

MARKET CLIP

Ignacio Dolz de Espejo. 23 de septiembre de 2022

Gestionando Renta Fija en 2022

En julio, el presidente de la Reserva Federal de EE. UU. dijo que consideraba que la subida de tipos no tendría por qué no ser compatible con un aterrizaje suave de la economía.

Sin embargo la inflación está siendo más elevada de lo que esperaban la FED y el BCE (y nosotros). Como consecuencia, los bancos centrales han cambiado drásticamente su discurso desde junio hasta hoy.

Hace unas semanas Powell cambió su mensaje, el endurecimiento de la política monetaria probablemente ya “provocase dolor en las familias y en las empresas”.

El pasado miércoles fue aún más explícito y afirmó que le gustaría que hubiese un camino menos doloroso para atajar la inflación (que subir tipos), pero no lo hay. Y también que necesitaremos un periodo de crecimiento bajo y un empeoramiento del mercado laboral de EE. UU. para poder controlar los precios. Es decir, que van a aplicar una política monetaria dura hasta estabilizar la inflación. Los miembros de la FED ahora ven los tipos más altos este año y el que viene, y queda menos claro cuándo los empezarán a bajar (hasta ahora se esperaba que ocurriese a mediados de 2023).



Powell afirmó el miércoles pasado que le gustaría un camino menos doloroso para atajar la inflación, pero que no lo hay.



Los miembros de la FED ahora ven los tipos más altos este año y el que viene, y queda menos claro cuándo los empezarán a bajar.

Evolución de la rentabilidad del bono a 10 años alemán

Fuente: Bloomberg



Mientras tanto, el Banco Central Europeo sigue entre la espada y la pared. Prefirieron ser menos duros, pero si no suben más rápido los tipos el euro puede seguir cayendo y, como somos importadores de materias primas, incrementando la inflación.

El movimiento al alza de los tipos, consecuencia de una política monetaria mucho más dura que a principios de año ha impactado en el precio de los bonos y, por tanto, el valor liquidativo de los fondos de renta fija. Al mismo tiempo, el mercado cada vez está más convencido de que habrá una recesión, por eso le exige a la deuda privada rentabilidades más elevadas, lo que está provocando una caída paralela en el crédito (renta fija privada) que, de nuevo, afecta a los fondos de renta fija.

¿Por qué no hemos evitado tener sensibilidad a tipos (duración) y exposición a renta fija privada en nuestros fondos de renta fija?

La respuesta es sencilla, pero dolorosa. Esperábamos más inflación y tipos elevados, pero no tanto como ha acabado llegando. Hace unos meses parecía impensable que el bono alemán pasase a estar en positivo y no compramos duración hasta que sobrepasó el 1%. Desde ese momento, poco a poco, hemos ido incrementando la sensibilidad a tipos de interés, sobre todo en la parte larga de la curva de tipos.

” El mercado cada vez está más convencido de que va a haber una recesión, por eso le exige a la deuda privada rentabilidades más elevadas.

” El movimiento al alza de los tipos consecuencia de una política monetaria más dura que ha impactado en el precio de los bonos y, por tanto, el valor liquidativo de los fondos de renta fija.

Gestión activa en renta fija

Fuente: Bloomberg



En los plazos largos el mercado suele descontar el futuro y, como esperamos una recesión, consideramos (y lo seguimos haciendo), que la rentabilidad de la deuda a largo plazo debería tender a la baja (y los precios al alza).

Además, la duración debería protegernos de una ulterior corrección del crédito.

¿Por qué compramos renta fija privada?

Hemos ido incrementando poco a poco el porcentaje de crédito en nuestras carteras: en un primer momento, antes del inicio de la guerra de Ucrania, con unos diferenciales en la deuda *high yield* en torno a 350pb y, posteriormente, en torno a 550 pb. En los últimos 20 años, sólo se ha perdido dinero a un año vista comprando a esos precios en 2008. Pero no creemos que esta fase de la economía sea semejante: aquello fue una crisis financiera (por definición larga y profunda) y esta no lo es.

En conclusión: habría sido mejor no adelantarse al mercado, pero estamos más convencidos que nunca de que nuestro posicionamiento actual es correcto. El mercado de deuda pública ya descuenta tipos bastante elevados en la Unión Monetaria y diferenciales de crédito de recesión.

Evidentemente, si la economía sigue resintiéndose, veremos volatilidad, pero los niveles son muy atractivos a medio plazo y podríamos ver con facilidad un fuerte rebote como ocurrió en julio.

” Habría sido mejor no adelantarse al mercado, pero estamos más convencidos que nunca de que nuestro posicionamiento actual es correcto.

” El mercado de deuda pública ya descuenta tipos bastante elevados en la Unión Monetaria y diferenciales de crédito de recesión.

Además, estamos siendo muy activos.

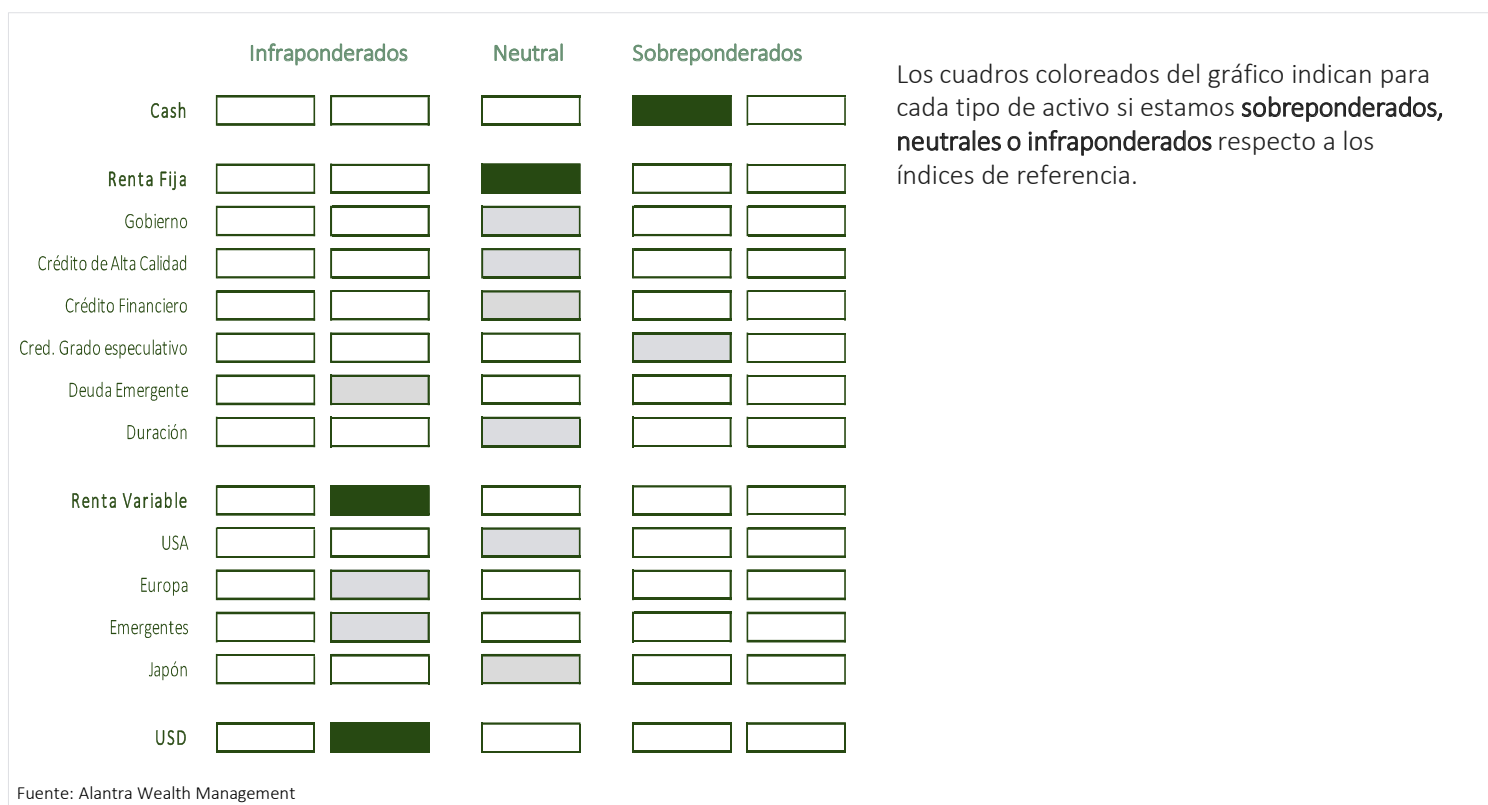
Tenemos una estrategia de aplanamiento de curva que explicamos a continuación:

- La sensibilidad a tipos que tenemos en nuestros fondos está, en gran medida, en los plazos largos. ¿Por qué? Porque si hay recesión, el mercado bajará las estimaciones de tipos a largo plazo.
- Tenemos parte de la sensibilidad a tipos en EE. UU. en lugar de en Europa. Creemos que el BCE va por detrás de EE. UU. y que la rentabilidad de la deuda a largo plazo empezará a caer allí antes que aquí.
- Como creemos que el BCE tiene que ser más duro subiendo tipos de lo que lo está siendo, tenemos poca sensibilidad en el 2 años alemán. Eso quiere decir que, si sigue subiendo en rentabilidad (cayendo en precio), no sufriremos tanto.
- Seguimos convencidos de la oportunidad que hay en renta fija privada.
- Nos gusta el *high yield*, pero en una situación tan complicada, es probable que veamos impagos. Por tanto, creemos que hay un mejor refugio en la deuda subordinada de emisores de alta calificación crediticia. Es el caso de los COCOs y de los híbridos corporativos.

” Seguimos convencidos de la oportunidad que hay en renta fija privada.

” Aunque nos gusta el *high yield*, creemos que hay un mejor refugio en la deuda subordinada de emisores de alta calificación crediticia.

Ponderación de las carteras respecto a los índices



Rentabilidades de los principales índices

	Week	MTD	YTD	Nivel	Week	MTD	YTD
MSCI World Eur	-4,12%	-1,96%	-9,86%	Large Cap 5-7 YR	-0,69%	-1,28%	-12,44%
MSCI World	-4,02%	-1,85%	-17,30%	Crédito IG	-0,56%	-0,97%	-13,72%
Eurostoxx 50	-1,95%	-0,48%	-18,57%	High Yield Europe	-0,81%	-0,92%	-12,13%
MSCI Europe	-2,82%	-1,57%	-13,23%	High Yield USA	-2,58%	-0,95%	-11,96%
IBEX 35	-0,60%	1,25%	-8,37%	Deuda Emergentes Hard	-1,07%	-1,43%	-18,76%
S&P 500	-4,77%	-2,06%	-18,73%	Deuda Emergentes Local	-1,56%	-1,29%	-17,90%
MSCI North America	-4,79%	-1,98%	-19,02%	Materias Primas	-1,50%	-4,03%	17,72%
Nikkei	-2,29%	-1,86%	-4,25%	Hedge Funds	-0,65%	-0,50%	-6,44%
MSCI Japan	-1,53%	-1,43%	-3,71%	USD/EUR	0,25%	0,37%	13,54%
MSCI Emerging Markets	-2,64%	-4,92%	-21,54%	JPY/EUR	0,00%	-2,42%	-8,55%
Renta fija Euro Gobierno 1-10	-0,54%	-1,15%	-9,25%	Oro	-2,43%	-2,10%	-8,43%
Renta fija US Gobierno 1-10	-0,68%	-1,06%	-7,46%	Cash	0,00%	0,00%	-0,28%
Renta fija Euro Gobierno 10 +	0,32%	-1,80%	-25,49%	MSCI Emerging Markets EURO	-2,52%	-4,68%	-11,05%
Renta fija US Gobierno 10 +	-1,20%	-3,95%	-25,78%	MSCI North America Euro	-4,68%	-1,73%	-8,18%
Large Cap 1-4 YR	-0,48%	-0,72%	-5,27%	MSCI Japan Euro	-1,75%	-4,17%	-10,99%

Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 16/09/2022)
Índice Hedge Funds: HFRX Global Hedge
Índice de Cash: Eonia

Nota importante

Todas las opiniones y estimaciones facilitadas, están elaboradas en base a fuentes consideradas como fiables. No obstante lo anterior, Alantra Wealth Management no puede garantizar que sean exactas o completas y no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de las informaciones facilitadas en este documento.

Este documento comercial se suministra solo con fines informativos y no constituye ni puede interpretarse como una oferta o invitación para la adquisición o contratación de instrumentos o servicios de inversión, no pretendiendo reemplazar al asesoramiento necesario en esta materia y no constituyendo una oferta de compra o venta.

Este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en un fondo o sociedad de inversión debe consultar su documentación legal, incluyendo el último folleto informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Fortuny, 6, 1ª Planta - 28010 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, pueden ser utilizados por el Grupo Alantra con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email lopdwm@alantrawm.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquelo a través de la dirección del email lopdwm@alantrawm.com.

A Coruña | Barcelona | Bilbao | Ginebra | Madrid | San Sebastián | Sevilla | Zaragoza | Vitoria

www.alantrawm.com