

**TREA EMERGING MARKETS
CREDIT OPPORTUNITIES**

Diciembre 2022

Pedro Pérez
Director, Deuda Emergente



Razones para estar en renta fija de mercados emergentes

Después de un año en renta fija global para olvidar, las perspectivas que arroja este 2023 son bastante halagüeñas. La renta fija emergente se muestra particularmente interesante, no sólo por valoración en términos históricos relativos sino porque el escenario técnico parece muy favorable. A continuación, enumeramos algunas razones:

1.- El elevado porcentaje de liquidez que se pudo observar en el posicionamiento de los grandes fondos de inversión del segmento a finales de 2022.

2.- Las salidas de capital de la clase de activo alcanzaron niveles históricos en 2022, tanto los reembolsos al sector retail del mercado, como la participación de los grandes fondos estratégicos y el crossover sufrió un declive de gran magnitud en el último año y medio.

3.- Los diferenciales de crédito de los mercados emergentes tienden a responder agresivamente, con un decalaje de 3 a 9 meses a una reversión del ciclo restrictivo en la política monetaria americana. Aunque creemos que el tan discutido “Fed pivot”, probablemente no se produzca, como muy pronto, hasta finales del 2023, la infraponderación de la deuda de mercados emergentes en las grandes carteras globales y los elevados precios de las commodities justificarían expectativas de reducción de los diferenciales de crédito medios de entre 50 y 100 puntos básicos. Añádase a esto una elevada TIR promedio que se puede deducir fácilmente que los rendimientos potenciales son extremadamente atractivos, siempre que tengamos, como esperamos, una cierta estabilidad en la curva de Treasuries, tanto de pendiente como de los tipos nominales intermedios.

Comentario Trimestral Mercados Emergentes

El cuarto trimestre fue extremadamente complicado para la renta fija de mercados emergentes, marcado por una elevada volatilidad y rendimientos negativos en la mayoría de activos. Los resultados de nuestros fondos de mercados emergentes estuvieron alrededor de la media de la clase de activo. Esto representa un retroceso relativo con respecto al 2020 y el 2021, cuando estuvimos firmemente posicionados en el primer cuartil de los fondos Globales. Sin embargo, dadas las dificultades de un año muy complicado, estamos relativamente satisfechos.

Los resultados de los últimos tres años todavía nos sitúan en el sector entre los mejores fondos del mundo. Los resultados hubieran sido aún mejores si no hubiera sido por nuestra exposición a Ucrania. Como resultado del excepcional desempeño de la economía ucraniana del 2018 al 2021, período en que el país consiguió una mejora sustancial de su capacidad de pago con reformas estructurales de gran calado, fue uno de los países donde teníamos exposición. Aunque monitoreábamos desde hacía semanas la concentración de tropas rusas en las fronteras, la invasión a finales de febrero nos penalizó.

Distribución de rentabilidades en 2022

Region	Total Return (%)	CTR (%)	Region	Total Return (%)	CTR (%)
Angola	-8,41	0,03	Iraq	0,41	-0,01
Argentina	12,13	0,46	Ivory Coast	-18,33	-0,03
Belarus	-36,08	-1,16	Mexico	-12,85	-1,57
Brazil	-7,62	-0,84	Moldova	-21,49	-0,28
Canada	1,65	0,01	Morocco	-28,63	-0,36
Colombia	-13,19	-0,45	Nigeria	-11,12	-0,31
Dominican Rep	-12,51	-0,26	Norway	-1,72	0,00
Ecuador	-25,38	-1,03	Peru	-13,23	-0,06
Egypt	-14,03	-0,26	S.Africa	7,81	0,17
European Union	-6,21	-0,04	Saudi Arabia	1,15	0,03
Georgia	2,19	0,05	Supranational	-11,88	-0,51
Ghana	-48,44	-1,44	Turkey	-3,74	-0,55
India	-6,36	0,00	Ukraine	-58,91	-5,51
Indonesia	-12,40	-0,25	United Arab Emirates	0,63	0,01
			United States	-3,46	-0,34

Fuente: Bloomberg (31/12/2022).



Sin embargo, fuera de la posición ucraniana, nuestros rendimientos demostraron una vez más que la flexibilidad que facilita la estrategia de Credit Opportunities permite compensar incluso desastres puntuales como los que se han sufrido este año. Flexibilidad tanto desde el punto de vista de duración, como de las múltiples combinaciones posibles de una posición predominante en bonos corporativos con soberanos y cuasi soberanos, con posiciones de riesgo a lo largo del espectro de crédito, aunque, por supuesto, predominando el High Yield. Prueba de ello, han sido nuestras posiciones en bonos corporativos brasileños, productores de commodities y mineras que nos beneficiaron a lo largo del trimestre. El fondo también se vio favorecido por la exposición a productores de petróleo independientes y por algunas posiciones tácticas en treasuries y en algunos bonos de alta calidad crediticia, como los de Saudi Aramco, que aportaron una rentabilidad significativa a nuestras carteras.

Cambios en la asignación de la cartera

En el último trimestre del año el fondo no participó en ningún primario. En el mercado secundario, realizamos algunas operaciones tácticas abriendo posiciones y cerrándolas en un plazo relativamente corto al llegar a su objetivo: ejemplo de ello son las posiciones en un bono soberano de Argentina o en la empresa de renovables de Indonesia, Star Energy. Además, hicimos algunas compras iniciando o aumentando la posición en productores de energía y de materias como DNO, Stillwater o Gold fields y compramos Treasuries cortos para aprovechar los TIRs históricamente altos en el activo de mayor calidad.

Por último, llevamos a cabo algunas operaciones de valor relativo en el espectro de crédito. En primer lugar, sustituimos los bonos de Ecopetrol por los de Sierra, aumentando así el riesgo de crédito, pero reduciendo el riesgo político de Colombia. En segundo, lugar vendimos los bonos en Turkcell y compramos los de Aramco, mejorando sustancialmente el perfil de riesgo.

Posicionamiento del fondo

31 de diciembre de 2022	Rentabilidad 2022	Cuartil	Rentabilidad a 3 años	Cuartil
Morningstar Strategy: EAA OE Global Em Bond - EUR Biased				
MEDIOLANUM MERCADOS EMERGENTES - E	-17,34	2	-4,06	1
MEDIOLANUM MERCADOS EMERGENTES - L	-17,88	2	-4,69	1
Benchmark 1: EAA Fund Global Emerging Markets Bond - EUR Biased	-17,29		-6,25	
Morningstar Strategy EAA OE Global Emerging Markets Bond				
TREA EM Credit Opps A	-15,42	3	-2,96	1
TREA EM Credit Opps C	-15,86	3	-3,48	2
Benchmark 1: EAA Fund Global Emerging Markets Bond	-16,13		-5,02	

Fuente: Morningstar (31/12/2022).

TIR	Duración	Nº Bonos	Rating Medio	High Yield
9,85%	4,15	69	BB	64,04%

Fuente: Morningstar (31/12/2022)



3A



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 SGIC. 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 SGIC: <https://treaam.com/>