

Market Clip

10 de Mayo de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

Deuda emergente

Repasamos el activo renta fija emergente tras unas semanas complicadas para este activo y decidimos traspasar nuestras posiciones en emisiones en moneda local a emisiones en moneda fuerte o *hard currency* (dólares y euros).

La subida del dólar y de los tipos americanos ha generado miedo: hemos visto caídas en la deuda y en las divisas emergentes, aunque más concentradas en los países con peor situación fiscal. Es el caso de Argentina. El peso ha corregido un 12%, el Banco de Argentina ha defendido la moneda subiendo los tipos de interés tres veces, desde el 27,25% hasta el 40% y el gobierno ha pedido un rescate al Fondo Monetario Internacional.

El año pasado, la renta fija emergente en moneda local tuvo un buen comportamiento medido contra dólares (15%): las divisas emergentes se apreciaron contra el billete verde y los bonos se comportaron bien. Sin embargo, la fuerte depreciación del dólar (14,5%) no permitió a los inversores de la zona euro capturar dicha rentabilidad (al ser el cambio cruzado). En el gráfico 1 podemos ver la apreciación desde enero de 2017 de la deuda en moneda local en USD (arriba), la de la deuda en moneda fuerte (línea central) y la deuda en moneda local cambiada a euros (abajo). Tras ver la apreciación de varias divisas y observar la caída de los *spreads*, nos preocupa que la simple inestabilidad pudiese llevar a una mayor corrección, máxime si el dólar sigue subiendo.

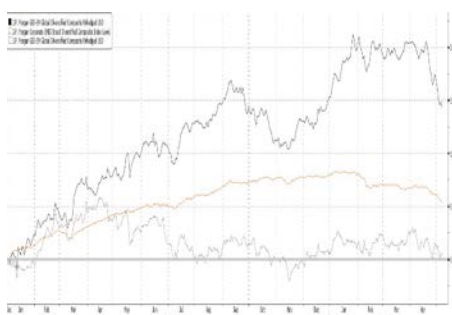
¿Qué nos preocupa?

- Tras la reciente corrección, las divisas y bonos emergentes están bajo lupa y reaccionarían mal a una **mayor apreciación del dólar** o **aumento de la rentabilidad del bono americano**. Muchas de estas economías están endeudadas en dólares y, en cualquier caso, la rentabilidad de sus bonos depende en cierta medida de la del bono americano: tanto como competidor a la hora de atraer flujos como a la hora de establecer su *spread* o diferencial. Tipos altos en EEUU son malos para la deuda emergente.
- Tenemos por delante **elecciones en dos países claves: México (junio) y Brasil (octubre)** donde pueden ganar candidatos populistas, lo que afectaría a las divisas.
- La guerra comercial entre EEUU y China** genera miedo a una caída del comercio internacional, lo que afectaría a muchos países emergentes, ya que son grandes exportadores de materias primas.
- La subida del precio del crudo es buena para algunos países, pero mala para los importadores, especialmente Asia.** Algunos como India, incluso podrían verse obligados a subir tipos por el efecto que está teniendo en la inflación. Los países en los que más nos gustan los bonos en moneda local por valoración son a excepción de México, todos asiáticos.

“Nos preocupa que la simple inestabilidad pudiese llevar a una mayor corrección, máxime si el dólar sigue subiendo”

“Hemos decidido mantener el peso en renta fija emergente, pero pasando de tener deuda emergente en moneda local a deuda emitida en monedas fuertes”

1. Deuda emergente LC en USD y en EUR y deuda HC



Fuente: Bloomberg

2. Estadísticos de deuda emergente en moneda local y fuerte desde 2003

Figure 1: Long-Term Returns in Sovereign EMD

	EMBI (%)	GBI-EM (%)
Returns	8.80	7.48
Volatility	8.10	11.75
Max Drawdown	21.80	29.30

Fuente: SSGA, JP Morgan DataQuery

Pero el activo nos sigue gustando. Los emergentes no se están enfrentando a una gran corrección, sino que se están adaptando a un escenario distinto. ¿Por qué no esperamos una fuerte caída en deuda emergente?

- **El crecimiento económico de los países emergentes es fuerte y se está acelerando:** crecieron un 4,8% en 2017 y el FMI espera que lo hagan un 4,9% este año y 5,1% en 2019. Además, la mayor parte de estos países tienen sus economías saneadas, con déficits más bajos que en el pasado.
- **Las reservas de moneda extranjera de los bancos centrales de los países emergentes han crecido** los últimos años. Tras el aviso de la FED en 2013 de que querían endurecer la política monetaria, la duda emergente sufrió mucho, y sus bancos centrales aprendieron... Aparte de China, Taiwan, India, Corea del Sur, Brasil, Rusia y Singapur están entre los 10 mayores tenedores de reservas en dólares.
- En fuertes correcciones de la deuda emergente, las subidas de tipos de EEUU fueron muy fuertes y rápidas, no es el caso ahora.

Hemos decidido mantener el peso en renta fija emergente, pero pasando de tener deuda emergente en moneda local a deuda emitida en monedas fuertes.

¿Qué diferencia hay entre invertir en deuda emergente en moneda fuerte y local?

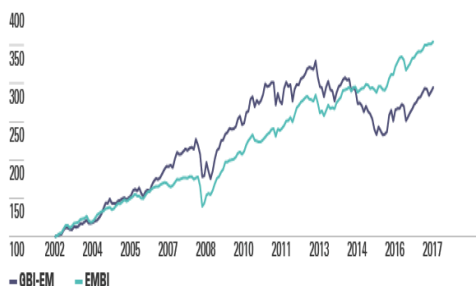
- **La mayor diferencia es la fuente principal de rentabilidad y volatilidad:** en la deuda en moneda fuerte es el riesgo de crédito soberano, mientras que, en la local, en términos generales pesa más el riesgo que aporta la divisa que el riesgo soberano.
- En un análisis de Societé General que utiliza datos desde 2003 (tabla 2), se observa una **rentabilidad media anual cercana al 8% en ambos activos, pero con una volatilidad del 12% en local y del 8% en moneda fuerte.** Además, la máxima corrección en el periodo es del 20% en moneda fuerte y de 29% en local. Como podemos observar en el gráfico 3, la mayor corrección del primero fue en 2008, mientras que, para moneda local, además de ese episodio, sufrió más en 2013-2016 cuando la FED anunció su intención de endurecer la política monetaria. El episodio que hemos vivido estos días se parece más a 2013, por lo que el activo LC está más en riesgo en este contexto.
- Por último, en el gráfico 4 podemos ver el amplio abanico de rentabilidades y ratings de la deuda en moneda fuerte. **Podemos encontrar muchos países con diferenciales extra de rentabilidad del 3% respecto al bono americano.**
- **Tras la reciente corrección, nos aparecen una gran dispersión en el atractivo por valoración en deuda local currency y un atractivo más generalizado en deuda en moneda fuerte.**

“La mayor diferencia es la fuente principal de rentabilidad y volatilidad: en la deuda en moneda fuerte es el riesgo de crédito soberano, mientras que, en la local, en términos generales pesa más el riesgo que aporta la divisa que el riesgo soberano”

“Tras la reciente corrección, nos aparecen una gran dispersión en el atractivo por valoración en deuda local currency y un atractivo más generalizado en deuda en moneda fuerte”

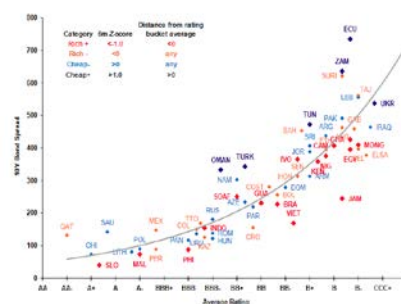
Conclusión: Nos sigue gustando la deuda emergente. Sin embargo, estamos ante un entorno más volátil, en el que la deuda emergente puede sufrir por varias razones: apreciación de dólar, subida de tipos en EEUU, elecciones en Latinoamérica, apreciación del crudo... Como hemos demostrado en el párrafo anterior, **ambos tipos de deuda tienen una rentabilidad parecida en el largo plazo, y la de moneda local es más volátil.** Además, con la reciente corrección y analizando la valoración, **casi todos los emisores en moneda fuerte nos parecen atractivos, mientras que, en moneda local, hay algunos que nos parecen muy baratos y otros caros.** Por todo ello, hemos decidido hacer el cambio de moneda local a moneda fuerte.

3. Evolución gráfica de deuda emergente en moneda local y fuerte desde 2003



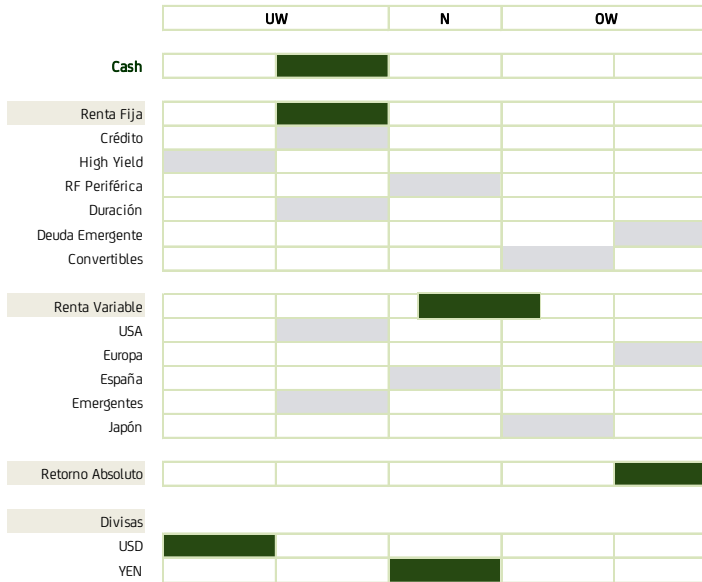
Fuente: SSGA, JP Morgan

4. Ratings y rentabilidad extra aportada por la deuda emergente sobre el tipo libre de riesgo americano a 10 años.



Fuente: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Ponderación de las carteras respecto a los índices



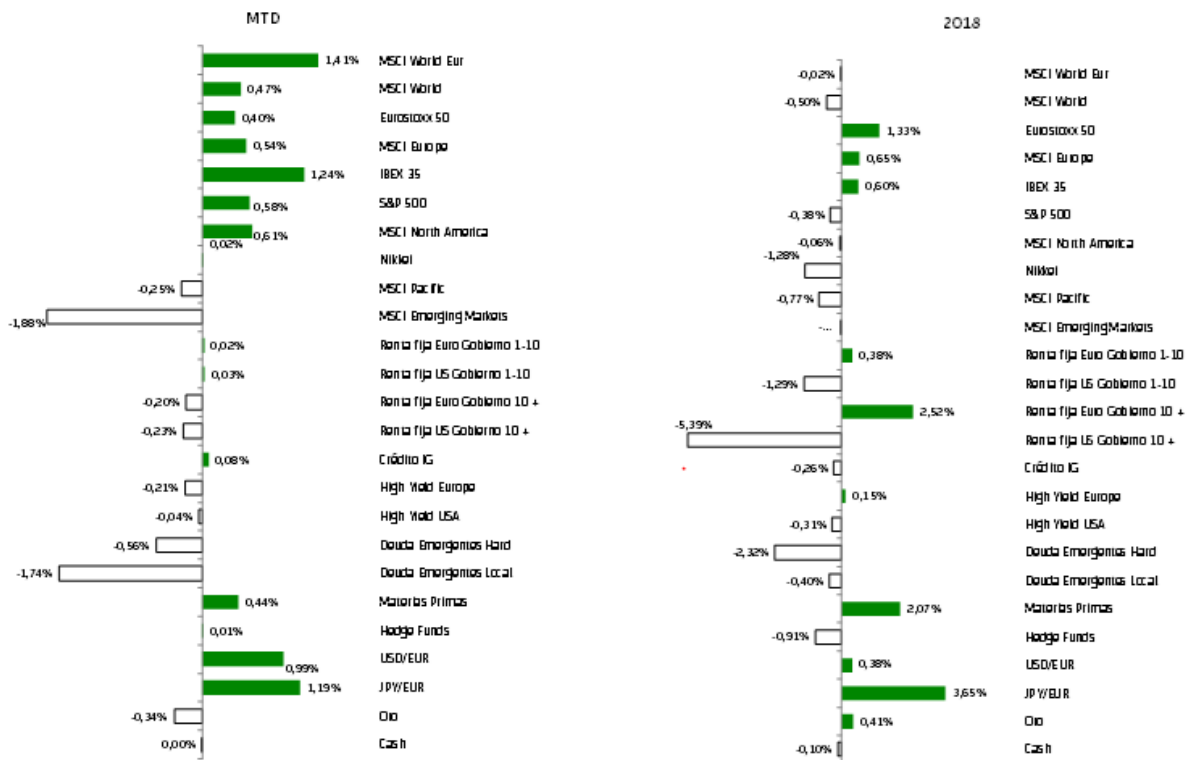
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 04/05/2018)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. o Alantra Wealth Management Agencia de Valores, S.A. (en adelante "Alantra Wealth Management") 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 infoalantrawm@alantra.com.

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

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza