

Paradigma Flexible Bonds

Carta Mensual

Mayo 2025



El presente documento ha sido elaborado por A&G Fondos, SGIIC, S.A. y contiene información relativa a cifras y hechos de mercado. Todos los datos contenidos en este documento están elaborados con exactitud, salvo error u omisión tipográficos.

Comentario de Mercado

De nuevo, **la política comercial de Donald Trump** ha influido notablemente en la evolución de la mayoría de los activos financieros durante el mes de mayo. A mediados de mes, el presidente estadounidense anunció un acuerdo arancelario provisional con **China**, con una duración de 90 días. En virtud de este acuerdo, los aranceles impuestos por Estados Unidos a las importaciones chinas se redujeron del 145% al 30%, mientras que China rebajó los suyos del 125% al 10%. Este gesto suavizó de forma significativa el entorno restrictivo derivado de los aranceles previos, lo que impulsó un repunte en los activos de riesgo.

En lo que respecta a la **eurozona**, dos días después de amenazar con imponer tarifas del 50% a partir del 1 de junio, la administración estadounidense decidió aplazar su entrada en vigor hasta el 9 de julio, abriendo así una ventana de negociación. El mercado parece haberse habituado a esta dinámica de amenazas seguidas de rectificaciones, por lo que las declaraciones del mandatario están teniendo un impacto cada vez más limitado.

Hacia finales de mes, un **tribunal estadounidense bloqueó** la mayoría de los **aranceles** al considerarlos ilegales, fallo que fue **suspendido temporalmente** por otro tribunal tras la apelación del gobierno americano. Si finalmente se llegaran a implementar aranceles generales del 10% y específicos del 30% para China, además de los sectoriales, la tarifa media aplicada por Estados Unidos al resto del mundo se elevaría del 2,5% hasta cerca del 15%. En ese escenario, creemos que el aumento del proteccionismo tendría implicaciones relevantes tanto sobre el crecimiento económico como sobre la inflación, aunque, por el momento, la incertidumbre sigue siendo elevada.

Otro punto de atención para los inversores ha sido la evolución de la deuda estadounidense, en particular los tramos largos de la curva. Durante mayo, el bono a 30 años superó el 5% de rentabilidad, alcanzando niveles no vistos desde finales de 2023 y, anteriormente, desde 2007. Varios factores podrían estar detrás de este movimiento: la rebaja de calificación de Moody's (de Aaa a Aa2), la aprobación del nuevo paquete fiscal de Trump en la Cámara de Representantes, el repunte en las TIR de los bonos japoneses, o los bajos niveles de cobertura en las subastas a largo plazo. No obstante, todos ellos reflejan, en última instancia, una creciente percepción de que Estados Unidos afronta mayores dificultades para garantizar la sostenibilidad de su deuda a largo plazo.

Moody's confirmó la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos a Aa2, alineándose así con las decisiones previas de S&P y Fitch. Desde una perspectiva técnica, esta degradación no ha provocado ventas forzadas de deuda soberana, como ocurrió en 2011 tras el recorte de S&P. Sin embargo, pone de manifiesto los desafíos estructurales en materia de deuda y déficit a los que se enfrenta el gobierno estadounidense. En un contexto de elevadas necesidades de emisión futura y una demanda externa en declive, mantener las primas de riesgo de los bonos en niveles moderados se presenta cada vez más complejo. Además, este mes se ha conocido que el Reino Unido ha superado a China como segundo tenedor de bonos del Tesoro estadounidense, en un entorno donde los principales compradores son ahora inversores más tácticos y exigentes en rentabilidad, como *hedge funds* y fondos de inversión.

Por su parte, la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés en el rango del 4,25% al 4,50%, a pesar de la presión política ejercida por Trump para una rebaja. En su comunicado, el organismo señaló mayores riesgos tanto en desempleo como en inflación, sugiriendo una mayor probabilidad de escenario de estanflación. En la rueda de prensa, Jerome Powell recalcó que no tienen prisa en modificar la política monetaria y que seguirán esperando a tener una mayor visibilidad antes de tomar decisiones.

Evolución Mercados Renta Fija

En mayo hemos visto **repuntes en las rentabilidades de los bonos soberanos**, impulsados por la desescalada en las tensiones comerciales entre EE. UU. y el resto del mundo, así como un **estrechamiento en los diferenciales de crédito**, que en muchos casos han vuelto a niveles previos al denominado “Día de la Liberación”.

El **bono americano a 10 años** ha cerrado el mes en el **4,40%**¹, con un repunte de +24 puntos básicos, mientras que el alemán al mismo plazo lo ha hecho en el **2,50%**, con un incremento más moderado de +6 pb.

El **crédito** ha tenido un comportamiento muy positivo, con el Itraxx Main (IG euro) cerrando en 58 pb (-10 pb en el mes) y el Itraxx Crossover (HY euro) en 300 pb (-51 pb MoM).

Se ha observado mucha actividad en el **mercado primario** de bonos corporativos y financieros, donde los emisores han aprovechado la mejora en los mercados tras la desescalada de tensiones entre EE. UU. y China. Destaca la elevada emisión de papel por parte de emisores estadounidenses en euros, así como la fuerte demanda por emisores de beta alta (*high yield* y subordinados), que han tenido una excelente acogida en el mercado.

Evolución Paradigma Flexible Bonds

Paradigma Flexible Bonds se ha revalorizado un **+0,54%** en el mes, acumulando una rentabilidad positiva del **+1,33%** (clase C). El índice Bloomberg Euro Aggregate acumula un +0,93% en 2025 y el Bloomberg Global Aggregate un +5,28%.

Buen comportamiento generalizado de cartera, con especial mención a las revalorizaciones aportadas por la **deuda de mayor subordinación**, favorecida por el estrechamiento de los diferenciales de crédito observado en mayo. Por el contrario, la **deuda senior con vencimientos más largos** se ha visto penalizada por el repunte en las expectativas de tipos de interés y el incremento de pendiente en las curvas, un efecto que, en general, no ha sido compensado por el comportamiento del crédito (como en los casos de EDF, Snam o Engie).

Destaca el buen desempeño de **Pemex** y, en menor medida, de **Rumanía**, movimientos que hemos aprovechado para reducir exposición. En el lado negativo, cabe mencionar a **Telefónica**, penalizada por los rumores sobre una posible adquisición del 50% restante de Virgin Media O2 (*joint venture* compartida con Liberty en el Reino Unido). Esta noticia ha generado temores entre los inversores respecto al impacto que esta operación pueda tener sobre las métricas de crédito del operador (calificado BBB- por S&P y Baa3 por Moody's). Mantenemos exposición al emisor mediante deuda *senior* a largo plazo e híbridos con *call* en 2031.

Cambios / Posicionamiento

En mayo hemos vuelto a incrementar la **duración** de la cartera (+0,26 hasta **3,53**) aprovechando el repunte de las tirs en deuda soberana. Esta vez, lo hemos hecho a través de **bonos alemanes con vencimiento a 5 años (Bobl)**, con preferencia por el tramo medio de la curva y dentro del universo de eurozona. Continuamos sin exposición a deuda pública estadounidense.

¹ La fuente de todos los datos de mercado es Bloomberg, salvo que se indique lo contrario. Información a 30/05/2025

La **sensibilidad al crédito también ha aumentado ligeramente hasta el 3,50**, principalmente a través de deuda financiera, tanto en formato senior como subordinado. Este movimiento responde a una visión constructiva en entidades sólidas del sector financiero europeo.

En **cuanto a divisa**, mantenemos prácticamente toda la exposición en USD cubierta, con solo un 0,35% de la cartera sin cobertura. No tenemos inversiones en otras monedas distintas al euro.

Seguimos concentrando las inversiones en la **parte media de la curva de crédito**, por la pendiente positiva que ofrece frente a los tramos cortos. En paralelo, continuamos aumentando peso en bonos flotantes *senior*, que siguen ofreciendo un diferencial atractivo frente a los activos a muy corto plazo.

Hemos **reforzado la exposición a deuda subordinada financiera**, tanto en AT1 como en deuda emitida por aseguradoras. En el segmento de AT1/RT1, hemos rotado posiciones con vencimientos largos por otras con *call* más cercanas.

En **híbridos corporativos**, aumentamos exposición a través de nuevas emisiones en el mercado primario, reemplazando posiciones menos atractivas por nombres con mejor perfil de rentabilidad-riesgo. Se mantiene la preferencia por emisores europeos de sectores regulados o estratégicos.

En **deuda *senior* bancaria**, seguimos aumentando peso en bonos flotantes, y hemos empezado a incorporar posiciones en la parte media de la curva dentro del universo *HoldCo* y *non preferred*, buscando capturar el exceso de prima sin asumir duraciones largas.

En **crédito corporativo *senior***, mantenemos el foco en emisores de alta calidad en euros y en plazos intermedios. También hemos participado en nuevas emisiones flotantes de compañías con buena visibilidad de ingresos. En la parte larga de la curva, se han rotado algunas posiciones para aumentar calidad crediticia.

En el segmento de ***high yield* y sin rating**, reducimos exposición en Pemex y compramos Dufry. El peso total del segmento se mantiene en torno al 12%, concentrado mayoritariamente en emisiones con rating BB+.

En **deuda soberana emergente**, hemos reducido exposición en México y Rumanía.

En **estrategias de valor relativo** no tenemos ninguna posición abierta, y durante el mes únicamente hemos abierto y cerrado estrategia de ampliación de Italia respecto a Alemania, al acercarse el diferencial a los 100pb.

Considerando los cambios efectuados en el mes, la **TIR media de cartera** se sitúa en el **3,27%**, la **duración media en 3,53** y el **rating medio en A-**. En relación al desglose de la duración, 2,2 corresponde a deuda *senior investment grade*, 0,9 a deuda subordinada y *high yield*, y 0,4 a gobiernos.

Gracias por la confianza depositada en nosotros.



Germán García Mellado

Gestor Paradigma Flexible Bonds y Paradigma High Income Bonds

Germán comenzó a gestionar en el año 2001 en Gesnorte. En 2007 se unió al equipo de gestión de renta fija de Banco Madrid Gestión de Activos SGIC. En 2015 se incorporó a Merxbanc SGIC como responsable de fondos de renta fija y fondos de fondos, cargo que ocupó hasta finales de 2018. Desde entonces se responsabiliza de la gestión de fondos de Renta Fija Flexible en A&G.

Germán es Licenciado Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Autónoma de Madrid y cuenta con un Máster en Dirección Económico Financiera (CEF), así como las certificaciones CIIA, CESGA, CEFA y EFA.



Aviso Legal

El presente documento contiene información relativa a cifras y hechos del mercado.

La presente documentación no propone, sugiere ni recomienda estrategias de inversión o tomas de decisión sobre valores o instrumentos financieros. No contiene valoraciones o juicios de valor sobre decisiones de inversión, ni constituye un informe de inversiones, un análisis financiero o otra forma de recomendación general relativa a operaciones sobre instrumentos financieros, su precio, su valor presente o futuro o a sus emisores, elaborada con sujeción a las disposiciones normativas orientadas a promover la independencia de los informes de inversiones.

Esta información está disponible solo con fines informativos y no constituye una solicitud de ningún servicio o producto de inversión y no es una invitación para suscribir acciones o unidades de fondos en este documento. Consulte el Folleto y el DFI para obtener más información sobre este fondo y antes de cualquier suscripción. Un inversor debe realizar su propia evaluación de riesgo y debe consultar si es necesario a sus propios asesores legales, financieros y fiscales, antes de cualquier suscripción.