

Situación de Mercados de Renta Fija y Estrategia del C.I. Premier

21 de junio de 2022

El 2022 está demostrando ser uno de los años históricamente más volátiles y duros en los mercados y en especial en los de Renta Fija, posiblemente sólo comparable con los movimientos ocurridos durante el inicio de la pandemia en el 2020, la crisis de la “periferia” europea a comienzos de la década pasada o la crisis financiera del 2008 por mencionar episodios relativamente cercanos.

Después de una década de tipos de interés a la baja y de ajuste constante de diferenciales de crédito, con los bancos centrales inyectando dinero en la economía a través de sus compras de activos financieros, proveyendo al sistema financiero con condiciones muy ventajosas y manteniendo sus tipos de interés de referencia en mínimos históricos (e incluso negativos), pasamos a una situación donde los bancos centrales se han visto forzados a cambiar hacia una política monetaria muy restrictiva para frenar las presiones inflacionarias. La recuperación económica post-pandemia y las restricciones de COVID Cero que mantiene el gobierno chino han venido generando cuellos de botella que continúan afectando el comercio internacional, elevando los costes financieros y operativos. El incremento paulatino de los precios de la energía conforme se reactivaba la economía se terminó disparando debido a la guerra en Ucrania, con el miedo latente de lo que pudiese ocurrir en Taiwán. Pasamos de una era llamada “goldilocks” a tiempos de fuertes presiones inflacionarias e incertidumbre geopolítica.

El retiro de los estímulos monetarios por parte de los mercados centrales ha tenido un impacto muy fuerte en los mercados de capitales globales, golpeando el valor de mercado de los distintos activos que en su mayoría mantuvieron una tendencia al alza debido a la política monetaria laxa anterior.

¿Qué ha venido sucediendo en los mercados de Renta Fija durante el 2022?

Rendimiento Bonos Tesoro EE.UU. 10y:

- Fuerte subida de más del 1,9% durante 2022.
- Niveles actuales de 3.3%-3,4% en máximos históricos de los últimos 10 años desde el nivel mínimo durante la pandemia cercano a 0,5%
- Tono “restrictivo” de la FED moderándose aunque las presiones inflacionarias continúan forzando la política monetaria a ser “data-dependant”.
- Niveles actuales de tipos ya incluyen mucho del incremento de tipos de la FED y expectativas inflacionarias.
- Preocupación de que la política monetaria restrictiva derive en recesión por un error no forzado.

Evolución del rendimiento del bono del gobierno EEUU a 10 años (%)

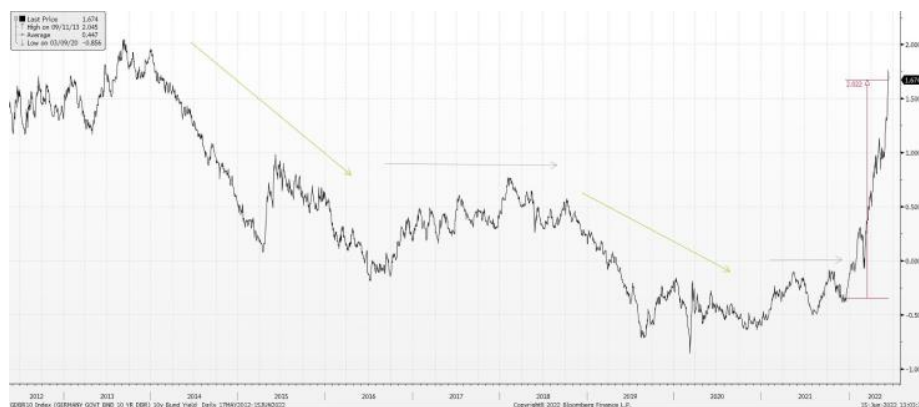


Fuente: Bloomberg

Rendimiento Bunds Alemanes 10y:

- Subida muy agresiva de más del 2,0% durante 2022.
- Se rompe la tendencia de más de 8 años consecutivos de tipos a la baja o estables, incluyendo casi 3 años de tipos negativos.
- Nivel actual de más de 1.6%-1,7% acercándose a los máximos históricos del 2.0% de los últimos 10 años.
- Nivel mínimo durante la pandemia cercano a -0,9%
- Tono "restrictivo" del BCE incrementándose
- Riesgo mayor de tipos al alza que en EEUU dado el tono del BCE y máximos históricos de 10 años del 2,0%.
- Incertidumbre sobre la traslación del riesgo hacia los bonos de la periferia. Mercado probablemente forzando al BCE a adoptar medidas extraordinarias si no se quiere llegar a una situación límite como los experimentados durante la crisis de la deuda periférica a inicios de la década.

Evolución del rendimiento del bono del gobierno alemán a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

Diferenciales de crédito corporativo en euros sobre la curva de bonos del gobierno alemán:

- Fuerte ampliación de entre 80 y 110bps para Grado de Inversión y 160-165 para Alto Rendimiento durante 2022.
- **Los niveles actuales se encuentran en niveles máximos (ex-pandemia)**
- El soporte de las compras del ECB se reducirá en el futuro aunque las reinversiones continuarán por el momento, ofreciendo cierto **soporte técnico**.
- **Potencial para una mayor ampliación de diferenciales parece ser limitado** en el corto plazo en la medida que las tasas de quiebra se mantienen en niveles reducidos, si bien podría continuar la tendencia dada la incertidumbre y la presión de los mercados.

Diferenciales de crédito corporativo de emisores con rating A, BBB y BB



¿Qué hemos venido haciendo en el C.I. Premier?

1. **Reducir la sensibilidad** de la cartera ante cambios en los tipos de interés de manera estratégica (reducción de duración promedio de la cartera de 0,5 años) dadas las expectativas de volatilidad de mercado y del escenario de tipos de interés al alza. La duración actual de la cartera pivota en la actualidad sobre los 2,25 años. aproximadamente.
2. **Incrementar el carry** (devengo de cupón) del portafolio migrando de instrumentos de vencimientos largos con escaso potencial de apreciación hacia vencimientos más cortos que ofrecían un mejor rendimiento sin que esto implique un deterioro crediticio significativo de la cartera ni de su perfil ASG y que el cambio tuviese sentido desde una perspectiva de valor relativo
3. **Incremento de la exposición a crédito corporativo** (en especial en el sector bancario), reduciendo exposición a entidades cuasi gubernamentales y emisores industriales, buscando un mejor rendimiento y obteniendo en algunos casos una mejora de la calidad crediticia y de perfil ASG, y respetando la estrategia de valor relativo antes mencionada.



4. **Posicionamiento táctico dentro de las curvas de tipos de interés** vía contratos de futuros, incluyendo apuestas medidas y controladas entre diferentes curvas de distintos gobiernos.
5. **Se activan palancas en divisas**, principalmente a través de dólar.

¿Qué hace a la Renta Fija más atractiva a día de hoy?

1. El incremento de los tipos de interés y la ampliación de diferenciales de crédito ofrecen un **buen punto de entrada con un horizonte a partir de 12 meses**
2. El potencial para los bancos centrales a sorprender con mensajes y políticas más “restrictivos” es más limitado dado el riesgo de empujar a las economías hacia una recesión
3. Gran parte de las expectativas restrictivas de la política monetaria de los Bancos Centrales **ya se ha incorporado en los precios futuros**
4. El valor del “carry” (devengo de cupón): el punto de partida actual de las TIRes ofrece una atractiva protección ante potenciales escenarios negativos como adicionales incrementos de tipos y/o ampliaciones de diferenciales

¿Qué podemos esperar de cara al futuro?

Dada la incertidumbre vigente en los mercados, sería prudente considerar distintos escenarios para poder entender mejor cómo debería reaccionar la rentabilidad del C.I. Premier.

Con las prestaciones/datos actuales del fondo, es posible construir una tabla de sensibilidad en su rentabilidad esperada ante cambios en los tipos de interés y diferenciales de crédito de mercado.

Fondo	CI Premier
% RF (s/Patrimonio)	92,00%
Duración Modificada	2,24
Duración Spreads	2,44
TIR Media	2,73
Comisión Clase I	0,45
Spred vs Swaps (prom)	132,68
Horizonte (meses)	12

	Puntos básicos (pb)	+ / - vía Duración (Reducción / Incremento Tipos interés)						
		-100	-50	-25	0	25	50	100
+ / - vía Spread (Reducción / Incremento 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, como se observa en la tabla anterior, la capacidad a 12 meses de asumir aumentos adicionales tanto de tipos de interés como en los diferenciales de crédito es muy significativa dado el punto de partida actual. Inclusive, tanto si se dibuja un escenario de estanflación (inflaciones elevadas con crecimientos bajos o moderados) o un escenario de pre-pandemia (intervención bancos centrales, crecimiento bajo e inflaciones moderando), **el rango estimado de comportamiento bruto a 12 meses para el CI Premier se enmarcaría dentro de un rango de entre el +0,50% y el +4,60%**. Sólo en un caso de subidas adicionales abruptas (> 100pb), el rendimiento bruto a 12 meses esperado sería negativo.

DISCLAIMER

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS GESTION no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja de Ingenieros, en www.caja-ingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTION, S.A.U. en su condición de emisor del informe, así como de CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SAU. All rights reserved.