

Tags: [Renta Fija](#) | [Emergentes](#) |

Los bonos grado inversión serán los próximos activos sin riesgo del 2020

29/01/2020 | [ALFREDO MORDEZKI](#) |

Cedida

TRIBUNA de [Alfredo Mordezki](#), responsable de Renta Fija Latinoamérica de [Santander AM](#)

Tras los espectaculares resultados del 2018 (más del 13,8% en el índice de corporativos latinoamericanos en dólares, más del 14,1% en el índice de soberanos en dólares y más del 12,7% en los soberanos en moneda local), es natural para los inversores preguntarse si estos niveles se pueden repetir para 2020.

Para eso, tenemos que entender los componentes de este retorno. En el mundo corporativo, un 7,25% se explica por la **compresión de diferenciales de crédito** y un 6,1% por el efecto del **recorrido en los bonos del tesoro americano**, ya que los bonos se cotizan en dólares. Todos los países mostraron una contribución positiva, con una posición destacada de República Dominicana (22,8%), Brasil (17,2%) y México (17,1%).

En el mundo de los bonos soberanos denominados en divisas locales, hay un 7,1% que se explica por el movimiento en **las curvas locales**, ya que fue un año de aplanamiento de curvas y bajadas de tipos centrales. Un 6,5% adicional se debe al **efecto carry**, esto es, porque los rendimientos eran relativamente altos al comienzo del 2019 y eso permitió un efecto de cupón elevado. ¿Y las divisas? El comportamiento fue negativo, restando 1,15% de retorno. Eso posiciona las divisas latinoamericanas en niveles muy atractivos para el comienzo de 2020.

Dejando a un lado Argentina, que tiene sus razones para estar débil, con una reestructuración en puertas y una inflación superior al 50%, el resto de las divisas fueron excesivamente castigadas: en particular el peso chileno (-7,8%) y el real brasileño tras recuperar la senda del crecimiento y sancionar la reforma de las pensiones (-3,4%).

Creemos que para 2020 es posible esperar un retorno considerable del crédito, pero más cercano al 6-6,50% al partir de niveles más bajos de carry y de diferenciales. Sin embargo, la **exposición a moneda local** podría abrir la puerta a

retornos más significativos, más cerca de los de 2019.

¿Qué puede pasar en 2020 en materia de política monetaria en EEUU que pueda afectar a nuestros mercados? La Reserva Federal ha cambiado significativamente de sesgo durante 2019, comparado con 2018, cambio que, como vimos, impactó muy positivamente en los retornos de activo. Hoy en día no existe el mismo margen, pero tampoco hay expectativa de que el proceso de subidas de tipos que se interrumpió a finales de 2018 se vaya a retomar. **La idea de tipos estructuralmente bajos es responsable de disparar esa búsqueda de retornos que estamos viendo en todos los activos de renta fija.** La Reserva Federal preferiría en este entorno mantenerse sin cambios, aunque tiene capacidad de actuación si la situación lo requiriese. La fuerte demanda por rentas seguras y la expectativa de tasas gubernamentales muy bajas hace que los bonos de grado inversión (BBB- o mejores) sean los candidatos a cumplir el rol de activos sin riesgo por parte de los inversores.

En este escenario, **los diferenciales de crédito todavía pueden estrecharse, dado que las economías apuntan a una cierta recuperación y los riesgos de impagos en compañías (fuera de Argentina) son bajísimos.** Brasil está recuperando la senda del crecimiento y las compañías comienzan tímidamente a invertir. Con niveles de uso de capacidad industrial en torno al 80%, la mejora del PIB no necesita inversiones significativas ni apalancamiento. En contraste, Perú y México muestran niveles de inversión muy cautos, al decepcionar el ritmo de crecimiento consistentemente en los últimos trimestres. Los bajos niveles de apalancamiento al venir de tres años de crecimientos bajos contrastan con el crédito en EE.UU., que ha mostrado una subida en los niveles de endeudamiento muchas veces para recomprar acciones propias.

Riesgos

Adiós riesgo electoral, cuidado riesgo social. En 2020 no habrá elecciones significativas en la región. Por el contrario, las mayores economías latinoamericanas tendrán que demostrar su capacidad de crecimiento y sensibilidad social para dar respuesta a las demandas sociales que se pusieron de manifiesto el pasado año. Las protestas, especialmente significativas en Chile y Colombia, se irán desactivando en la medida que la clase política sea sensible a las aspiraciones de esta clase media golpeada por años con crecimiento muy bajo. La reforma constitucional en Chile es un buen ejemplo de este mecanismo.

El comercio internacional vuelve a apuntalar el crecimiento de la región. Tras las caídas en las importaciones chinas como consecuencia de la guerra comercial, empezamos a ver una recuperación en el marco de una distensión en los enfrentamientos geopolíticos. Esta recuperación tiene un efecto positivo sobre los precios de las materias primas, afectando favorablemente los términos del intercambio de los países latinoamericanos y soportando el valor de sus monedas. **Por esta razón, sumada a las atractivas valoraciones después de un año adverso y el posicionamiento muy bajo, somos favorables a la exposición a las divisas locales para 2020 para inversores que pueden asumir volatilidades superiores a las del crédito en dólares, sobre todo si tenemos una elección en EE.UU. muy polarizada, que genere muchos movimientos en las divisas.**

PROFESIONALES



ALFREDO MORDEZKI

EMPRESAS



Santander AM