

PERSPECTIVAS PARA LA RENTA FIJA INTERNACIONAL: ¿QUÉ NOTICIAS NOS TRAERÁN LOS MERCADOS EN EL 2021?

Si bien el mejor desempeño económico podría presionar a las tasas de mercado, su impacto sería acotado. Asimismo, las perspectivas comienzan a ser favorables para los activos de deuda de mercados emergentes.

Por Cristobal Doberti, CFA.

El desempeño de los activos de renta fija internacional durante el presente año terminó por distar de manera importante de lo que podíamos suponer en sus inicios. La irrupción de la pandemia, el posterior impacto en la actividad global y el accionar de los bancos centrales a nivel internacional terminó por condicionar las rentabilidades de esta clase de activo.

De hecho, mientras que las tasas de gobierno de los países desarrollados registraron nuevos mínimos históricos a mediados de año y una parte importante de los tipos de interés de bonos de gobiernos europeos se sitúan en niveles negativos, los spreads de bonos corporativos globales reaccionaron en línea con el desempeño de los activos de riesgos, es decir, presentando un fuerte deterioro en el primer cuatrimestre del año, para luego evidenciar una rápida recuperación.

Las perspectivas para el año 2021 dan a entender que, en la medida que se dé paso a un proceso de vacunación masiva de la población mundial, la economía global seguirá su curso de recuperación en los próximos trimestres. Sin embargo, las actuales holguras de capacidad derivarán en presiones de inflación contenidas, escenario que seguirá llevando a los bancos centrales a mantener una estrategia de tasas bajas y amplia liquidez en los mercados.

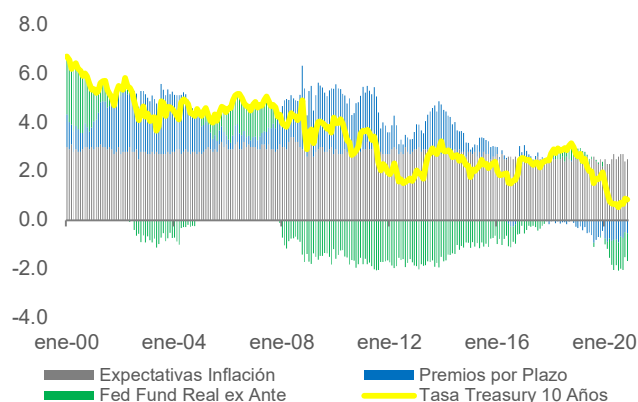
¿Cuál es el escenario que enfrentará la renta fija global durante el próximo año? ¿Persistirá el ambiente de tasas bajas para los bonos de gobierno o registraremos un cambio en su tendencia? ¿Qué podemos esperar para la renta fija corporativa? Éstas son algunas de las preguntas que hoy se plantean los inversionistas

globales y que intentamos dar respuesta a continuación.

Determinantes de las tasas de interés: Análisis de una descomposición simple

A modo de resumen, el nivel de una tasa nominal puede ser explicada por dos componentes principales. Por un lado, ésta dependerá de la trayectoria futura de la tasa de política monetaria esperada para un horizonte similar, la cual a su vez se compone de una expectativa de inflación y una tasa real para un plazo equivalente. Por otro parte, su nivel estará condicionado también por una serie de premios por riesgo que exija un inversionista, los que generalmente se asocian tanto al requerimiento de una compensación por invertir a plazos superiores (premios por plazo) como a la dependencia del ciclo económico de coyuntura, premios por inflación o desbalances entre oferta y demanda por este tipo de instrumentos.

Descomposición Tasa Bonos Treasury 10 años (Cifras en %, Ver Nota Metodológica 1)



A partir de dicha definición, las razones por las que actualmente observamos niveles de tasas mínimos se hacen más evidentes. La acelerada reacción de los bancos centrales frente al escenario actual ha llevado a que sus tasas de política monetaria medidas en términos reales se sitúen en niveles negativos, mientras que sus agresivos planes de compras de activos han terminado por comprimir de manera severa a los premios por plazo. De hecho, acorde a lo publicado por la Reserva Federal de Nueva York, incluso en el caso de los bonos emitidos por el Tesoro de EE.UU. estos se encontrarían en niveles negativos.

El escenario descrito destaca los desafíos para la renta fija hacia el año 2021. En la medida que i) la recuperación de la economía global persista, ii) los inversionistas continúen con su proceso de rotación de portafolios hacia activos de mayor riesgo, y iii) el esfuerzo fiscal que suponen los programas de apoyo de los gobiernos deriven en una mayor oferta de bonos o un mayor impulso a la actividad, las tasas de mayores plazos podrán registrar una presión alcista. Sin embargo, una parte de los determinantes destacados previamente hace suponer que, en caso de registrarse dicho aumento, este proceso podría ser más bien acotado.

En primer lugar, el tamaño actual de las holguras de capacidad llevará a los bancos centrales a mantener sus tasas en niveles mínimos por un período prolongado. Es más, no sólo la propia Reserva Federal destaca en sus proyecciones que su tasa rectora no presentará variaciones sino hasta por lo menos el año 2025, sino que incluso instituciones como el Banco Central Inglés siguen analizando la posibilidad de llevar a su tasa rectora a niveles negativos.

Además, es probable que la alta liquidez nos siga acompañando por un período extenso. De hecho, luego de algunos meses de aparente calma en materia de anuncios de medidas de política no convencional, los bancos centrales han vuelto a la carga en esta materia, lo que queda reflejado en la mayor compra de activos decretada recientemente por el Banco Central Europeo o la posible extensión de plazos en los instrumentos de ser susceptible de compra por parte de la Reserva Federal en sus próximas reuniones. Este escenario, en su conjunto, seguirá condicionando el nivel que puedan

exhibir los premios por plazo. Es más, una de las razones por las cuales el consenso de mercado prevé que las tasas de los bonos de gobiernos europeos de mayor solvencia fiscal se mantendrán en niveles negativos tiene relación justamente con los desbalances de oferta y demanda que han generado las compras del Banco Central Europeo.

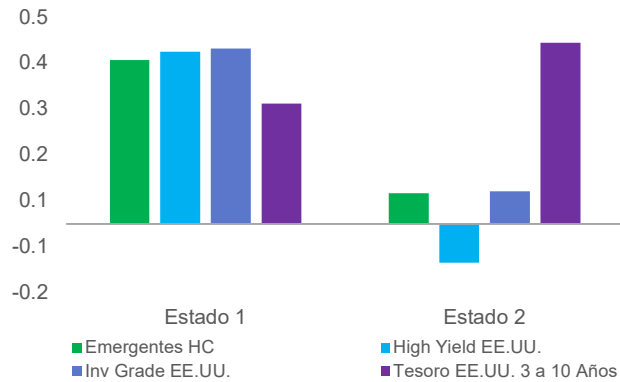
Bonos Corporativos: Un escenario favorable para la Deuda Emergente

Aunque las perspectivas de la renta fija global parecieran ser más débiles que las esperadas para los activos de riesgo, también es cierto que existe una disparidad entre los posibles desempeños que ofrezcan las distintas categorías que componen a esta clase de activos.

Una de las estrategias sugeridas para hacer frente a un posible aumento de las tasas de gobierno tiene relación con exponer a los portafolios de renta fija a categorías corporativas. Esto, no sólo porque éstas ofrecen una mayor tasa inicial que permite compensar posibles pérdidas de capital derivadas de aumentos de tasas de gobierno, sino porque un escenario de mejora económica tiende a moderar los spreads de bonos corporativos, en la medida que una actividad más dinámica fortalece la operación de dichas empresas, reduciendo las posibilidades de incumplir sus obligaciones de deuda.

En escenarios económicos como el que podríamos observar durante el año 2021, es decir, de recuperación económica, baja inflación y alta liquidez, la rentabilidad ajustada por riesgo de los bonos corporativos no sólo tiende a ser superior a aquella ofrecida por los papeles de gobierno, sino que se compara favorablemente con otro escenario más ácidos, como sería aquel en que las variables macro tienden a ser las contrarias (alta inflación que requiera un accionar de una política monetaria restrictiva con impactos desfavorables sobre el desempeño de la economía y, por ende, de las compañías).

Sharpe Ratio Categorías Renta Fija Según Escenario Económico (Valor Anualizado, Ver Nota Metodológica 2)



Estado 1: Crecimiento Económico, Baja Inflación y Elevado Crecimiento Agregados Monetarios Fed

Estado 2: Contracción Económica, Alta Inflación y Caídas Crecimiento Agregados Monetarios Fed

Por último, vale la pena destacar las particularidades de la actual coyuntura. La incorporación de bonos que incluso hayan perdido recientemente su grado de inversión en los programas de compras de activos por parte de la Reserva Federal, ha llevado a sus tasas de interés a niveles mínimos, registrándose tasas de interés negativas en algunos emisores de mejor nota crediticia.

Además, la recuperación más temprana de la economía china junto a una reactivación de oferta más rezagada en la producción de algunas materias primas ha generado desbalances en dichos mercados, impulsando fuertemente el valor en algunos Commodities en lo más reciente.

Ambos factores comienzan a delinear perspectivas más favorables para la renta fija de mercados emergente, posicionándola como una categoría destacada dentro de esta clase de activos de cara al año venidero.

Nota Metodológica 1

- **Fuente:** Antti Ilmanen, Expected Return: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards (2011)

Tasa Nominal 10 Años = Expectativas Inflación + Expectativa Tasa Real Política Monetaria + Premios por Riesgo (1)

- **Expectativas de Inflación:** Fuente: Encuesta Consumidores Universidad de Michigan respecto de expectativas de inflación a 5 años.

- **Premios Por Riesgo:** Para la variable se utilizan premios por plazo a 10 años. Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

- **Tasa Nominal 10 años:** Fuente Bloomberg Indicador Benchmark 10 años.

- **Expectativa Tasa Real Política Monetaria:** Variable residual de la ecuación (1) presentada en esta nota metodológica.

Nota Metodológica 2:

Para generar las variables de estado de actividad económica, inflación y liquidez, se construye indicador Z-Score móvil con un horizonte de 10 años a partir de cada uno de los siguientes índices:

- **Actividad Económica:** Indicador Chicago Fed National Activity Indicator.

- **Inflación:** Expectativas de inflación 12 Meses en Encuesta Consumidores Universidad de Michigan.

- **Liquidez:** Crecimiento Anual Base Monetaria Reserva Federal.

Para la generación de Estados analizados:

- **Estado 1:** El estado se identifica en momentos en que los indicadores ZScore de Actividad y Liquidez se encuentran en niveles positivos, mientras que el equivalente a Inflación se sitúa en terreno negativo.

- **Estado 2:** El estado se identifica en momentos en que los indicadores ZScore de Actividad y Liquidez se encuentran en niveles negativos, mientras que el equivalente a Inflación se sitúa en terreno positivo.

Para la construcción de indicadores Sharpe Ratio se utilizan retornos semestrales contabilizados a partir de una metodología de fuera de muestra. Es decir, para cada mes, una vez identificado el estado correspondiente, se contabiliza el desempeño de cada indicador de renta fija para los seis meses siguientes.

- **Indicador Emergentes Hard Currency:** J.P. Morgan EMBI Global

- **Indicador High Yield EE.UU.:** Markit iBoxx USD Liquid High Yield

- **Indicador Inv Grade EE.UU.:** Markit iBoxx USD Liquid Investment Grade

- **Indicador Tesoro EE.UU. 1 a 3 años:** Bloomberg Barclays US. Treasury 3-10 Year