TR3A Asset Management

TREA EMERGING MARKETS CREDIT OPPORTUNITIES

Abril 2023

Pedro Pérez
Director, Deuda Emergente

Nos complace informar a nuestros inversores que nuestro fondo de renta fija emergente, con más de 10 años de track record, acaba de recibir el galardón de cinco estrellas Morningstar. Calificación que tan sólo reciben el 10% de los mejores fondos de cada categoría por la calidad y la constancia en la gestión a largo plazo. Esto ha sido posible gracias a la experiencia y profesionalidad de nuestros gestores, Pedro Pérez y Jordi Armengol. Un equipo con diversos premios por su excelente gestión que, además, posee un histórico de rentabilidad por encima de la media del mercado.

Comentario Trimestral Mercados Emergentes

El primer trimestre del 2023 se caracterizó por una extrema volatilidad y grandes divergencias en el desempeño de los distintos segmentos de la clase de activo. El año empezó con una fuerte percepción de bajo riesgo en la macroeconomía a nivel global y los flujos de los clientes se volvieron fuertemente positivos por primera vez en muchos meses. Este hecho, unido a unas menores tasas de referencia y que las rentabilidades de los bonos del tesoro americano cayeron al consolidarse unas expectativas de tasa terminal de los Fed Funds por debajo del 5%, dio como resultado un sólido *rally* en la renta fija de mercados emergentes. El *rally* destacó especialmente en los bonos corporativos. Los diferenciales en los bonos soberanos se redujeron de forma moderada, pero en los corporativos, y sobre todo en el *crossover*, se estrecharon mucho más. La relación entre los diferenciales medios de los soberanos contra los corporativos alcanzó unos niveles de amplitud no vistos desde antes de la pandemia.

El fondo empezó el año de forma muy sólida, con casi la totalidad de los bonos mostrando rentabilidad positiva. La combinación de las rentabilidades del tesoro más bajas y la demanda técnica, propulsaron un fuerte *rally* en el que los bonos de mayor duración o los que más sufrieron en el último trimestre de 2022, fueron los que más contribuyeron. Los bonos más largos de la cartera como los de **YPF**, **Pemex** y **Angola** fueron los mayores contribuidores. Por el lado del crédito, bonos de compañías como **Seplat**, **Axtel**, **Frontera** o **Egipto**, registraron rentabilidades excelentes. En este entorno, el único que contribuyó de forma negativa fue el de Financiera Independencia, en el que la compañía propuso una oferta de cambio voluntaria.

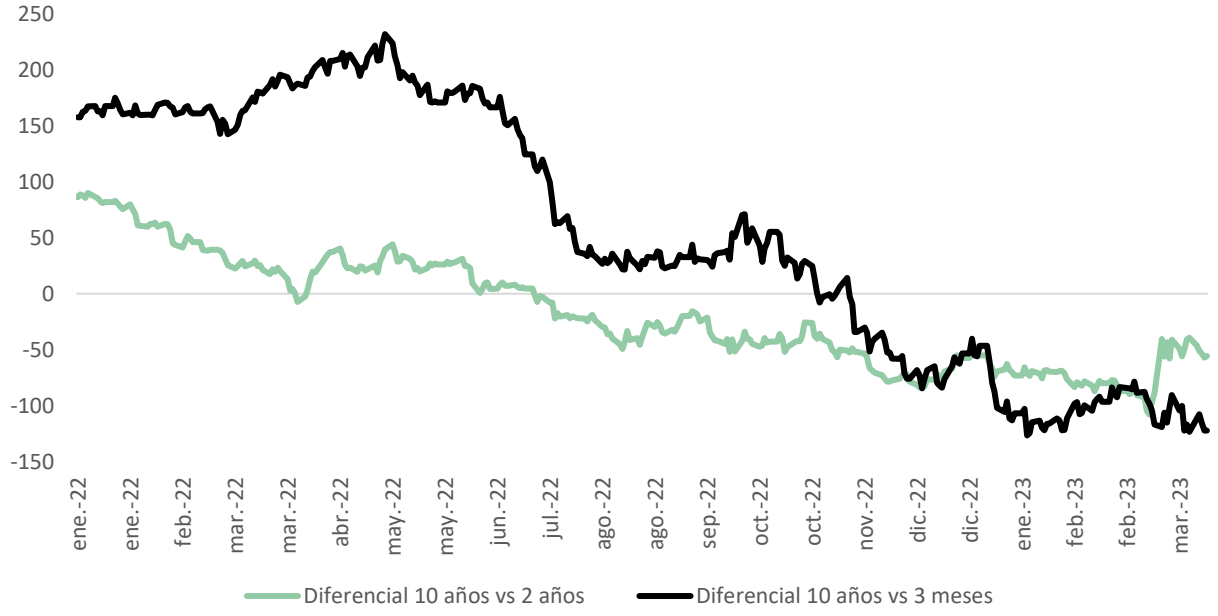
Sin embargo, febrero supuso un cambio de tendencia considerable. La revisión de los componentes del IPC americano y la publicación de los dos primeros índices mensuales, eliminaron de un plumazo la noción de que la inflación se estaba desacelerando rápidamente. Esto, unido a la continua robustez del empleo que quedó confirmada con el *Payroll* del 3 de febrero, provocó un ajuste rápido al alza de la expectativa de los tipos terminales y un entorno de ventas generalizadas en los mercados de renta fija. Los mercados emergentes volvieron a sufrir salidas de los inversores, cambiando de nuevo la tendencia después de un enero muy fuerte. Los diferenciales sólo se ampliaron de forma marginal, pero los soberanos, especialmente los que tienen beta alta, sufrieron de forma generalizada, algunos muy fuertemente. El diferencial entre corporativos y soberanos terminó en el punto más amplio en una década.

La mayor parte de los activos del fondo durante el segundo mes del año registraron rentabilidades negativas. Por el contrario, algunos bonos con mucho *carry* y poca duración, o incluso los que habían sido impactados negativamente en el pasado por algún evento idiosincrático (como **Axtel**), consiguieron terminar el mes en verde y contribuir positivamente al fondo. Sin embargo, estos fueron eclipsados por la subida de las rentabilidades del tesoro y la ampliación generalizada de los diferenciales junto con algunos eventos específicos. Los bonos soberanos, los de alta duración y el papel brasileño en general estuvieron entre los grupos de bonos que contribuyeron negativamente a la rentabilidad. Por el lado soberano, el fondo sufrió más concretamente por un emisor: **Ecuador**, donde la situación política, cada vez es más complicada, provocando fuertes pérdidas en toda la curva.

Los bonos del tesoro y el mercado de renta variable global subieron en marzo ya que la crisis bancaria que empezó con el colapso de **SVB** en EE.UU. y la compra en el último minuto de **Credit Suisse** por parte de **UBS** llevó a una rápida reducción de las expectativas del tipo terminal y temores a un empeoramiento drástico de las condiciones financieras, especialmente en EEUU. La enorme volatilidad en las tasas *forward* a corto plazo se puede ver fácilmente en el gráfico 1.

Evolución de los diferenciales gubernamentales en 2023

Gráfico 1.



Fuente: Bloomberg (31/03/2023).

El diferencial del bono a 2 años contra el bono a 10 años pasó de -107 puntos básicos, una pendiente negativa no vista en la curva americana desde principios de los 80, a menos de -50 puntos básicos en un par de días. No obstante, la medida de inversión de curva favorita de la Fed, el diferencial entre la letra a 3 meses y el bono a 10 años, continuó ampliándose en territorio negativo hasta cerrar el mes en -130 puntos básicos. Una clara indicación de que el mercado estima que la Fed habría terminado de subir tipos de interés y que el primer movimiento del cambio de ciclo se vaya a producir en el segundo semestre del año. Ambas apreciaciones nos parecen aventuradas.

De esta manera el fondo terminó el mes de marzo con una rentabilidad positiva, si bien hubo divergencias importantes a nivel de los distintos créditos. Algunos nombres mostraron un comportamiento muy positivo como los corporativos ucranianos y turcos en general, junto con algunos créditos que funcionaron bien por motivos idiosincráticos, como la cárnica brasileña, **Minerva**. Los nombres más sensibles a la curva base, como los bonos soberanos y corporativos de alta calidad crediticita también dieron resultados positivos. Por otro lado, los créditos relacionados con el petróleo y/o soberanos de beta alta terminaron el mes en pérdidas.

MORNINGSTAR

Uno de los emisores que contribuyó de forma negativa en marzo fue el soberano de Ecuador, que continuó la tendencia negativa debido a todo el caos político que podría terminar con la moción de censura del actual presidente, **Guillermo Lasso**.

En resumen, el fondo terminó el primer trimestre en territorio positivo, aunque relativamente lejos del desempeño de los grandes agregados de EM. El mayor peso del *high yield* en una estrategia de Credit Opportunites explica en su mayor parte este desempeño. Los grandes índices son primariamente *investment grade*, que representa casi el 65% de la capitalización total. El papel *high yield*, particularmente las emisiones soberanas, sufrieron mucho en el complicado entorno macroeconómico. Mientras tanto los bonos con grado de inversión dieron ganancias importantes, a pesar de la ampliación de los diferenciales de crédito, gracias al movimiento bajista y de *curve steepening* tan agresivo de las tasas de *Treasuries* y a la duración media muy superior del papel IG.

Cambios en la asignación de la cartera

En el primer trimestre, el fondo participó en una nueva emisión primaria por primera vez desde hacía tiempo, concretamente en una emisión *multi-tranche* del reino de Marruecos. En el mercado secundario, en general sólo se ejecutaron operaciones de valor relativo. Durante el periodo aprovechamos para vender la totalidad de la exposición a **Ecopetrol** y para entrar en algunas posiciones que habíamos tenido en el pasado como la mexicana, **Alepka** y de las petroleras independientes. El fondo fue predominantemente comprador en el segundo mes del año, principalmente mediante bonos corporativos a corto plazo para aprovechar la inversión de las curvas. También se aumentó la exposición a algunos bonos corporativos *high yield* que ya estaban en la cartera.

A pesar de la volatilidad de las curvas base y los diferenciales por los datos sobre la economía global, nos encontramos en un momento en el que la rentabilidad total de los bonos emergentes en divisa fuerte continúa siendo alta en comparación a los últimos años. En este entorno, creemos que los inversores pueden volver a aprovecharse de un “carry” elevado y aunque los rendimientos a corto plazo pueden experimentar volatilidad, el valor generado con el paso del tiempo debería compensar al inversor.

En este sentido, estamos encontrando oportunidades con rentabilidades no vistas en los últimos tiempos y con una "yield to worst" de doble dígito. Una parte importante de la cartera está invertida en bonos por debajo de par y con emisores que, o bien tienen unos fundamentales fuertes o bien el binomio rentabilidad riesgo resulta atractivo.

Rentabilidades Trea Emerging Markets Credit Opportunities

31 de marzo de 2023	Rentabilidad 2023	Rent. 3 años
TREA EM Credit Opps A	0,68%	2,96%
Trea EM Credit Opps C	0,53%	2,41%
EAA Fund Global Emerging Markets Bond	1,86%	0,46%

Fuente: Morningstar (31/03/2023).

Evolución del fondo dentro de su categoría Morningstar

Nombre del fondo	ISIN	Categoría Morningstar	2023		3 años	
			Cuartil	Percentil	Cuartil	Percentil
Trea Emerging Markets Credit Opps C-EUR	LU0629658609	EAA Fund Global Emerging Markets Bond - EUR Biased	**4**	**88**	**1**	**17**
Trea Emerging Markets Credit Opps A	LU0629658195	EAA Fund Global Emerging Markets Bond	**3**	**70**	**1**	**10**
Trea Emerging Markets Credit Opps C	LU0629658435	EAA Fund Global Emerging Markets Bond	**3**	**73**	**1**	**15**

TIR	Duración	Número de Bonos	Rating Medio	High Yield
9.95%	**4.38**	**74**	**BB-**	**65%**

Fuente: Morningstar (31/03/2023).

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/