



Situació dels mercats de renda fixa i estratègia del CE Premier

21 de juny de 2022

El 2022 està demostrant ser un dels anys històricament més volàtils i durs en els mercats, i especialment en els de renda fixa, possiblement només comparable amb els moviments de l'inici de la pandèmia el 2020, la crisi de la "perifèria" europea al començament de la dècada passada o la crisi financera del 2008, per esmentar episodis relativament pròxims.

Després d'una dècada de tipus d'interès a la baixa i d'ajust constant de diferencials de crèdit, amb els bancs centrals injectant diners en l'economia a través de les seves compres d'actius financers, proveint el sistema financer amb condicions molt avantatjoses i mantenint els seus tipus d'interès de referència en mínims històrics (i fins i tot negatius), passem a una situació en què els bancs centrals s'han vist forçats a canviar cap a una política monetària molt restrictiva per tal de frenar les pressions inflacionàries. La recuperació econòmica postpandèmia i les restriccions de COVID zero que manté el govern xinès han generat colls d'ampolla que continuen afectant el comerç internacional i elevat els costos financers i operatius. L'increment gradual dels preus de l'energia a mesura que es reactivava l'economia es va acabar disparant a causa de la guerra a Ucraïna, amb la por latent del que pogués ocórrer a Taiwan. Passem d'una era anomenada "goldilocks" a temps de fortes pressions inflacionàries i d'incertesa geopolítica.

L'eliminació dels estímuls monetaris per part dels mercats centrals ha tingut un impacte molt fort en els mercats de capitals globals. Va colpejar el valor de mercat dels diferents actius, els quals, en la seva majoria, van mantenir una tendència a l'alça a causa de la política monetària laxa anterior.

Què ha passat en els mercats de renda fixa durant el 2022?

Rendiment dels bons del Tresor EUA 10Y:

- Una forta pujada de més de l'1,9 % durant el 2022.
- Els nivells actuals del 3,3 %-3,4 % es troben en màxims històrics dels últims 10 anys des del nivell mínim durant la pandèmia, pròxim al 0,5 %.
- Es modera el to "restrictiu" de la Fed, encara que les pressions inflacionàries continuen forçant la política monetària a ser "data-dependant".
- Els nivells actuals de tipus ja inclouen molt de l'increment de tipus de la Fed i expectatives inflacionàries.
- Preocupa que la política monetària restrictiva derivi en recessió per un error no forçat.

Evolució del rendiment del bo del govern EUA a 10 anys (%)

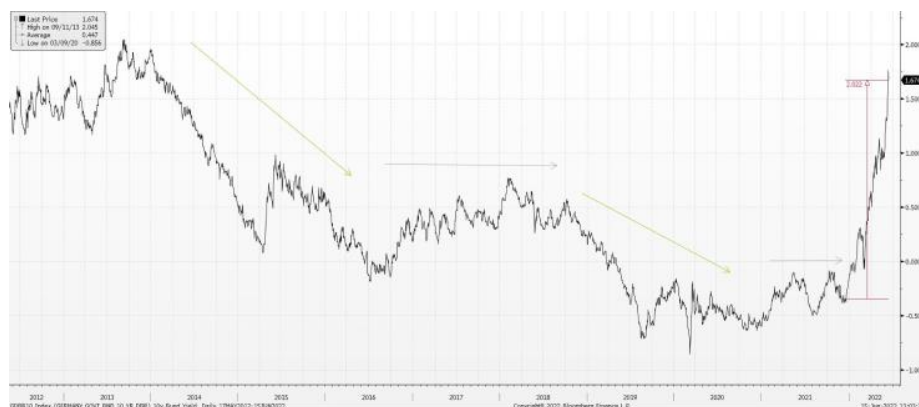


Font: Bloomberg

Rendiment dels bons alemanys 10Y:

- Una pujada molt agressiva de més del 2,0 % durant el 2022.
- Es trenca la tendència de més de 8 anys consecutius de tipus a la baixa o estables, que inclouen gairebé 3 anys de tipus negatius.
- El nivell actual de més de l'1,6 %-1,7 % s'acosta als màxims històrics del 2,0 % dels últims 10 anys.
- El nivell mínim durant la pandèmia es troba pròxim al -0,9 %.
- S'incrementa el to "restrictiu" del BCE.
- Un risc més gran de tipus a l'alça que als EUA, tenint en compte el to del BCE i els màxims històrics de 10 anys del 2,0 %.
- Incertesa sobre la translació del risc cap als bons de la perifèria. El mercat probablement està forçant el BCE a adoptar mesures extraordinàries si no es vol arribar a una situació límit com la que es va experimentar durant la crisi del deute perifèric a inicis de la dècada.

Evolució del rendiment del bo del govern alemany a 10 anys (%)



Font: Bloomberg

Diferencials de crèdit corporatiu en euros sobre la corba de bons del govern alemany:

- Una forta ampliació d'entre 80 i 110 punts bàsics per a la categoria de grau d'inversió i d'entre 160 i 165 punts bàsics per a la categoria d'alt rendiment durant el 2022.
- **Els nivells actuals es troben en nivells màxims** (expandèmia).
- El suport de les compres del BCE es reduirà en el futur, encara que les reinversions continuaran, de moment, oferint un cert **suport tècnic**.
- **El potencial per a una ampliació més gran de diferencials sembla ser limitat** a curt termini en la mesura que les taxes de fallida es mantenen en nivells reduïts, si bé podria continuar la tendència, atesa la incertesa i la pressió dels mercats.

Diferencials de crèdit corporatiu d'emissors amb ràting creditici A, BBB i BB



Font: Bloomberg

Què hem fet en el CE Premier?

1. **Hem reduït la sensibilitat** de la cartera **davant canvis en els tipus d'interès** de manera estratègica (reducció de durada mitjana de la cartera de 0,5 anys), ateses les expectatives de volatilitat de mercat i l'escenari de tipus d'interès a l'alça. La durada actual de la cartera pivota en l'actualitat sobre els 2,25 anys aproximadament.
2. **Hem incrementat el carry** (meritació de cupó) del portafolis migrant instruments de venciments llargs amb escàs potencial d'apreciació cap a venciments més curts que oferien un millor rendiment, sense que això impliqui una deterioració creditícia significativa de la cartera ni del seu perfil ASG i que el canvi tingués sentit des d'una perspectiva de valor relatiu.
3. **Hem incrementat l'exposició a crèdit corporatiu** (especialment en el sector bancari) reduint exposició a entitats gairebé governamentals i emissors industrials, buscant un millor rendiment, obtenint, en alguns casos, una millora de la qualitat creditícia i del perfil ASG i respectant l'estratègia de valor relatiu esmentada anteriorment.



4. Ens hem posicionat tàcticament dins de les corbes de tipus d'interès via contractes de futurs, incloent-hi apostes mesurades i controlades entre diferents corbes de diferents governs.
5. Hem activat palanques en divises, principalment a través de dòlar.

Quins són els motius que fan que la renda fixa sigui més atractiva avui dia?

1. L'increment dels tipus d'interès i l'ampliació de diferencials de crèdit ofereixen **un bon punt d'entrada amb un horitzó a partir de 12 mesos**.
2. El potencial per als bancs centrals a sorprendre amb missatges i polítiques més "restrictius" és més limitat pel risc d'empènyer les economies cap a una recessió.
3. Una gran part de les expectatives restrictives de la política monetària dels bancs centrals **ja s'ha incorporat en els preus futurs**.
4. El valor del *carry* (meritació de cupó): el punt de partida actual de les TIR ofereix una protecció atractiva davant d'escenaris negatius potencials, d'increments addicionals de tipus i/o d'ampliacions de diferencials.

Què podem esperar de cara al futur?

Tenint en compte la incertesa vigent en els mercats, seria prudent considerar diferents escenaris per poder entendre millor com hauria de reaccionar la rendibilitat del CE Premier.

Amb les prestacions/dades actuals del fons, és possible construir una taula de sensibilitat en la seva rendibilitat esperada davant canvis en els tipus d'interès i diferencials de crèdit de mercat.

Fons	CE Premier
% RF (s/Patrimoni)	92,00%
Durada Modificada	2,24
Durada Spreads	2,44
TIR Mitja	2,73
Comissió Classe I	0,45
Sprd vs Swaps (prom)	132,68
Horitzó (mesos)	12

	Punts bàsics (pb)	+ / - via Durada (Reducció / Increment Tipus interès)						
		-100	-50	-25	0	25	50	100
+ / - via Spread (Reducció / Increment Diferencial)	-50	5,74%	4,62%	4,06%	3,50%	2,94%	2,38%	1,26%
	-25	5,13%	4,01%	3,45%	2,89%	2,33%	1,77%	0,65%
	-15	4,89%	3,77%	3,21%	2,65%	2,09%	1,53%	0,41%
	0	4,52%	3,40%	2,84%	2,28%	1,72%	1,16%	0,04%
	25	3,91%	2,79%	2,23%	1,67%	1,11%	0,55%	-0,57%
	50	3,30%	2,18%	1,62%	1,06%	0,50%	-0,06%	-1,18%
	100	2,08%	0,96%	0,40%	-0,16%	-0,72%	-1,28%	-2,40%



En definitiva, com s'observa en la taula anterior, la capacitat a 12 mesos d'assumir augments addicionals tant en el tipus d'interès com en els diferencials de crèdit és molt significativa tenint en compte el punt de partida actual.

Fins i tot, tant si es dibuixa un escenari d'estagflació (inflacions elevades amb creixements baixos o moderats) com un escenari de pre pandèmia (intervenció bancs centrals, creixement baix i inflacions moderant), **el rang estimat de comportament brut a 12 mesos per al CE Premier s'emmarcaria dins d'un rang d'entre el +0,50 % i el +4,60 %**. Només en un cas de pujades addicionals abruptes (>100 punts bàsics), el rendiment brut a 12 mesos esperat seria negatiu.



DISCLAIMER

L'informe s'ha realitzat amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, el dia d'emissió d'aquest, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes.

És possible que la informació pugui referir-se a productes, operacions o serveis d'inversió respecte dels quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa d'Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes en cap cas constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.A.U., en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui sofrir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni citant-ne les fonts, excepte amb consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, S.G.I.I.C., S.A.U. *All rights reserved.*