia o el descontento político en Ecuador.

Expectativas de evolución de tipos de interés



Fuente: Bloomberg (30/06/2022)

Trea Emerging Markets Credit Opportunities

En el segundo trimestre el fondo obtuvo rentabilidades negativas. Las expectativas de subidas de tipos para contener la inflación por parte de los bancos centrales provocaron un aumento de las rentabilidades de los bonos gubernamentales. Al estar la mayoría de bonos de divisa fuerte en los mercados emergentes en dólar, el aumento y las expectativas de más subidas por parte de la Reserva Federal hicieron mella en los precios.

Durante la primera mitad de junio, el fondo fue predominantemente vendedor, reduciendo exposición a emisores de todo el espectro de riesgo, desde corporativos *Investment Grade* a soberanos de beta alta. Más recientemente, hemos empezado a hacer algunas transacciones más atractivas, extendiendo duración y comprando algún crédito *crossover*, pero en circunstancias de mercado extremadamente difíciles. Si bien el balance de riesgos invitaría a reducir posiciones cortas en créditos de liquidez escasa para aumentar duración y liquidez en bonos *crossover*, la realidad de un mercado absolutamente dislocado y semi paralizado, con escasa liquidez y profundidad y con enormes dispersiones a lo largo de la escala de crédito ha hecho prácticamente imposible realizar cambios significativos en este sentido.

El mercado de *Treasuries* también está operando a niveles históricamente bajos, tanto de profundidad como de dispersión. La clase de activo se muestra barata y muy atractiva en términos relativos. Las métricas de crédito corporativo son excelentes, con bajísimas tasas de *default* (1.5-2% ex China) y datos de apalancamiento operativo

(Deuda Neta/EBITDA) en niveles récord históricos, además de contar con la ventaja de estar en una fase del ciclo económico favorable.

Desde hace mucho tiempo, el vehículo no mostraba un **binomio TIR/Spread** tan atractivo (Commodity crisis, 2015-2016). La TIR del fondo se sitúa casi en el 11%, muy elevada para el mix de la cartera, que tiene prácticamente la misma ponderación de bonos *crossover* (predominantemente *corporates* y cuasi soberanos) que de *high yield*.

Debacle en la renta fija

Índices	YTD 2022	2021	2020	2019	2018
Trea Emerging Markets Credit Opps C	-17,90%	0,16%	6,75%	12,63%	-9,51%
EM USD Aggregate	-17,14%	-1,65%	6,52%	13,11%	-2,46%
US Corporate	-14,39%	-1,04%	9,89%	14,54%	-2,51%
Global High Yield	-16,87%	0,99%	7,03%	12,56%	-4,06%

Fuente: Bloomberg (30/06/2022)

Evolución del fondo dentro de su categoría Morningstar

Nombre del fondo	ISIN	Categoría Morningstar	YTD	1 año	3 años
			Cuartil	Cuartil	Cuartil
Trea Emerging Markets Credit Opps C-EUR	LU0629658609	EAA Fund Global Emerging Markets Bond - EUR Biased	2	2	2
Trea Emerging Markets Credit Opps A	LU0629658195	EAA Fund Global Emerging Markets Bond	3	2	1
Trea Emerging Markets Credit Opps C	LU0629658435	EAA Fund Global Emerging Markets Bond	3	2	2

Fuente: Morningstar (30/06/2022)

TIR	Duración	Número de Bonos	Rating Medio	High Yield	Volatilidad
11.14%	**4.59**	**68**	**B+**	**74%**	**13.29**

Fuente: Morningstar (30/06/2022)

Qué esperar para la parte final de año

El entorno de tipos de interés americanos apunta a una mayor estabilidad de la curva en los próximos meses a medida que el mercado se ajusta a un consenso de tasa terminal del 3,3-3,5%, con los *forwards* reflejando una posible bajada de tipos de interés al final del segundo trimestre del 2023 y los *breakevens* de inflación de los TIPS a cinco años situándose ya por debajo del 3%.

Este aparente consenso está anticipando una caída muy rápida de la actividad económica a lo largo de los próximos 12 meses. Dependerá, como adelantó la Fed en el FOMC del 10 de junio, de que la inflación alcance un pico en los próximos 2 o 3 meses. Sorpresas desagradables como la inflación de mayo no serían bien recibidas, pero el margen de subida de los tipos de interés a largo plazo por encima del *terminal rate* es limitado. Este entorno debería ser favorable para los mercados emergentes, particularmente con las altas TIRs que está ofreciendo el mercado.

Es cierto que la situación de mercado no es propicia para la refinanciación de deuda, pero la posición de caja y el esfuerzo de extensión de pasivos realizado por el mercado en general durante la segunda mitad del 2020 y del 2021, ofrece un margen de maniobra considerable a la mayoría de los créditos corporativos, particularmente en el segmento *crossover*. Los soberanos de beta alta pueden experimentar tensiones de financiación, y eso se está reflejando en el nivel de estrés de algunas curvas. No obstante, en la mayor parte de los casos no esperamos problemas a medio plazo a no ser que la situación actual se prolongue hasta bien entrado el 2023. Fundamentalmente, esperamos que el FMI y el BM entren a aliviar las situaciones más tensionadas. En nuestro caso particular, la cartera por el momento sólo incluye países de beta alta que tienen un programa vigente con el FMI o lo han tenido recientemente.

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.

El presente documento no constituye una recomendación de inversión.

El presente documento es una descripción de los principales hitos del fondo TREA EMERGING MARKETS CREDIT OPPORTUNITIES - C USD durante el segundo trimestre de 2022 así como nuestra opinión sobre algunos de las empresas invertidas por el fondo.

TREA EMERGING MARKETS CREDIT OPPORTUNITIES - C USD (LU0629658435) es un fondo de derecho luxemburgués, UCITS, que tiene la inversión delegada en Trea Asset Management SGIIC. Esta sociedad tiene su domicilio en C/ Ortega y Gasset 20, 28806 Madrid y está inscrita en el registro de la CNMV con el número 113.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Trea Asset Management SGIIC: https://treaam.com/