

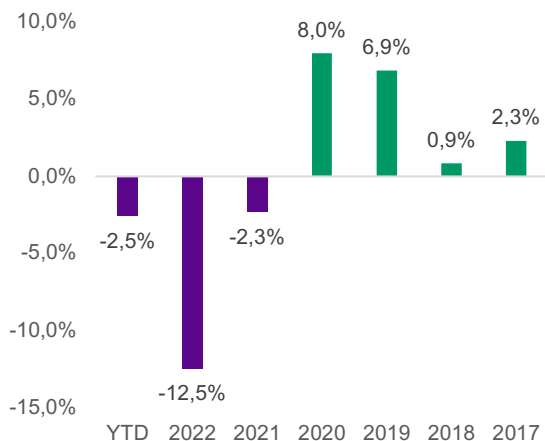
¿CAMBIOS DE PARADIGMAS EN LAS TASAS DE EE.UU.?

La rentabilidad acumulada en lo que va del 2023 en los bonos del Tesoro de EE.UU., alcanza un -2,5%, con lo que, de finalizar el año en esta situación, sería el tercer año consecutivo de rentabilidades negativas, algo nunca observado para la clase de activo considerada como “activo de refugio financiero de excelencia”. Así, y a pesar de que la capacidad de pago del Tesoro de EE.UU. no estaría cuestionada, las tasas han acumulado importantes alzas. Trataremos de identificar cuáles serían las razones que están detrás del movimiento y qué implicancias tienen para los mercados.

Por Sebastián Senzacqua, CFA.

El movimiento al alza en las tasas de bonos del Tesoro de EE.UU. ha sido relevante en el último tiempo, lo que ha impactado de forma negativa las rentabilidades de este tipo de inversiones y de otros activos (Gráfico 1).

Gráfico 1: Rentabilidad Índice global de bonos del Tesoro de EE.UU.



Fuente: Bloomberg

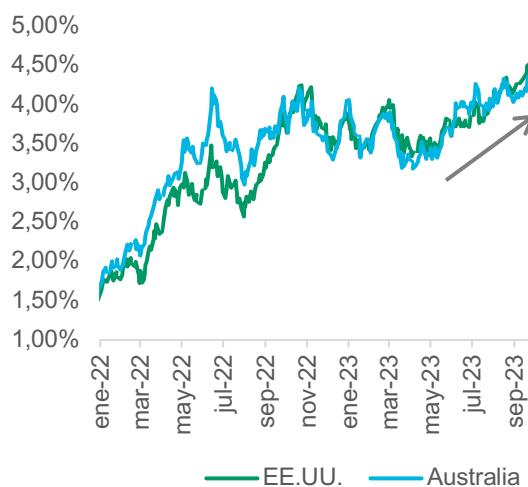
En este sentido, ¿qué elementos podrían estar detrás de este comportamiento? ¿es sostenible este aumento en tasas de interés, sobre todo en las de bonos de largo plazo? Sabemos que el movimiento en las tasas es multifactorial, pero tratemos de identificar dentro de las que podrían ser más relevantes si alguna(s) está(n) detrás de lo anterior.

© 2023 CFA Institute. Todos los derechos reservados. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

¿Será la situación fiscal de EE.UU.?

Debido a la pandemia, el gobierno de EE.UU. registró un mayor déficit fiscal. Más aún, este ha sido difícil de corregir en los años posteriores. Lo anterior, podría ser un argumento alcista en las tasas, debido a que el descalce entre ingresos y gastos debe ser financiado con mayor emisión de deuda. Sin embargo, al comparar lo anterior con países en una posición fiscal relativa más positiva, como Australia, las tasas de este país también han estado presionadas al alza, por lo que no necesariamente este sería un factor relevante en el incremento de tasas de mercado (Gráfico 2).

Gráfico 2: Evolución tasas a 10 años bonos de gobierno



Fuente: Reserva Federal de EE.UU.

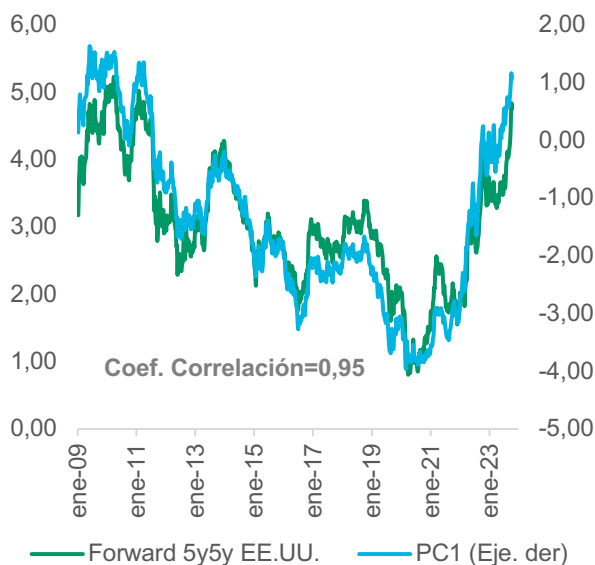
¿Existirá mayor venta de bonos de parte de extranjeros?

Otro elemento que puede ser de interés es el movimiento de la tenencia de extranjeros de bonos del Tesoro de EE.UU. Una disminución de estos por parte de extranjeros puede incidir en una mayor demanda de dólares en el mercado spot, presionando al alza las tasas de interés. Sin embargo, la tenencia de extranjeros ha registrado un aumento desde fines de marzo hasta comienzos de octubre¹, por lo que no sería un tema de flujos de parte de extranjeros.

¿Qué otro elemento podría estar detrás?

Una manera de explicar los movimientos de las tasas de bonos de gobierno de países desarrollados sería descomponerlas a través de la utilización de Componentes Principales. En este sentido, el primer componente, que explicaría cerca de un 93% de la variabilidad de las tasas de mercado, exhibe una correlación bastante alta con una variable que es observable en el mercado. Esta es la tasa forward de 5 en 5 años de los bonos del Tesoro de EE.UU. (Gráfico 3).

Gráfico 3: Tasa Fwd 5y5y EE.UU. vs Primer Componente Principal Tasas Gobierno



Fuente: Reserva Federal de EE.UU.

¹ Fuente: <https://fred.stlouisfed.org/series/WSEFINT1>

Así, el vínculo que tienen ambas variables nos podría estar diciendo un cambio de paradigma respecto de una variable no observable, pero que es muy relevante para el nivel de las tasas largas: la **tasa neutral de política monetaria en EE.UU.**, esto es, la tasa de política monetaria que debería tener la economía en un contexto de crecimiento e inflación consistente con sus objetivos de largo plazo.

En particular, el mercado nos podría estar diciendo que esta tasa podría estar más arriba que lo estimado por la Reserva Federal en sus proyecciones (actualmente 4,75% vs el 2,50% nominal estimado por las autoridades monetarias). Razones detrás de esto último podrían ser:

- (i) Riesgo de Inflación de largo plazo estructuralmente más alta, dado un mercado laboral estrecho, aumento del gasto público y reorientación de las cadenas de producción post pandemia o *reshoring*, con mayores costos asociados.
- (ii) Aumento en el crecimiento potencial de largo plazo en EE.UU. debido a la irrupción de nuevas tecnologías, como la Inteligencia Artificial.
- (iii) Normalización de las políticas monetarias de los principales bancos centrales del mundo.

Sin embargo:

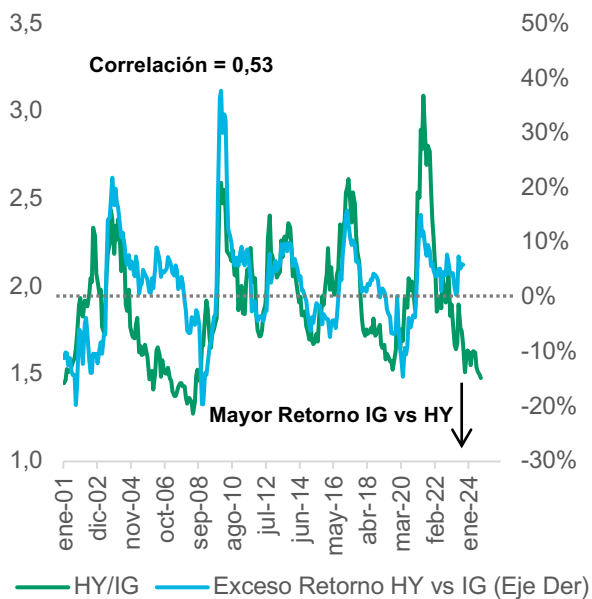
- (i) Las tendencias demográficas no han cambiado sustancialmente para sostener elevadas tasas de crecimiento de las economías desarrolladas.
- (ii) Aún existe un importante desbalance entre ahorro e inversión en el mundo, lo que mantiene estructuralmente una mayor demanda por activos financieros.
- (iii) Aún existe escepticismo de los reales impactos positivos que las nuevas tecnologías tendrían sobre la productividad.

¿Qué podemos concluir de lo anterior y qué implicancias tiene para los mercados?

El mercado ha comenzado a plantear una tasa neutral más alta que lo estimado en la década pasada. Lo anterior, desde el punto de vista de otras economías podría llevar también a plantear si es que la tasa neutral de estas también debe ser reevaluada al alza, dado que el piso de las tasas de mercado (en este caso las tasas de EE.UU.) estarían más arriba. De hecho, en Chile ya algo de esto ha estado sucediendo, en vista que el Banco Central de Chile corrigió al alza su estimación de la tasa neutral a un rango entre 3,50% a 4,00%)²

Sin embargo, puede ser excesivo plantear que la tasa neutral en EE.UU. estaría en torno a un 4,75%, por lo que se requiere cautela en este sentido. Así, si el nivel en realidad no es tan alto en relación a lo que está descontado actualmente en los precios de activos, podría existir una oportunidad de inversión en las inversiones de renta fija, donde las categorías de clasificación de riesgo más sólido (Investment Grade) se encontraría con un mejor punto de entrada relativo a categorías de mayor riesgo, como el High Yield

Gráfico 4: Ratio Tasa HY/IG vs exceso de Retorno 12 meses siguientes



Fuente: ICE BofA

² Fuente: IPoM diciembre 2022, Banco Central de Chile.

En particular, el ratio de tasa entre ambas categorías (HY/IG) hoy en día se encuentra en niveles bajos respecto de la historia, lo que podría generar un performance relativo más atractivo en las categorías de menor riesgo vs las de alto riesgo mirando los próximos doce meses

Con todo, al analizar los argumentos expuestos, se están dando discusiones relevantes en los mercados respecto de cuál es la tasa de política monetaria que es coherente con los objetivos de crecimiento y de inflación de largo plazo de EE.UU. Lo anterior, no sería para nada trivial, en vista que la estructura de tasas de la principal economía del mundo es un input crítico en la definición de las rentabilidades esperadas de los distintos activos a nivel global y no sólo mirando los próximos 12 meses, sino que también para la década venidera.