



# NOTA DE ANÁLISIS

junio de 2021

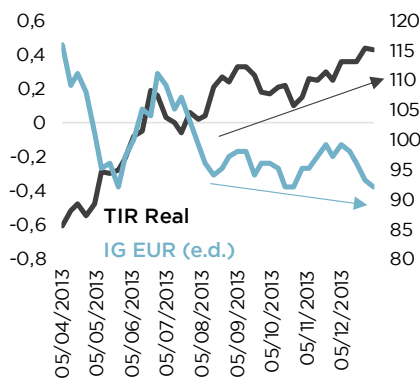
## Crédito europeo vs TIRes reales

La evolución del mercado de deuda pública a lo largo de los últimos días ha sido un tanto convulsa, con multitud de movimientos sumamente agresivos, tanto en EEUU como en la Zona Euro. Uno de los elementos que más nos ha llamado la atención es el notable tensionamiento observado en las rentabilidades reales de la UME, con un 10 años alemán que ha acumulado una subida de algo más de 15 puntos básicos desde principios del mes de abril.

Es cierto que el contexto general no ha variado en gran medida, con estas referencias manteniéndose en un profundo terreno negativo, lo que, muy probablemente, ha tenido un papel importante a la hora de ofrecer estabilidad a los spreads de crédito. En cualquier caso, conviene tener presente que esta dinámica puede cambiar, especialmente si la Reserva Federal empieza a avanzar en su estrategia de salida a lo largo de la segunda parte del año, con la implementación de un tapering. Ello dejaría a los activos de riesgo en una posición potencialmente problemática, especialmente si tenemos en consideración que los mismos están poniendo en precio lo más parecido a un mundo perfecto.

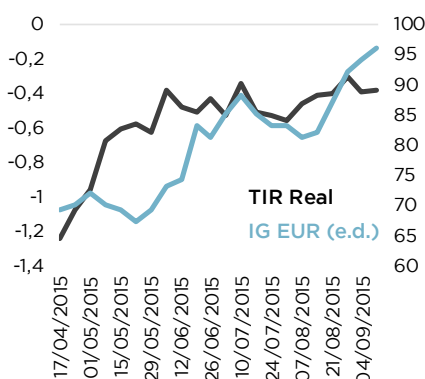
En esta nota queremos valorar en qué situación se encuentra el mercado de renta fija privada ante un eventual tensionamiento abrupto de las TIRes reales. Para ello, empezaremos analizando el comportamiento de los spreads de crédito en los dos principales exponentes relacionados con este apartado: Taper Tantrum y Bund Tantrum. Posteriormente, veremos qué sectores del crédito estarían mejor posicionados para encarar un potencial alza de las rentabilidades europeas en la Zona Euro.

GRÁFICO 1: Comportamiento de los spreads de crédito en el Taper Tantrum  
Fuente: Bloomberg



### Taper Tantrum y Bund Tantrum: Dos situaciones similares, pero con resultados muy diferentes para el crédito europeo

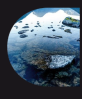
GRÁFICO 2: Comportamiento de los spreads de crédito en el Bund Tantrum  
Fuente: Bloomberg



Tanto el Taper Tantrum como el Bund Tantrum se caracterizaron por un tensionamiento sumamente relevante de las curvas de gobierno, siendo especialmente significativo su impacto sobre el componente real de las mismas. Sin embargo, el efecto de todo ello sobre el crédito privado europeo fue bastante más dispar de lo que cabría imaginarse en un primer momento. De hecho, durante buena parte del primer acontecimiento se pudo apreciar una reducción de diferenciales, mientras que en el segundo sí se asistió a una penalización patente del mercado (ver gráficos 1 y 2).

Las razones que explicarían la divergencia anteriormente comentada ante un mismo foco de inestabilidad pueden ser de diversa índole, aunque cabría destacar los siguientes elementos:

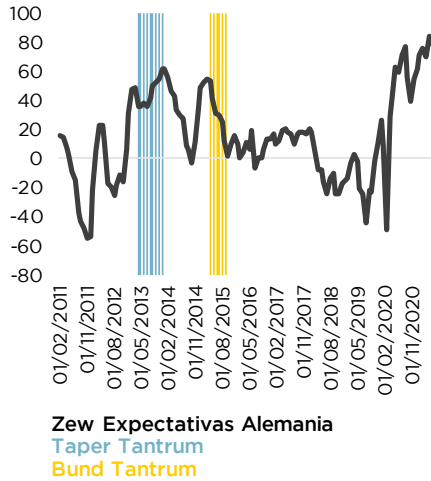
- 1) Visión macro: Sin duda, en el mercado existía una valoración macro de la Zona Euro muy diferente en cada



## Crédito europeo vs TIRes reales

GRÁFICO 3: Valoración del contexto macro en el Taper Tantrum y el Bund Tantrum

Fuente: Bloomberg



uno de los momentos. De esta manera, si tomásemos en consideración la evolución del componente de expectativas del Zew alemán en los distintos periodos, observaríamos una tendencia sensiblemente más favorable en el Taper Tantrum, lo que otorgó un mayor grado de protección a los spreads de crédito (ver gráfico 3).

- 2) Carestía del mercado: En ambos casos se podía hablar de un encarecimiento importante de la renta fija privada europea. En cualquier caso, las valoraciones se antojaban sensiblemente más ajustadas en el Bund Tantrum, tanto por los niveles de spread más reducidos que había en esos momentos, como por la visión macroeconómica menos favorable comentada anteriormente.

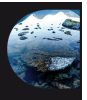
Desde nuestro punto de vista, la situación actual no llega a asemejarse a ninguno de los dos acontecimientos en toda su extensión. En la parte positiva destaca el contexto macro favorable que impera en estos momentos en la UME y que, sin ir más lejos, se vio respaldada por las lecturas preliminares de los PMI's de junio publicadas ayer. En la parte negativa, resaltaría el importante encarecimiento que sigue existiendo en el mercado de crédito, con unos spreads sumamente reducidos que descuentan un mundo idílico, ofreciendo un escaso valor y, sobre todo, muy poca protección ante cualquier evento de riesgo e incremento de volatilidad que se pueda llegar a producir en un momento dado.

### Hay sectores que pueden estar más expuestos que otros a un eventual incremento de las rentabilidades reales

Pese a que el contexto macro actual resulta sensiblemente más favorable que el que había durante el Bund Tantrum, creemos que el riesgo que suponen las valoraciones exigentes actuales del mercado de crédito debe ser tenido en alta consideración. Además, ello sería especialmente cierto si tenemos presente que el ruido que generará el tapering de la Fed va a ir ganando cuerpo a medida que nos adentremos en la segunda parte del año, lo que puede acabar generando algún tipo de incremento en las rentabilidades reales europeas.

Teniendo esto en consideración, hemos querido ser preventivos y analizar qué sectores del mercado de la renta fija privada estarían mejor posicionados para aguantar este tipo de inclemencias. Para ello hemos realizado un estudio que se centra en dos vías diferenciadas:

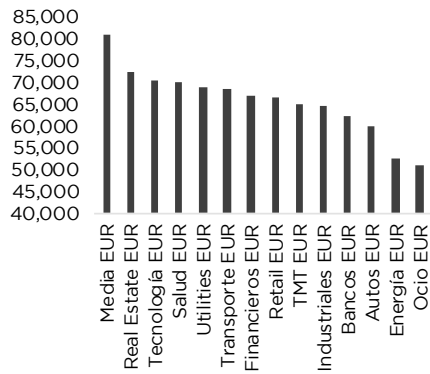
- 1) Análisis de la correlación entre los diferenciales de crédito de cada industria y las TIRes reales. Es importante destacar que hemos centrado nuestra atención en el Bund Tantrum, ya que se trata del episodio en el que se apreció un verdadero grado de estrés en la renta fija privada por el movimiento de las curvas soberanas. Con este análisis



## Crédito europeo vs TIRes reales

**GRÁFICO 4: Correlaciones de los sectores de crédito con las rentabilidades reales durante el Bund Tantrum**

Fuente: Bloomberg



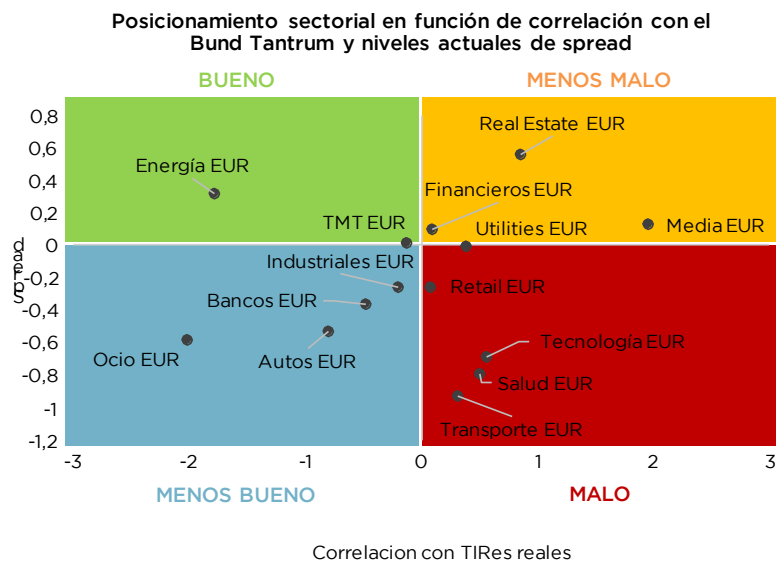
queremos valorar hasta qué punto esta última variable ayudaría a explicar la penalización observada en cada sector y, en última instancia, ver los que se mostraron menos vulnerables a esta situación. En este sentido, la menor correlación observada en sectores como el de Ocio, Energía o Autos demostraría un cierto grado de protección (ver gráfico 4).

- Los niveles actuales de spreads. Más allá de lo que diga la correlación histórica anteriormente señalada, pensamos que los registros que muestran los diferenciales de crédito en la actualidad también deben ser un elemento a considerar. En primer lugar, porque el objetivo del análisis también pasa por conjugar protección con un cierto grado de rentabilidad. Y en segundo, porque unos spreads algo más elevados ayudan a plantear un grado de protección algo superior ante un eventual incremento de volatilidad en el mercado.

Desde nuestro punto de vista, la combinación de los dos elementos anteriormente señalados daría como resultado un posicionamiento sectorial que, si bien no evitaría un impacto negativo sobre la cartera, sí ayudaría a minimizar el efecto sobre la misma. Teniendo en consideración los elementos anteriormente señalados, el sector de Energía sería el que estaría mejor posicionado. Posteriormente, en un segundo plano, destacarían Ocio, Autos y Bancos (ver gráfico 5).

**GRÁFICO 5: Posicionamiento sectorial en el mercado de crédito ante un eventual repunte de las rentabilidades reales**

Fuente: Bloomberg



En el eje de la X reflejamos el grado de correlación que cada sector presentó respecto al aumento de las TIRes reales soberanas europeas durante el Bund Tantrum. El mismo se representa como la desviación de cada uno con respecto a la media. Así, registros elevados plantearían una situación más negativa al mostrar una mayor correlación.

En el eje de las Y representamos los niveles actuales de spreads para cada sector. Una vez más, los datos se reflejarían como la desviación de los mismos respecto a la media. Desde nuestro punto de vista, una lectura positiva plantearía un posicionamiento más favorable en términos relativos.

Teniendo todo ello en consideración, la mejor combinación vendría marcada por una baja correlación y unos spreads más elevados.

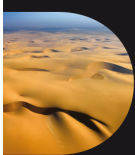


## Crédito europeo vs TIRes reales

---

### Conclusiones

- 1) No todos los procesos de tensionamiento de curvas reales soberanas tuvieron un impacto negativo sobre el crédito europeo. En este sentido, la valoración del contexto macro puede llegar a ser un factor que suponga la diferencia entre un escenario manejable y otro más negativo.
- 2) Pese a que la percepción macro de los inversores en estos momentos es bastante positiva, el fuerte encarecimiento de la renta fija privada deja al mercado en una posición de potencial debilidad ante un aumento abrupto de las TIRes reales.
- 3) Los antecedentes históricos señalan que el sector de Energía sería el que ofrece una mayor protección ante este riesgo. Posteriormente destacarían Ocio, Autos y Bancos.



Inverseguros S.V.  
DUNAS CAPITAL

## Análisis Tel. +34 914 26 38 20/6

**Borja Gómez (Director)**  
fbgomez@inverseguros.es

**Silvia Verde (Analista)**  
sverde@inverseguros.es

**Pedro Cid (Analista)**  
pcid@inverseguros.es

**Patricia Rubio (Apoyo)**  
correo@inverseguros.es

## Mesa de Operaciones Tel. +34 915 77 3970

**Paco Otero (Director)**  
fotero@inverseguros.es

**Lola Aragón**  
laragon@inverseguros.es

**Carlota de la Torre**  
ctorre@inverseguros.es

**Francisco Abascal**  
fabascal@inverseguros.es

**Antonio Daniele**  
adaniele@inverseguros.es

**Jose Luis Carmona**  
jlcarmona@inverseguros.es

*Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por **Inverseguros SV SAU**, de fuentes que considera fiables. Las opiniones vertidas en el mismo han sido elaboradas de buena fe y son exclusivas de su Departamento de Análisis y no pueden ser consideradas como una oferta de compra o de venta de acciones. Inverseguros SV SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. El sistema retributivo del/los analista/s de los informes se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo Inverseguros, pero en ningún caso está vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas, ni/o a operaciones de banca de inversión realizadas por Inverseguros SV, SAU ni/o por personas jurídicas vinculadas. Inverseguros SV, SAU, es una empresa de servicios de inversión sometida a la legislación española, bajo supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y dispone de un Reglamento de Conducta que puede ser consultado en su página en Internet. [www.dunascapital.es](http://www.dunascapital.es)*