

DEUDA PRIVADA NACIONAL, ¿DE VUELTA?

La corrección de la Renta Fija Local resultó en tasas elevadas que provocaron una pérdida en la capacidad de captación de la Deuda Privada. Sin embargo, con las reducciones de tasas venideras, el sitial se recupera.

Por Joaquín Aguirre, CFA – Gerente de Estudios Sartor Finance Group

Corría el primer trimestre del infame 2021. Tras los estragos asociados a la pandemia, el Banco Central de Chile mantenía su Tasa de Política en 0,5%, ya instalada desde marzo del 2020 debido al trágico efecto que dicha pandemia causó en la actividad. Esta política gatilló una reducción sin precedentes en nuestra estructura de tasas locales.

Los números hablan. Los rendimientos anualizados nominales de instrumentos de renta fija y derivados, a fines de marzo del 2021, eran los siguientes:

- TPM: 0,5%
- TIR Depósitos a 1 año: 0,8%
- TIR Cámara Swap 5 años: 2,5%
- TIR Bonos de Tesorería en pesos a 10 años: 3,5%

Sin embargo, existía un último bastión para recibir compensaciones razonables. La Deuda Privada. Este segmento podía ofrecer rentabilidades nominales entre 7 y 10% (dependiendo del tipo deuda y del riesgo) y con una *duration* relativamente acotado (menor a 6 meses). Acá se cuentan fondos de Facturas, Pagarés, Créditos Directos, etc.

En ese entorno, muchos inversionistas optaron por fondos de Deuda Privada debido a sus potenciales rendimientos. Si bien la Deuda Pública, como los bonos, ofrecía mayor liquidez y sus emisores contaban con una trazabilidad más accesible, presentaba una Tasa Interna de Retorno (TIR) insatisfactoriamente baja. Esta elección por la Deuda Privada resultó ser acertada, ya que la Renta Fija enfrentaría una crisis sin precedentes.

Winter is coming

Tras las primeras dos embestidas de los retiros previsionales, el tercer proyecto de retiro acarrearía la creencia de que estas políticas serían permanentes y que las Administradoras de Fondos de Pensiones estaban bajo amenaza. El mercado anticiparía una venta brutal de bonos llevando a las tasas a niveles muy elevados.

A esa ensalada había que sumarle algo crucial, el riesgo país, que también empezaría a gatillar mayores *spreads* y, por si fuera poco, se asomaba una incipiente inflación que alcanzaba un registro anual de 4,5% a julio del 2021. Le recuerdo que en esa época la presión inflacionaria era justificada por el shock de oferta provocado por los problemas de abastecimiento globales y por una demanda insustentable, regalo de los retiros previsionales.

El espiral inflacionario no paró, y terminamos el 2021 con un desbordante registro de 7,2%. Toda la curva de tasas fue desplazada al alza (**gráfico 1**), lo que tiene como espejo un pésimo desempeño en los instrumentos de Renta Fija. Sin ir más lejos, el **Multifondo E** presentó una caída de 14%, algo completamente inaudito para una inversión mayoritariamente en Bonos.

La foto de la renta fija y derivados al cierre del 2021 era la siguiente.

- TPM: 4%
- TIR Depósitos a 1 año: 6%
- TIR Cámara Swap 5 años: 5,8%
- TIR Bonos de Tesorería en pesos a 10 años: 5,5%

La Deuda Privada continuaba con sus rendimientos entre 7 y 10% en términos generales, todavía bastante atractiva.

Armagedón

Iniciando el 2022, cuando ya veíamos la posibilidad de que el shock de oferta por las cadenas de suministro empezase a ceder, apareció la invasión rusa, lo que le dio otro empujón adicional al flagelo inflacionario. Ahora tenemos nombre para nuestro entorno; Estancflación: estancamiento más inflación, algo que no ocurría hace décadas.

La inflación era incombustible. Los registros mensuales a 12 meses subían sin titubear hacia los 2 dígitos, incluso llegando a un peak de 14% en agosto de 2022. Para combatir este flagelo, había que usar todo el arsenal monetario. La TPM subió desde el 4% del cierre del 2022 hasta 11,25% en octubre del 2022, para quedarse ahí por 9 meses. La guerra era en serio.

Saquemos ahora la foto al cierre del 2022

- TPM: 11,25%
- TIR Depósitos a 1 año: 9,7%
- Rendimiento Cámara Swap 5 años: 5,9%
- Rendimiento Bonos de Tesorería en pesos a 10 años: 5,3%

Tres cosas asoman acá

Primero, que las tasas cortas a nivel local entregaban un rendimiento muy suculento. La tasa de un depósito, por ejemplo, a 1 año, otorgaba una rentabilidad promedio de 9,7%. Lo segundo, era que la curva estaba (y sigue) bastante invertida, lo que generalmente es augurio de recesión.

Lo tercero es que la Deuda Privada ya no estaba con la capacidad de captación que tenía. Ese rango de 7 a 10% parecía escueto frente a un depósito bancario que rentaba un 10% en un año. El asunto es que, al tratarse de Deuda Privada, no hay un *mark to market* de los préstamos al interior de los fondos. Por lo tanto, el ajuste se da principalmente por bolsa en caso de los Fondos de Inversión, con la eventual volatilidad propia

que el mercado entrega y con los problemas propios de liquidez y profundidad.

Sin embargo, el AUM de los fondos orientados a estas estrategias siguió aumentando (**Gráfico 2**). Probablemente la dificultad de liquidación o rescate propia de estos vehículos tuvo algo que ver, pero también hay aspectos adicionales, como la restricción crediticia hacia las Pymes por parte del sector bancario, y el entendimiento del inversionista de que en estos activos hay un relato sensato que estaba opacado por un componente cíclico que debía revertirse.

La luz al final del túnel

Saquemos la foto ahora:

- TPM: 10,25%
- TIR Depósitos a 1 año: 7,4%
- TIR Cámara Swap 5 años: 5,9%
- TIR Bonos de Tesorería en pesos a 10 años: 5,3%

Y la Deuda Privada, de forma predecible... entre 7 – 10%.

Acá hay algo interesante. La TIR de los Depósitos a 1 año, la que durante parte de este año ha superado a la TIR de la Deuda Privada, hoy día se acerca a su límite inferior. Y si vemos los futuros que el mercado señala a los que se podría entrar a los depósitos más adelante (a través de la curva Cámara Swap), a un trimestre invertir en un depósito de un plazo de 1 año está a una TIR de 6,5%, e invertir a un semestre también en un depósito a 1 año está más cerca de 5,9%, por lo que la tendencia es clara, las tasas locales caen y los rendimientos de Deuda Privada se mantienen.

Por lo tanto, incorporar Deuda Privada local retoma su relato. Independiente de las TIR relativas con la deuda pública, es aconsejable incorporar Deuda Privada en alguna magnitud para mejorar la eficiencia del portafolio, pues su *sharpe* es elevado y su correlación con los activos tradicionales es baja, y además, ahora empieza el proceso de que la TIR de la Deuda Privada volverá a superar al de la renta fija.

Gráfico 1: Movimientos de Benchmarks de Tasas Locales Fuente: Bloomberg

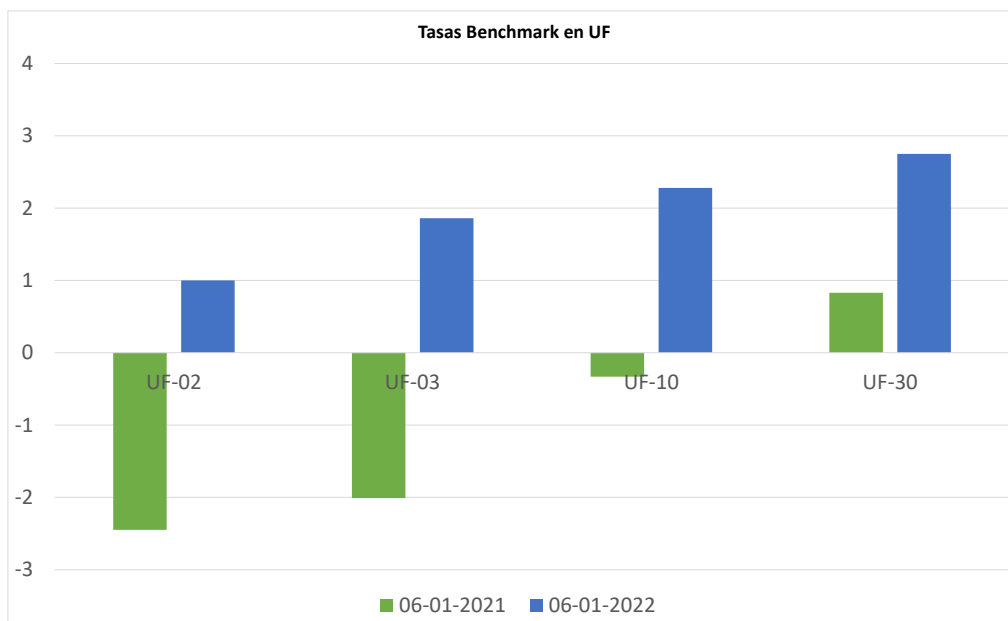
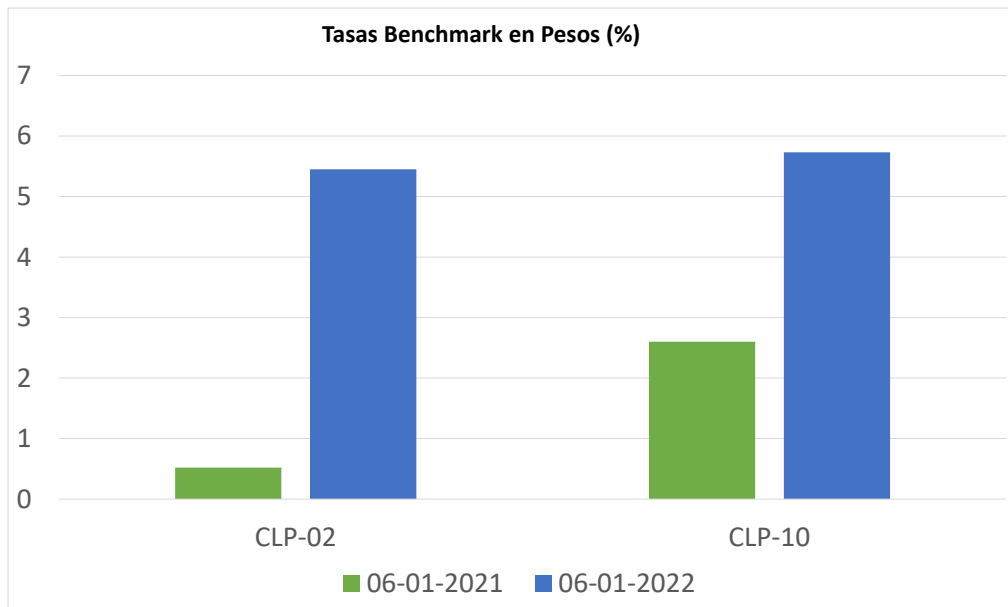


Gráfico 2: AUM en Fondos de Inversión dedicados a Deuda Privada

