

MIRALTA SEQUOIA, FI THE RETURN OF THE BOND VIGILANTES

**“WHEN THERE ARE TREMORS THERE AREN’T ALWAYS EARTHQUAKES,
BUT THERE AREN’T EARTHQUAKES WITHOUT TREMORS.
AND THERE ARE CERTAINLY TREMORS.”**

— LARRY SUMMERS, FORMER TREASURY SECRETARY

A punto de encarar el último trimestre de este complejo 2022, los mercados financieros siguen imbuidos en un entorno de elevada volatilidad. El reconocimiento oficial por parte de la Fed desde *Jackson Hole*, que reducir la inflación y conseguir un aterrizaje suave de la economía (*soft landing*) va a ser improbable, no ha sentado bien a los inversores que continuaban confiando en el cada vez más surrealista discurso de su presidente. Y es que con cada subida de tipos que ha ido realizando la Fed, el mensaje de tranquilidad que transmitía Jerome Powell dibujando un aterrizaje suave, causaba el resultado opuesto al perseguido: **endurecer las condiciones financieras**.

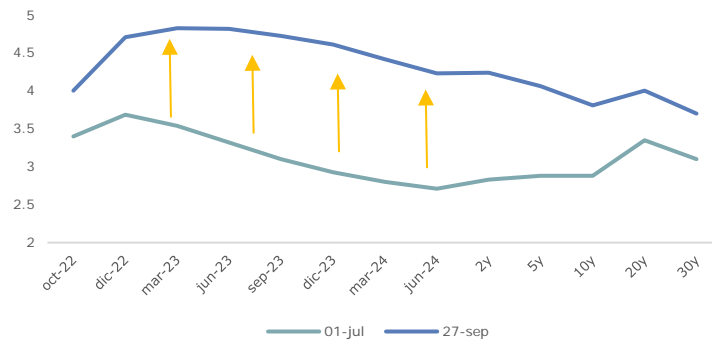
Finalmente, Powell ha tenido que claudicar y admitir que la Fed va a seguir restringiendo las condiciones financieras hasta que consiga **enfriar la economía y un nivel de desempleo más alto (frenando así la temida transmisión de la inflación a salarios)**, lo cual afectará negativamente a empresas y consumidores. Esto ha llevado al mercado a borrar las bajadas de tipos que tenía previstas para comienzos de 2023, y a redibujar un panorama en línea con el **mayor endurecimiento del precio del dinero que se recuerda**. Lo cual ha debilitado a prácticamente la totalidad de activos financieros, que vuelven a presentar elevadas correlaciones, como ya sufrimos en 2008, 2018 y 2020.

Esto ha causado el retorno de la **volatilidad** en renta fija a niveles no sufridos desde la Crisis Financiera Global del 2008, distorsionando los mercados de capitales globales y estresándolos hasta un punto que **pone en entredicho la estabilidad financiera**, principal mandato de los Bancos Centrales. Es en este entorno tan adverso donde la concesión de **crédito se evapora**, impactando de lleno a empresas y consumidores. Y es que, tras dos lecturas del PIB en negativo en EE.UU., el mayor endurecimiento de las condiciones monetarias de la historia moderna (teniendo en cuenta el nivel de endeudamiento y el punto de partida en tipos), es inevitable que frene de golpe al consumidor americano: endeudado a niveles récord y cuya pérdida de poder adquisitivo y salarial causará una mayor y más intensa contracción de la actividad económica e inflación que las descontadas.

Es por ello por lo que los elevados niveles de tipos actuales no serán sostenibles por mucho tiempo. Con tipos hipotecarios a 30 años por encima del 7%, préstamos al consumo por encima del 10% y tarjetas por encima del 18% (cuyo balance ha crecido a la escalofriante cifra del 13% anual), **el consumidor americano tiene irremediablemente los días contados**. Esta presión en los tipos a corto plazo está provocando que los tipos a largo se comporten de una manera disfuncional en países como Reino Unido y Japón, donde sus Bancos Centrales se han visto obligados a actuar para intentar recuperar la estabilidad financiera. Es por ello por lo que en este entorno hemos de continuar **apostando por la calidad e ir extendiendo duraciones paulatinamente**, a pesar de la volatilidad en el corto plazo, y aprovechar así las elevadas dispersiones y tipos de interés que presenta el mercado. Además, diferentes factores técnicos como veremos más adelante harán que una vez el mercado intuya el pico de la inflación, se produzca **una recuperación igual de rápida e intensa** como lo fue la caída en el precio de los bonos.

ILUSTRACIÓN 1: Variación de la curva de tipos EEUU entre julio y septiembre 2022.

Un discurso más racional de Powell en Jackson Hole ha disparado las rentabilidades del corto plazo y retrasado las bajadas de tipos hasta bien entrado 2023.

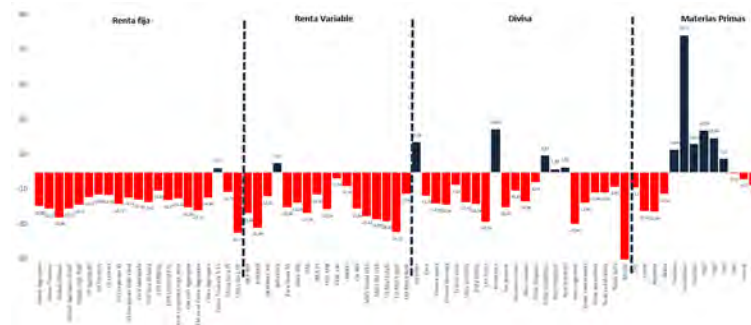


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

El mayor ciclo de subidas de tipos a nivel global desde la década de los 80 ha **disparado los niveles de incertidumbre monetaria, financiera, geopolítica y social**. La mayoría de los Bancos Centrales a nivel global (a excepción de Japón y China), intentado recuperar la confianza del mercado y el tiempo perdido durante 2021, han provocado una de las correcciones más súbitas e intensas en los mercados de capitales que se recuerdan. Esta ha sido a su vez potenciada por el fin de una era de globalización y paz, que ha acabado **mermando la confianza y poder adquisitivo de los consumidores a nivel global**. Y es que, a diferencia de otras ocasiones, la *put* de intervenciones coordinadas a la que nos tienen acostumbrados los Bancos Centrales, parece no vislumbrarse en el corto plazo, al encontrarse estos maniatados por su lucha contra la inflación.

ILUSTRACIÓN 2: Variación porcentual de los principales activos financieros hasta el tercer trimestre 2022.

Las elevadas valoraciones y la falta de liquidez de los activos financieros, como ya venimos advirtiendo durante los últimos años, han convertido a los episodios de alto riesgo, en episodios de alta volatilidad.

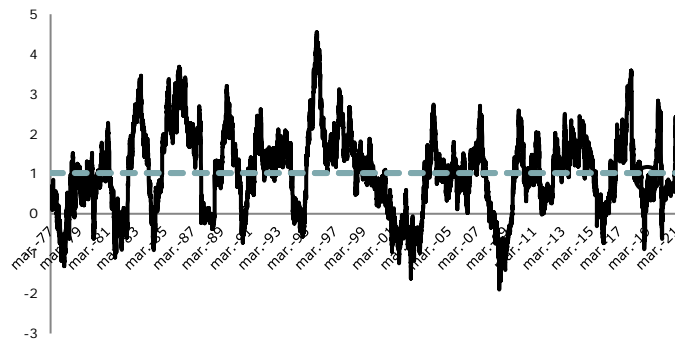


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Un aumento de tipos de interés excesivamente intenso y rápido ha resultado en un **deterioro de las condiciones financieras**, endureciendo en demasía el crédito a empresas y familias, y pinchando la mayor parte de activos financieros a nivel global, incluidas materias primas. Esto ha impactado de lleno en los inversores, llevado a **la cartera típica 60/40 en EE. UU. ha presentar las mayores pérdidas en los últimos 100 años, situando su ratio de Sharpe en mínimos de las últimas 5 décadas**.

ILUSTRACIÓN 3: El ratio de Sharpe de una cartera 60/40 en EEUU se encuentra en mínimos de 5 décadas.

El ratio de Sharpe de una cartera 60/40 actúa como un excelente indicador contrario de mercado.

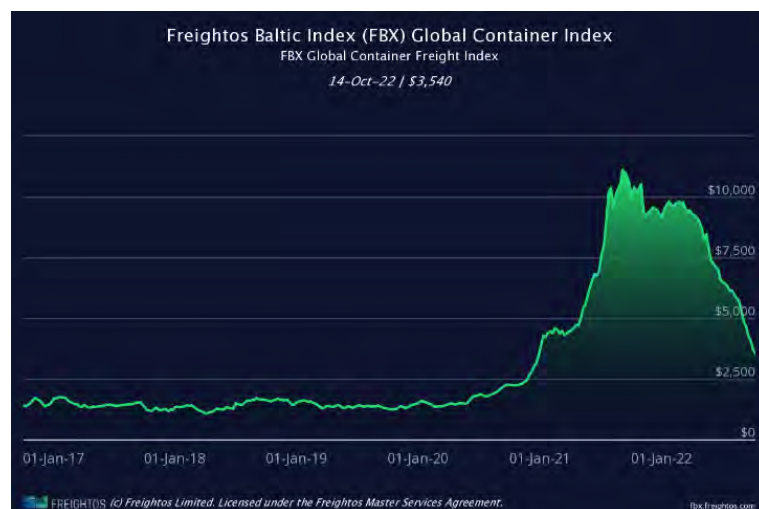


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Y es que, tras 12 meses de alzas continuadas en los tipos a corto plazo, el mercado descuenta ya un tipo terminal en la zona del 5.0% en EE.UU.. Un nivel lo suficientemente **restrictivo** como para impactar no sólo en consumidores y empresas, sino también en los tipos de cambio, las materias primas, el mercado inmobiliario o incluso el resto de economías. Recordemos que la Fed es el Banco Central que más relevancia tiene, al regular el precio del dólar, la moneda de reserva por excelencia, mediante la cual se lleva a cabo prácticamente todo el comercio mundial.

ILUSTRACIÓN 4: Las tensiones en el transporte marítimo a nivel global se están disipando.

La vuelta a la normalidad en las cadenas de distribución se ven reflejadas en los precios del transporte marítimo, que ha vuelto a niveles de enero de 2021.

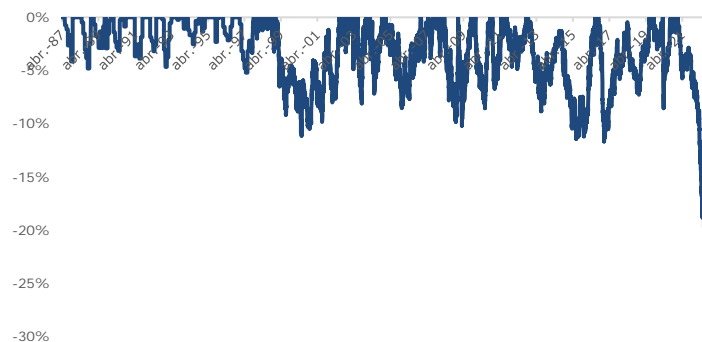


FUENTE: FREIGHTOS LTD.

Estas subidas de tipos de interés también han hecho colapsar el precio de los **bonos**, que ha sufrido **la mayor corrección de los últimos 50 años**. Infligiendo pérdidas severas a gran parte de los inversores que veían como sus carteras - con sesgos *high beta**, por las estrategias cortas de *gamma*** que se habían desplegado en un entorno de tipos muy reprimidos - se deterioraban al mayor ritmo desde el *shock* de Volcker. Y recordemos que este trajo el mayor nivel de desempleo desde la Gran Depresión, avivado por un dólar excesivamente fuerte que empeoró la competitividad de las exportaciones americanas.

ILUSTRACIÓN 5: El índice de Bloomberg de deuda gubernamental estadounidense, con un vencimiento cercano a los 10 años, ha perdido prácticamente un tercio de su valor.

El pinchazo de la burbuja de bonos ha sido el principal causante de deteriorar hasta el extremo las carteras de inversión.

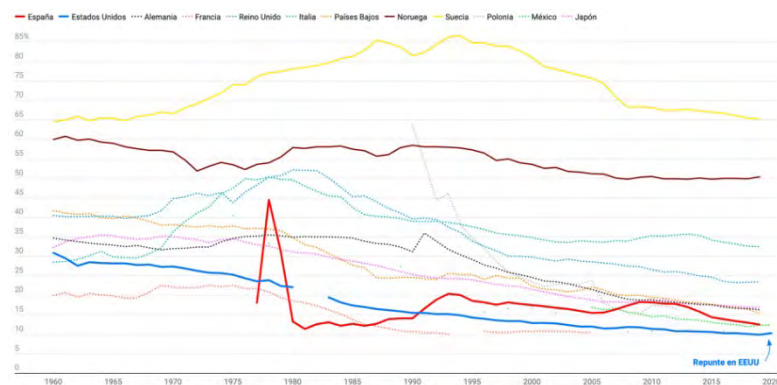


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Y es que los Bancos Centrales se encuentran embarcados en una lucha para evitar una espiral inflacionista - impidiendo que esta tenga efectos directos en salarios al igual que en las décadas de los 70s y 80s – sin impactar excesivamente en las tasas de desempleo (*soft landing*). Aunque estos parecen haber olvidado que **las fuerzas sindicales y las organizaciones de los trabajadores han perdido una presencia significativa en los últimos 50 años**. Lo que está evitando una indexación de los salarios a la inflación, como sí ocurrió en el pasado.

ILUSTRACIÓN 6: Evolución de la tasa de afiliación sindical en diferentes países de la OCDE.

La pérdida de poder sindical ha sido uno de los elementos que ha favorecido las pérdidas salariales en términos reales.



FUENTE: OCDE, BUSINESS INSIDER, DATAWRAPPER.

*Se dice de aquellas carteras que muestran una mayor volatilidad.

**Son aquellas estrategias que muestran una distribución asimétrica, pudiendo aportar pequeñas ganancias y grandes pérdidas.

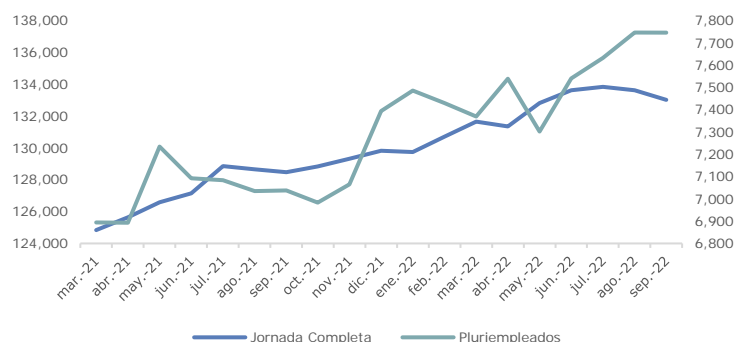
A pesar de encontrarnos con unos mercados laborales a ambos lados del Atlántico exuberantes, con tasas de desempleo en mínimos, se empiezan a vislumbrar fisuras que van a volver a afectar de lleno a unas familias con niveles de endeudamiento disparados.

Si analizamos más de cerca diversos indicadores del mercado de empleo, comenzamos a observar como las **compañías** cada vez **son más reticentes a incrementar sus gastos de personal**. En Europa, los últimos datos del PMI en septiembre muestran una creación de empleo en mínimos de 18 meses (a pesar de la escasez en mano de obra) y un sector servicios que ha dejado de crecer.

Y en **EE.UU.**, donde disponemos de más datos, **las fisuras son mucho más relevantes**. No sólo hemos comprobado la semana pasada como se han perdido ofertas laborales al mayor ritmo después de la pandemia (más de 1 millón de ofertas de trabajo han desaparecido). Sino que, además, el número de personas con un trabajo a jornada completa ha comenzado a disminuir significativamente desde mayo del 2020, y aquellas con varios empleos no hace sino aumentar.

ILUSTRACIÓN 7: Evolución de trabajadores con contrato a tiempo completo, y aquellos que necesitan más de un trabajo para llegar a fin de mes.

Las empresas, ante el deterioro de las perspectivas, han dejado de incorporar trabajadores de una forma permanente.

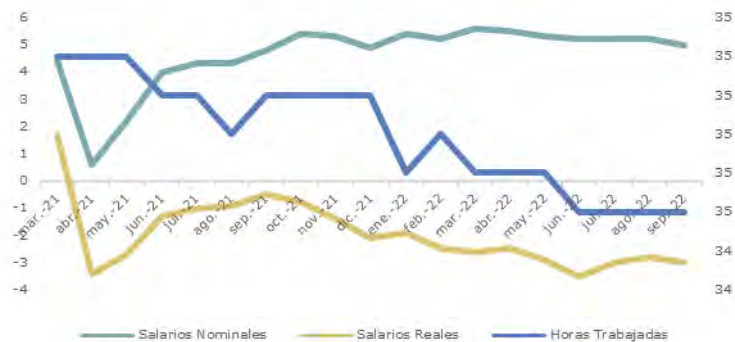


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Esto está comenzando a afectar directamente en las horas trabajadas, que acaban de tocar mínimos desde comienzos de 2021, y a los **salarios**, que se han **estancado en términos nominales**, y no son capaces de mantener el ritmo de crecimiento que muestra la inflación. Esto ha vuelto a hacer perder poder adquisitivo al consumidor, que no es capaz de compensar la inflación con las subidas salariales.

Ilustración 8: Evolución de los salarios en términos nominales y reales, así como del número de horas trabajadas.

Las subidas de tipos ya están teniendo un efecto directo en el mercado laboral y en los salarios.

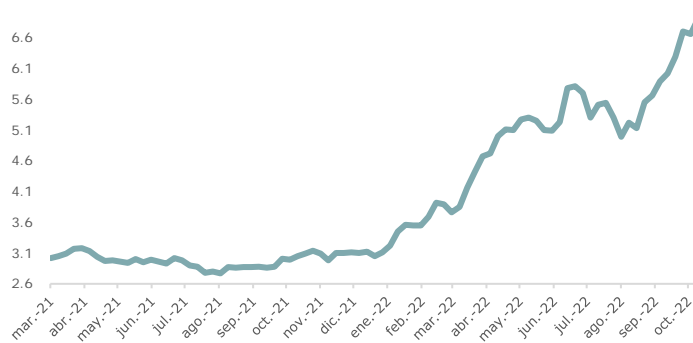


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Y es que el ciclo de subidas de tipos más agresivo desde la década de los 80, está teniendo un efecto negativo en todos los niveles de la economía. Como hemos podido comprobar esto días, **los tipos de interés hipotecarios a largo plazo en EE.UU. se han disparado al 7% aproximadamente en tan sólo 9 meses, niveles no vistos desde el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en 2007**. Al mismo tiempo, la crisis en Reino Unido hizo necesaria la retirada de la oferta hipotecaria por parte de las entidades, debido a la imposibilidad de realizar las coberturas. Una vez restablecida el tipo a 2 años fijo hipotecario se ha disparado por encima del 6% por primera vez desde el 2008.

ILUSTRACIÓN 9: Los tipos hipotecarios a 30 años americanos rondan el 7%.

La última vez que los tipos hipotecarios estuvieron a estos niveles se produjo el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en EE.UU.



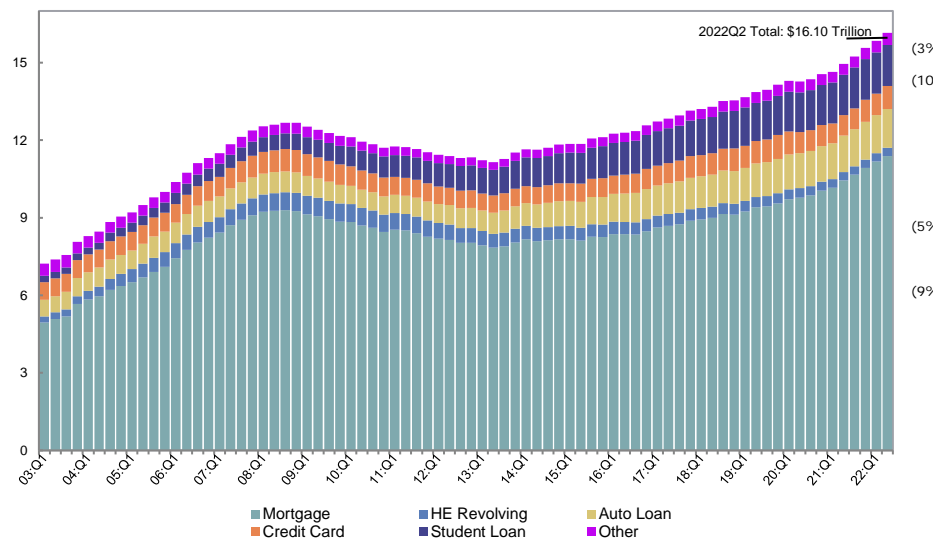
FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Este aumento tan fuerte en los tipos hipotecarios tiene un doble efecto. El primero y más obvio es el **enfriamiento del mercado inmobiliario**, lo cual no sólo pone freno a la creación de riqueza de las familias, sino que además tiene un efecto de alivio en los datos de inflación. Pero, además, el aumento del precio del dinero en los tipos hipotecarios tiene un efecto negativo en el poder adquisitivo de las familias: **augmentando sus costes financieros**. Esto obviamente está comenzando a **acelerar las tasas de prepago**, lo cual **impacta directamente en la tasa de ahorro**, mermando adicionalmente recursos de su poder adquisitivo.

Y es que, a estas alturas del ciclo, las lecturas de **confianza del consumidor se encuentran por los suelos**. Además, han comprobado cómo, tras sacar a duras penas la cabeza de una pandemia, las mayores lecturas de inflación en 5 décadas han trastocado su poder adquisitivo, con **caídas salariales en términos reales y el desplome de su patrimonio financiero**. Esto les ha llevado a **augmentar su nivel de endeudamiento, reduciendo a la vez su tasa de ahorro** hasta el 3.0% de la renta disponible. Niveles solamente superados en los años previos a la Crisis Financiera Global de 2008. Recordemos que la tasa de ahorro es considerada como la parte de los ingresos que provee de fondos al mercado de valores e inmobiliario.

El endeudamiento de las familias ha sobrepasado la barrera de los \$16trn. Cabe destacar que el balance en tarjetas de crédito *revolving* ha aumentado a la escalofriante tasa del 13% interanual, pagando un tipo medio del 18.43% en intereses.

ILUSTRACIÓN 10: El endeudamiento de las familias se encuentra en máximos históricos.

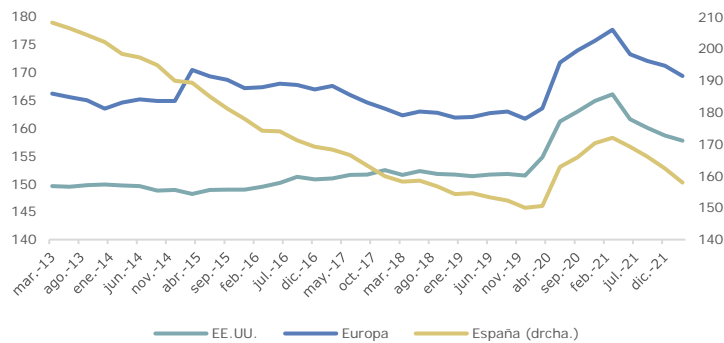


FUENTE: MIRALTABANK, NY FED.

Endeudamiento que llega justo en el peor momento al encontrarse la Reserva Federal en modo obtuso, mirando exclusivamente por el retrovisor, y embarcada en el **mayor endurecimiento del crédito de la historia reciente**. Y es que con unos tipos hipotecarios a 30 años por encima del 7%, préstamos al consumo por encima del 10% y tarjetas por encima del 18% – cuyo balance ha crecido a la escalofriante cifra del 13% anual –, **el consumidor americano tiene**, como afirmábamos con anterioridad, **los días contados**.

ILUSTRACIÓN 11: El crédito al sector privado lleva contrayendo más de un año.

El fin de estímulos fiscales, como los créditos ICO, ha causado una contracción del crédito a nivel global. Esto se verá ahora acelerado con los elevados tipos de interés que se han de soportar.



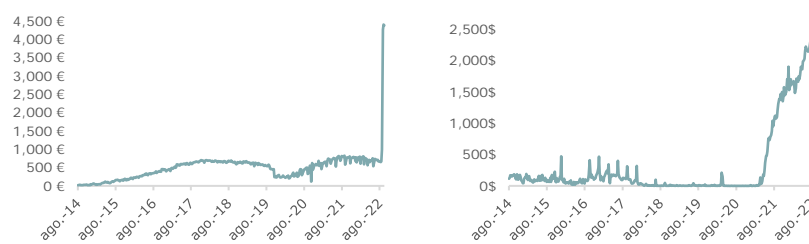
FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

A otro de los aspectos a los que está afectando muy negativamente el encarecimiento del precio del dinero al mayor ritmo que hemos visto en los últimos 50 años es a la **estabilidad financiera**.

Y es que recordemos que el mandato dual de la Fed - pleno empleo y estabilidad de precios - en realidad lleva adscrito también unos tipos de interés a largo plazo moderados y estables, así como la estabilidad financiera del sistema. Estabilidad que hemos visto como se ha visto puesta en compromiso, potenciada por unos inversores doloridos, que han optado por aparcarse trillones de liquidez en los propios bancos centrales, deteriorando la estructura del mercado en este entorno tan adverso. Como podemos observar en la siguiente ilustración, los inversores están sentados en un colchón de liquidez, ahora además premiado por los elevados tipos a corto. En Europa hay EUR 4.5 trillones, que están suponiendo un quebradero de cabeza al BCE, y en EE. UU., \$2.6trn en el Reverse Repo Facility de la Fed de NY.

ILUSTRACIÓN 12: Depósitos en el BCE y Reverse Repo Facility en la Fed de NY (en millones).

El sistema está inundado de liquidez que no acaba de fluir a las economías, ni a los activos financieros con mayor riesgo.

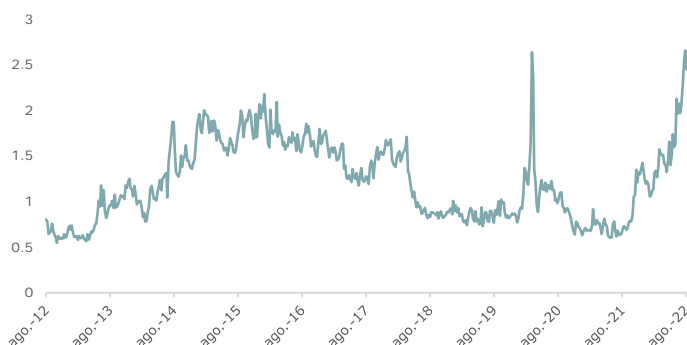


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Esto está teniendo un **impacto muy negativo en la propia liquidez** de los activos financieros, como hemos venido advirtiendo durante tanto tiempo. Llegando estos problemas a impactar en el activo libre de riesgo por excelencia, y mercado más líquido: el mercado de bonos del gobierno americano. Como podemos ver los niveles de estrés por falta de liquidez se encuentra en los niveles máximos desde la Crisis Financiera Global del 2008.

ILUSTRACIÓN 13: Índice de liquidez de los bonos del Gobierno americano de Bloomberg.

El aumento de la presión regulatoria durante la última década ha deteriorado la estructura de mercado y la liquidez una vez se ha puesto fin a la burbuja de bonos.



FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Esta iliquidez, está también afectando negativamente a otros mercados de deuda de las economías más grande del planeta. En Japón, donde el Banco de Japón tiene la aberrante cuota del 70% de la deuda del gobierno emitida a 10 años, **el bono del tesoro a 10 años ha estado la semana pasada 4 días sin cotizar**. Además, el uso de políticas ultra expansivas ha obligado al BoJ a intervenir unilateralmente el yen, que se ha debilitado un 30% en lo que va de año, vendiendo Tesoros del Gobierno americano justo el día en el que el mercado de deuda inglés explosionaba.

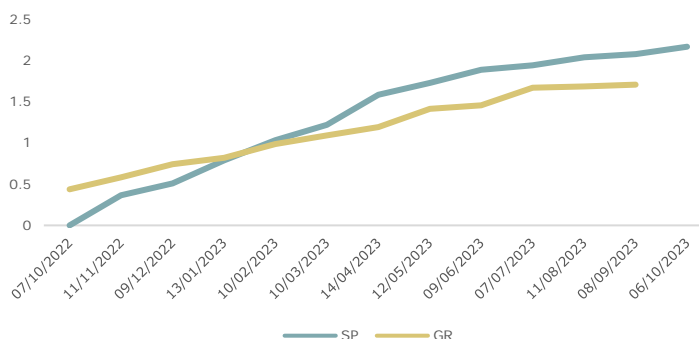
Estos episodios de inestabilidad financiera que hemos experimentado en diversas economías del G-7, han obligado a sus **bancos centrales a hacer acto de presencia en el mercado**. Recordemos también la intervención del BCE con el mecanismo anti-fragmentación o la que está estudiando en la actualidad para evitar el mayor arbitraje que se recuerda a un Banco Central. Y es que tras haber prestado trillones de euros a la banca al 0%, la está depositando actualmente al 0.75% en el propio Banco Central, lo que de continuar por mucho tiempo le costará miles de millones en pago de intereses.

Cabe también resaltar **la actuación del Bank of England, que de alguna manera recuerda al control de curva japonés**, para solventar la **crisis presupuestaria** del gobierno de Liz Truss, ahora llamada crisis de los fondos de pensiones. Esta ha dejado entrever los peligros a los que se enfrentan los Bancos Centrales en esta nueva era de inflación y pánico fiscal: el ataque de los **Bond Vigilantes** (inversores de renta fija que venden grandes cantidades de bonos para protestar contra las políticas fiscales o monetarias, consideradas inflacionistas, seguidas por los gobiernos). Y es que el mercado, para el que no es lo mismo gastar más (como el caso alemán y su ayuda puntual a la economía por la crisis energética) que ingresar menos, ha penalizado las políticas expansivas del gobierno conservador, obligando al BoE a intervenir y restaurar la estabilidad financiera. Y al igual que en el pivot de la Fed del 2018, esta vez el BoE no sólo se ha visto obligado a suprimir el programa de venta de activos (*QT o Quantitative Tightening*), sino que ha tenido que volver a recurrir a la

compra de bonos (*QE o Quantitative Easing*) para hacer recuperar la cordura a los mercados de capitales.

ILUSTRACIÓN 14: Curva de letras a 1 año alemanas (GR) y españolas (SP).

Y es que estos episodios de inestabilidad financiera han disparado también las dispersiones y oportunidades de arbitraje en los mercados de renta fija más líquidos y con mayor solvencia. Como se puede observar en el siguiente gráfico, las letras alemanas hasta enero han llegado a rendir más que las letras españolas al plazo. Algo difícil de concebir para un país que vive de la financiación del otro.

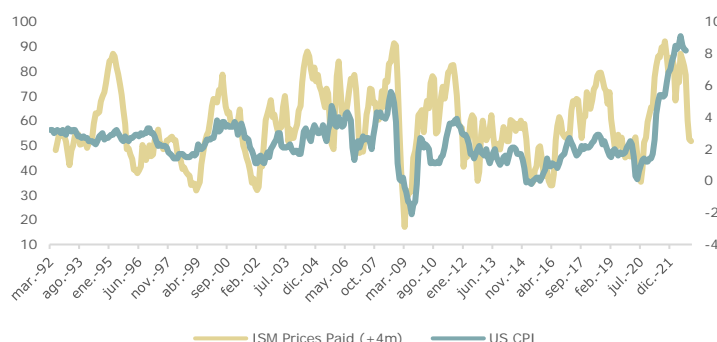


FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Este entorno económico, a pesar de los mensajes de la Fed que ha estado obsesionada con indicadores retrasados, como son el empleo y la inflación, comienzan a relajarse ya **las expectativas de inflación, que han visto una dura contracción en el mes de septiembre**. En parte ayudadas por un deterioro significativo en el precio del gas natural, al encontrarse la Unión Europea en una mejor situación en términos de inventarios de la que podría esperarse dada la situación geopolítica. Esto ha llevado a los swaps de inflación 5y5y y a los break evens a 10 años en EE.UU. a la zona del 2.20%, lecturas no vistas desde comienzos de 2021. Tasas de inflación más en línea con el crecimiento de la masa monetaria M2, que sigue colapsando desde una tasa de crecimiento del 27% y está ya al 4%, o los salarios que en términos nominales que se han estancado en la zona del 5%, y teniendo en cuenta la inflación decrecen al ritmo del -3% y con perspectivas a medio plazo peores, como comprobamos con anterioridad.

ILUSTRACIÓN 15: Los precios pagados del ISM apuntan a una caída abrupta del IPC.

Ya son varios los Bancos Centrales, como Noruega o Australia, que han dejado intuir que este ciclo de subidas está teniendo los efectos deseados, y que nos encontramos en territorio restrictivo, lo cual supondría acercarse al famoso pivote de la Fed.



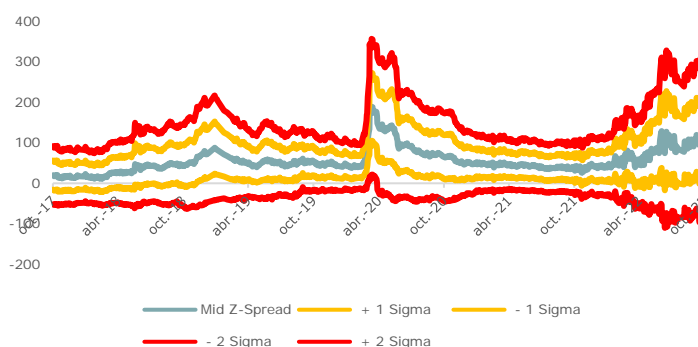
FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

La mayor corrección de renta fija en 5 décadas, que ha llevado a los principales **índices a perder una cuarta parte de su valor, ha disparado las tises en el mercado de crédito, muy por encima de la media de las 2 últimas décadas.** Y es que en la situación actual **los bonos muestran una distribución totalmente asimétrica**, tensionando el mercado de crédito corporativo que muestra claros fallos en su correcto funcionamiento. En este sentido el mercado ha perdido la poca liquidez con la que contaba. Recordemos que el **BCE se había hecho aquí en Europa con el 30%** de toda la deuda corporativa emitida desde que inició su programa de recompras, drenando de liquidez el mercado secundario de bonos corporativos.

A esto, además le hemos de añadir que **los creadores de mercados han dejado de tener inventarios**, evitando así la excesiva volatilidad en su cuenta de resultados, pero aumentando a la vez la propia volatilidad en un círculo vicioso difícil de romper. Esto no sólo dificulta la tarea de encontrar y comprar bonos, sino que además ha **disparado las dispersiones a niveles superiores a los que experimentaron los mercados en la crisis del COVID-19**, lo cual muestra los elevados niveles de tensión y distorsión en precios de la situación actual.

ILUSTRACIÓN 16: Las dispersiones de la deuda financiera senior en euros AAA/A- entre el 1 y los 10 años se han disparado.

Las dispersiones en los *clusters* (bonos con características similares) se han disparado a niveles superiores a los del Covid-19, donde la economía global se paró por completo. Esto suele ser un indicador contrario excelente.



FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

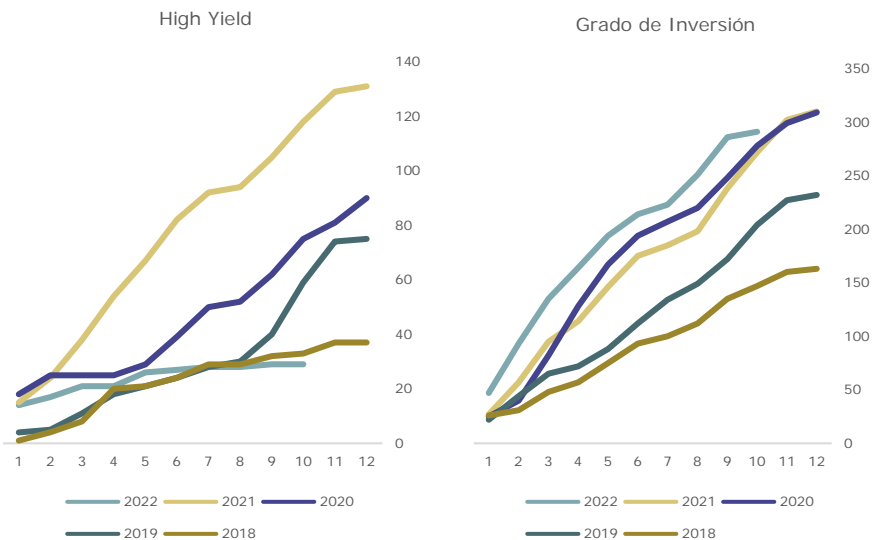
Es por ello por lo que los emisores, que vienen de experimentar la mayor barra libre de la historia en las que se han financiado a tipos muy bajos, alargando además el vencimiento medio de su perfil de deuda, **no tengan la necesidad imperiosa de emitir deuda a tipos tan elevados**, por lo que han dejado de emitir. Esto ha hecho que **la mayor fuente de liquidez** que tenía el mercado para invertir la liquidez (valga la redundancia) con la que cuentan los inversores, que recordemos se encuentra en máximos históricos, **se evapore**.

Esta reducción en las nuevas emisiones se ha visto reflejada especialmente en la **deuda corporativa híbrida y en los Cocos y deuda subordinada bancaria**, debido a sus desproporcionados costes. Si a esto unimos **que la probabilidad de ejercicio de las calles se reduce drásticamente**, dado los excesivos costes de acudir ahora al mercado sin una necesidad imperiosa, el

mercado se vuelve a ver impactado por una reducción adicional de la liquidez en el mercado primario. Un círculo vicioso adicional.

ILUSTRACIÓN 17: Número de emisiones de grado de inversión y high yield en euros.

La falta de emisiones en *high yield*, al igual que en 2018, ha vuelto a dar un soporte técnico y temporal al mercado de bonos basura.



FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG.

Además hemos de tener en cuenta que en el caso de las compañías, al no ejercer la call en la primera fecha, **su deuda híbrida les deja de computar en un 50% como capital**, es posible que sea reemplazada como mucho por deuda a corto plazo, **reduciendo adicionalmente la oferta de stock de emisiones con vencimientos largos**. Y no olvidemos que mucha de la deuda emitida con vencimientos largos durante los años de barra libre, se encuentra **cotizando en la actualidad con descuentos en muchos casos cercanos al 50%**, **será objeto de recompra** (como hemos comprobado en años anteriores) por parte de los propios emisores. Generando plusvalías en su cuenta de resultados, y reduciendo de nuevo la liquidez del mercado.

Por lo tanto, esta falta de activos en el mercado secundario causada por los bancos centrales con sus programas de compras, unida a un inventario deficitario por parte de los creadores de mercado, y a la vez un stock decreciente por las bajas necesidades de financiación y las propias recompras que están comenzando a realizar los propios emisores, causarán una recuperación igual de brusca e intensa, una vez el mercado intuya con claridad el pico de la inflación. Y recordamos que en la actualidad hay trillones en liquidez para invertir a la espera de que las cosas se tranquilicen.

Es por ello por lo que **favorecemos en la actualidad grandes emisores de calidad, en referencias con cierta duración y precios con grandes descuentos, que aumenten la convexidad de la cartera, y den una protección adicional** a eventos de crédito no esperados. Y mientras llega el cambio de discurso de los bancos centrales, aprovechar el colchón de seguridad que aporta el **elevado cupón corrido** que ofrece el mercado en la actualidad.

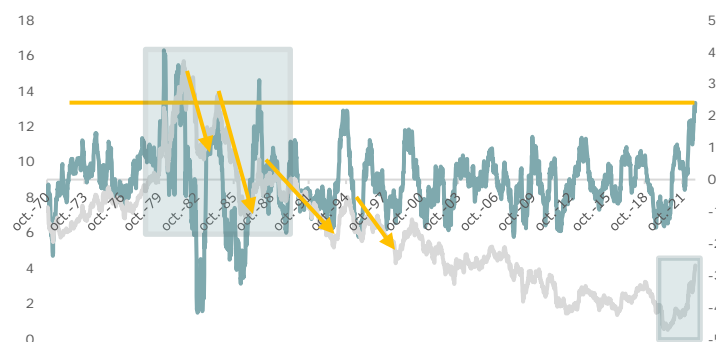
En este sentido, y desde el mes de junio, hemos procedido a ir invirtiendo poco a poco el gran colchón de liquidez con el que contaba el fondo. Recordemos que comenzamos el año con el 50% en liquidez y letras a corto plazo. Miralta Sequoia cuenta en la actualidad con una cartera altamente diversificada, en compañías líderes y de calidad, y bonos gubernamentales. En términos de consumo de Solvencia, el SCR del fondo, realizando un *look-through* es de tan sólo el 9.42%, algo muy atractivo para inversores en el sector seguros y de la previsión social.

Contamos con más de 100 inversiones en más de 80 emisores diferentes, compradas a un precio medio ponderado cercano al 80% y con una duración promedio de 3 años. Lo cual, no sólo nos protege ante eventuales quitas, sino que además nos estamos beneficiando de las recompras que han comenzado a realizar los emisores (Cepsa, Hipocat, Banque Credit Mutuel).

La TIR actual de la cartera es del 5.6% y aún contamos con un 20% aproximadamente de liquidez. Liquidez que dada las tensiones actuales en el mercado estamos pudiendo invertirla a niveles superiores al 8% en crédito investment grade, lo cual de seguir así situaría la TIR total de la cartera en niveles superiores al 7%, con un precio medio del 70% aproximadamente. Rentabilidades no vividas desde la Crisis Financiera Global del 2008, que con una elevada probabilidad superarán el nivel medio de inflación de los próximos años, y que proporcionarán una excelente rentabilidad anual a medida que los bonos vayan venciendo.

En términos sectoriales tenemos el mayor peso en el sector financiero, que se está viendo muy beneficiado por los elevados tipos de interés, y que está consiguiendo resultados muy positivos. Sector que cuenta con un exceso de capital excepcional, tras múltiples años de provisiones y limpieza de balance, y que además se ha visto muy favorecido por el respaldo de los gobiernos durante la pandemia (programas ICO). También tenemos un peso especial en deuda gubernamental de calidad y organismos supranacionales AAA (EE.UU. y Europa), la cual en parte está ligada a las lecturas de inflación a tipos de interés real superiores al 2%. Esta deuda en su mayor parte ofrece una gran convexidad, lo cual nos protege en las caídas y nos da un gran empujón en las subidas, debido a sus reducidos precios de cotización actuales (cupones cero).

ILUSTRACIÓN 18: Variación a 10 meses de la Tir del bono gubernamental a 10 años americano (verde) vs evolución de la Tir del mismo (gris).



FUENTE: MIRALTABANK, BLOOMBERG