

RENTA FIJA

Cuatro pilares para hacer frente a un mundo de incertidumbres

November 07, 2019

Según Michael Hasenstab, director de inversión de Templeton Global Macro, los inversores internacionales se enfrentan a unas condiciones excepcionales en lo que respecta a la economía, la política y los mercados financieros, las cuales amenazan con llevar al mundo a una etapa peligrosa. Nos explica por qué él y su equipo ven esas condiciones como una oportunidad y describe los «cuatro pilares» que subyacen a su estrategia para abordarlas.

Los inversores internacionales se enfrentan a unas condiciones excepcionales en lo que respecta a la economía, la política y los mercados financieros, las cuales amenazan con llevar al mundo a una etapa peligrosa. En concreto, vigilamos de cerca varias esferas clave de preocupación, a saber: 1) el aumento de los riesgos geopolíticos y las tensiones comerciales; 2) el crecimiento del populismo y la polarización política; 3) el gasto deficitario descontrolado en el mundo desarrollado; 4) las presiones inflacionarias subestimadas en EE. UU.; y 5) los bajos tipos oficiales que inclinan a los inversores hacia activos de mayor riesgo y, por consiguiente, dan lugar a sobrevaloraciones en muchas partes del mercado. No obstante, vemos esto como una oportunidad de invertir en posibles coberturas contra esos riesgos y de centrarnos en la creación de una cartera flexible que carezca realmente de correlaciones con el riesgo general de los mercados.

Hoy en día, existen enfrentamientos intensos y polémicos acerca de los paradigmas económicos y políticos que predominarán en la próxima generación: del capitalismo al socialismo y de la democracia al autoritarismo. Las estructuras de poder variables entre los principales protagonistas del mundo aumentan las posibilidades de que se produzca un acontecimiento geopolítico en distintas esferas, desde la comercial hasta la militar, que podría resultar perturbador para los mercados financieros. El último aumento de las tensiones en Oriente Medio y los roces entre EE. UU. y China son dos ejemplos significativos. A lo largo de la historia, los cambios en el poder hegemónico a menudo resultaron ser muy inestables para los mercados financieros y, por tanto, merecen atención.

Además, cada vez hay más gobiernos populistas, lo que, sumado a una tendencia mundial hacia una polarización extrema, ha avivado la volatilidad en la política económica y, en líneas generales, ha posibilitado la aparición de programas económicos poco disciplinados. Este auge del populismo ha provocado un aumento de las cargas de deuda y de los correspondientes riesgos fiscales en el mundo desarrollado. Ahora, los programas económicos se justifican cada vez más con teorías económicas que, en su mayoría, no se han probado. Mientras que las teorías económicas keynesianas o neoclásicas se remontan a la mitad del siglo pasado y fechas anteriores, la teoría monetaria moderna, que justifica la impresión de dinero para financiar la expansión fiscal, se ha erigido con una increíble popularidad política a pesar de su falta de fundamentos teóricos o empíricos rigurosos.

En Estados Unidos, las divisiones entre la población son mayores que en cualquier otro momento de la historia reciente y han dado lugar a una polarización intensificada entre los partidos políticos. Por otra parte, el gasto deficitario estadounidense ha aumentado de un modo considerable, lo que impulsa el déficit fiscal a un promedio anual de 1,2 billones de USD para los próximos diez años (el 4,7 % del producto interior bruto [PIB])¹ y exige cuantiosos niveles de financiación mediante déficit a través de valores del Tesoro estadounidense. Estas cifras relativas al déficit ni siquiera incluyen los costes de las últimas propuestas de gasto, como el nuevo pacto verde, la condonación de los préstamos estudiantiles o la reforma radical de la atención sanitaria.

De la misma forma, en Europa, los partidos nacionalistas han deshilachado el tejido de la zona euro, poniendo a prueba la cohesión política necesaria tanto para mantener la disciplina fiscal en la actualidad como para conservar la coalición durante las futuras crisis. Todavía no se han resuelto las preocupaciones estructurales esenciales, en especial la sostenibilidad de la deuda y los desequilibrios bancarios en Italia.

Al mismo tiempo, los inversores parecen convencidos de que la inflación nunca supondrá un riesgo en EE. UU., aunque los factores cíclicos y estructurales están experimentando importantes cambios que amenazan con desencadenar un aumento de la inflación. En especial, existe el riesgo de que el cambio del movimiento libre de capitales y mercancías debido a las políticas centradas en el interior provoque una subida de precios. El mercado laboral ajustado, a causa de un período prolongado de expansión económica y de las grandes restricciones a la inmigración tanto legal como ilegal, está promoviendo la escasez de mano de obra en muchos ámbitos, lo que se traduce en un aumento de los salarios. Es probable que esta escasez de mano de obra sumada al incremento del poder de negociación de los trabajadores (el año pasado asistimos a más huelgas que en ningún otro año desde la década de 1980²) siga reforzando estas tendencias.

En lo que respecta a los bancos centrales, la Reserva Federal estadounidense (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) debatían, hace tan solo un año, acerca de las formas de normalizar la política monetaria. Sin embargo, actualmente, tanto la Fed como el BCE han adoptado de nuevo una postura de mayor relajación monetaria. El mantenimiento de este enfoque laxo antes de la materialización de una crisis sigue orientando a los inversores hacia inversiones menos líquidas y de mayor riesgo. Ahora, el mundo está rebosante de más de 14 billones de USD³ en bonos de rendimiento negativo, es decir, valores diseñados para ofrecer una rentabilidad menor que cero. En EE. UU., los rendimientos reales en valores del Tesoro estadounidense a largo plazo son negativos, lo que refleja una distorsión considerable en las valoraciones de una economía que está creciendo conforme a su pleno potencial y con pleno empleo.

Se han normalizado políticas que antes se consideraban muy poco convencionales, ya que las economías confían cada vez más en que los bancos centrales cubran las lagunas de la política fiscal y económica. La combinación de una política fiscal y una política monetaria ya relajada limita las herramientas disponibles para los responsables políticos en la próxima ralentización económica mundial.

La posible salida a la próxima crisis también podría verse limitada por el deterioro de la cohesión social. Incluso en esta época, que se caracteriza por un mínimo récord de desempleo y un mayor crecimiento salarial, la frustración popular con respecto a la intensificación de las desigualdades económicas ha ampliado de manera significativa las diferencias políticas. Si las condiciones económicas generales empeoran, es evidente que este sentimiento se agravará y dará lugar a una polarización política todavía mayor. Si esto, a su vez, da lugar a una parálisis política o a un cambio conjunto hacia decisiones económicas extremas, la capacidad de afrontar de manera efectiva y prudente una desaceleración significativa de la economía o los mercados se verá gravemente mermada.

Los cuatro pilares de nuestro posicionamiento

En vista de estos factores, estamos posicionando nuestras estrategias en torno a cuatro pilares básicos: 1) mantener una liquidez elevada por medio de un saldo de caja alto, con un enfoque centrado en activos de gran liquidez y en las ponderaciones adecuadas de las posiciones ajustadas al riesgo; 2) mantener exposiciones largas a activos percibidos como seguros, como el yen japonés, la corona noruega y la corona sueca; 3) mantener una exposición de duración negativa respecto al tramo a largo plazo de la curva de rendimiento del Tesoro estadounidense; y 4) gestionar sobre la base del riesgo las exposiciones de determinados mercados emergentes que parecen mejor posicionados para lidiar con las alteraciones comerciales y las posibles perturbaciones relativas a los tipos. En general, tratamos de crear carteras que puedan proporcionar diversificación frente a los riesgos extremadamente correlacionados de las clases de activos.⁴

1. Liquidez elevada en nuestras estrategias

La combinación de la política extremadamente relajada de los bancos centrales y el sistema bancario más regulado ha intensificado el riesgo crediticio en el sistema bancario en la sombra. Por consiguiente, se ha producido un aumento considerable de los mercados de crédito en EE. UU. a lo largo del último decenio en áreas de menor transparencia: emisiones privadas con una divulgación limitada de la situación financiera y un deterioro de las restricciones de la deuda. Hoy en día, más de la mitad del mercado de los bonos empresariales estadounidenses de alto rendimiento procede de inversiones privadas, un ascenso con respecto a la cifra aproximada del 17 % que prevalecía antes de la era de la expansión cuantitativa⁵.

Además, el mercado de los préstamos apalancados ha superado el volumen del mercado de los bonos de alto rendimiento, al tiempo que el 80 % de sus valores están sujetos a pocas de las restricciones tradicionales o a ninguna en absoluto, y no se realizan divulgaciones públicas de la situación financiera.⁶ Estas condiciones podrían propiciar el estallido de la siguiente crisis de liquidez. Los años de dinero fácil han erosionado la disciplina de los mercados al favorecer al prestatario, lo que perjudica la capacidad de los prestamistas de exigir las divulgaciones pertinentes de la situación financiera y unas restricciones más estrictas. Por cada prestamista disciplinado que rechaza un acuerdo sin este tipo de divulgación, hay muchos otros dispuestos a dar el paso y asumir a ciegas riesgos que desconocen. Este sistema puede funcionar mientras los mercados crediticios sigan siendo alcistas, pero, en cuanto las condiciones de crédito empiecen a cambiar, la liquidez tendrá un coste desorbitado.

Los últimos picos en las tasas de recompra de EE. UU. como resultado de un desequilibrio de la oferta y la demanda en los mercados de financiación a corto plazo han disparado las alarmas con respecto a los riesgos de liquidez del sistema financiero. Estas perturbaciones también apuntan hacia una disminución de la capacidad de los mercados de absorber las grandes emisiones del Tesoro actuales. Las presiones en el mercado de recompra fueron una de las primeras señales de alerta del sistema financiero en crisis anteriores, lo que indica que pueden estar surgiendo puntos de tensión en la liquidez.

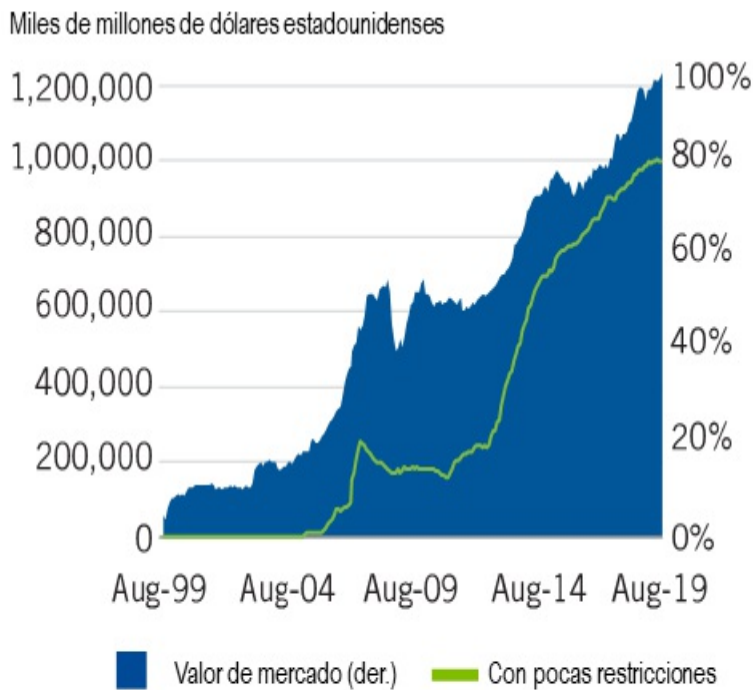
Por tanto, seguimos adoptando una postura cauta con relación a los riesgos crediticios y de liquidez en los mercados mundiales de renta fija, y estamos posicionando nuestras estrategias en consonancia. Nuestro objetivo consiste en optimizar la liquidez en nuestras carteras manteniendo unos niveles elevados de efectivo, centrándonos en activos más líquidos y evitando los sectores sobrevalorados, en especial en el crédito. Por el contrario, hacemos hincapié en seleccionar adecuadamente el tamaño de nuestras asignaciones de riesgo en determinados mercados de divisas locales que presentan niveles más sólidos de liquidez nacional. También nos estamos concentrando en mayores niveles de efectivo para disponer de gran cantidad de *dry powder* (liquidez) para encontrar oportunidades de desarrollo con rapidez cuando se produzca una corrección del mercado.

Por otra parte, tratamos de ofrecer diversificación frente a los riesgos relacionados con índices, dada la abundancia de estrategias pasivas que poseen las mismas posiciones. Es probable que los fondos pasivos que cotizan en bolsa y los fondos de índice que se convierten en vendedores forzosos de los mismos valores en el mismo momento se encuentren ante una escasez de liquidez cuando más la necesiten.

El crédito con menos restricciones predomina en el mercado de los préstamos apalancados

Valor total de los préstamos apalancados y porcentaje de estos que presentan menos restricciones

De agosto de 1999 a agosto de 2019



Fuente: Credit Suisse.

2. Exposiciones largas a activos percibidos como seguros

Se ha producido un incremento de diferentes factores de riesgo en el plano mundial, lo que plantea la necesidad de garantizar la cobertura de determinadas exposiciones al riesgo de cambio y de compensar nuestra cobertura de los tipos estadounidenses. Las posibilidades de que tenga lugar un acontecimiento geopolítico no han sido tan altas en decenios, dadas las tensiones actuales entre las principales potencias mundiales. Además, el populismo y las polarizaciones políticas están afectando a las decisiones políticas, lo que conlleva mayores riesgos de que se produzca un error normativo considerable. El ingente gasto deficitario del mundo desarrollado también ha agotado muchos de los recursos para responder a una futura crisis financiera o económica. La fuerte dependencia de las herramientas de política monetaria a la hora de solucionar cualquier pequeño revés que sufre la economía ha mermado a su vez la eficacia de dichas herramientas ante una crisis real. En resumen, existe el riesgo de que el mundo desarrollado se haya sometido a una presión excesiva tanto en el ámbito fiscal como en el monetario, de modo que los activos de riesgo sean extremadamente vulnerables a los sucesos que afectan a los mercados financieros.

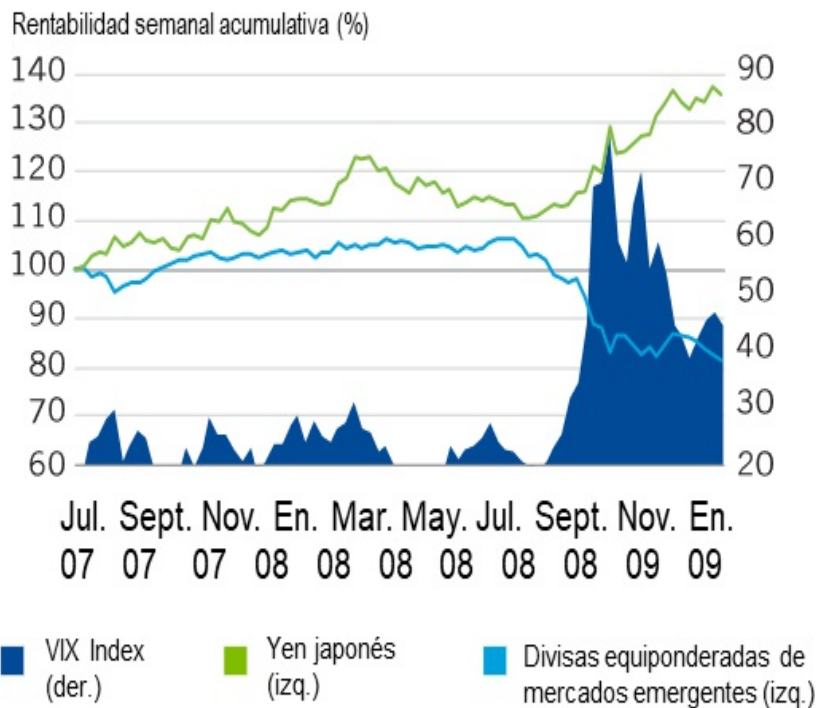
Por consiguiente, hemos aumentado nuestras asignaciones a activos que, tradicionalmente, han demostrado ser seguros, tanto por sus valoraciones subyacentes concretas como por su capacidad de ofrecer cobertura contra los riesgos generales de los mercados financieros. En particular, hemos incrementado nuestra exposición larga al yen japonés, ya que dispone de margen de apreciación con respecto al dólar estadounidense gracias a la atenuación de las divergencias políticas entre la Fed y el Banco de Japón, así como también sobre la base de la sólida balanza externa de Japón, que respalda la condición de moneda segura del yen en caso de que se intensifique la aversión mundial al riesgo en los próximos trimestres. Además, hemos añadido exposiciones largas a la corona noruega y la corona sueca, dado que Noruega y Suecia se benefician de marcos fiscales sólidos y de superávits por cuenta corriente que les permiten erigirse como monedas seguras en Europa, un papel que ya desempeñaron durante la crisis de la deuda europea.

El yen japonés repuntó durante la crisis financiera mundial de 2008, al tiempo que los activos de muchos mercados emergentes empeoraron



El yen japonés frente a las divisas de los mercados emergentes, los valores del Tesoro estadounidense y el VIX Volatility Index

De julio de 2007 a enero de 2009



Fuente: Bloomberg. Las divisas equiponderadas de mercados emergentes son las siguientes: peso mexicano, peso colombiano, real brasileño, peso chileno, forinto húngaro, zloty polaco, rublo ruso, lira turca, rand sudafricano, ringgit malasio, baht tailandés, won surcoreano, rupia indonesia y rupia india. El Chicago Board Options Exchange Volatility Index, conocido como el VIX, es un indicador de la volatilidad del mercado de renta variable estadounidense. Los índices no están gestionados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen comisiones, gastos ni costes de suscripción. **La rentabilidad pasada no es un indicador ni garantía de la rentabilidad futura.**

3. Exposición de duración negativa respecto al tramo a largo plazo de la curva de rendimiento del Tesoro

En nuestra opinión, los mercados continúan sobrevalorando los valores del Tesoro estadounidense a más largo plazo. Los rendimientos reales negativos en el mercado del Tesoro de EE. UU. parecen muy vulnerables a una posible conmoción ligada a los tipos debido al aumento del gasto deficitario y de la deuda. Los riesgos de inflación no están correctamente descontados en los mercados, a la luz de los mercados laborales excepcionalmente ajustados debido a las restricciones a la inmigración y a las interrupciones de la cadena de suministro. Por otra parte, existen riesgos con respecto a la capacidad de la Fed de cumplir las agresivas expectativas del mercado en materia de relajación monetaria, que ya están reflejadas en la curva de rendimientos del Tesoro. La subida de la inflación podría poner a los mercados en la difícil situación de lidiar con una relajación monetaria menor de lo que se preveía.

Por tanto, nos estamos posicionando para una inclinación de la curva manteniendo las inversiones en valores del Tesoro estadounidense de menor duración, junto con una exposición de duración negativa a los valores del Tesoro de EE. UU. a más largo plazo.⁷ La Fed puede controlar de un modo muy eficaz los tipos a corto plazo, pero no siempre puede controlar las presiones económicas y técnicas ejercidas en el tramo a más largo plazo de la curva. A nuestro juicio, los inversores necesitan una diversificación frente a los riesgos de los tipos asumidos en las distintas clases de activos. Estamos estructurando nuestras estrategias de modo que no estén correlacionadas con los riesgos de los tipos de interés que los inversores han incorporado en sus carteras.

Rendimientos del Tesoro de EE. UU. anormalmente reducidos, muy por debajo del PIB nominal



Rendimiento del Tesoro de EE. UU. a 10 años y crecimiento del producto interior bruto (PIB) nominal

De junio de 1981 a junio de 2019



Fuente: Bloomberg. Únicamente con fines ilustrativos. La rentabilidad pasada no es un indicador ni garantía de la rentabilidad futura.

4. Gestión basada en el riesgo de las exposiciones a determinados mercados emergentes

Por último, seguimos viendo valor en determinados mercados emergentes, aunque nos hemos centrado en determinar el volumen y la cobertura de nuestras posiciones según los distintos riesgos. Por lo general, hemos reducido el riesgo total en las ramas de los mercados emergentes de nuestras estrategias, al tiempo que seguimos tratando de aislar los componentes de alfa⁸ concretos por medio de diferentes coberturas. Por ejemplo, hemos conservado las exposiciones a bonos en divisa local de la India, pero hemos adoptado una cobertura total de la rupia india y hemos reducido moderadamente los años de duración en la posición. Para otros países, como Brasil, hemos mantenido en gran medida la exposición, al tiempo que hemos incrementado nuestra posición neta negativa en el dólar australiano como cobertura de sustitución para determinados riesgos incluidos en las posiciones en bonos brasileños en divisa local.

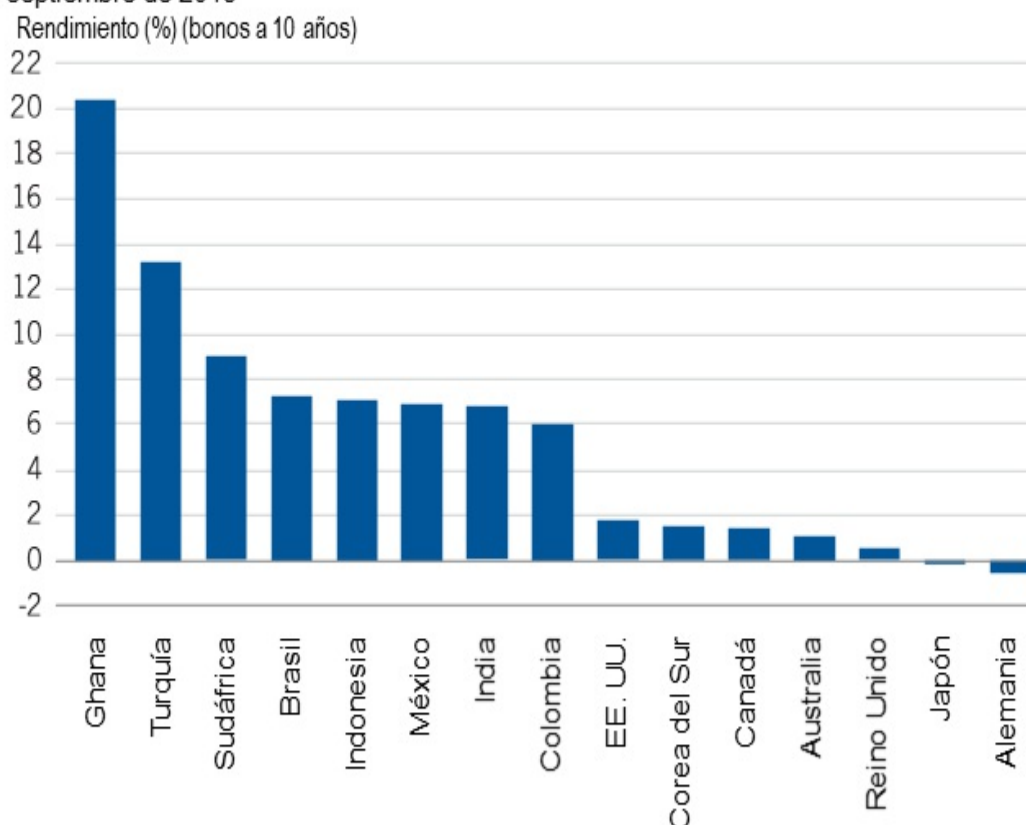
La exposición neta negativa al dólar australiano tiene por objeto cubrir el riesgo de beta de los mercados emergentes generales en nuestras estrategias, ya que la divisa muestra una fuerte correlación positiva con las divisas de los mercados emergentes debido a los factores de riesgo comunes, como los vínculos con los mercados de materias primas y la economía de China. Pese a que hemos adoptado una actitud más prudente con respecto a las perspectivas generales de los mercados emergentes en conjunto, seguimos viendo margen para más puntos fuertes a efectos de valoraciones en determinados países en ciertas fuentes de alfa. Estas oportunidades varían enormemente entre los países y las exposiciones al riesgo. Esperamos que varios mercados locales de mayor rendimiento ofrezcan un desempeño superior al de los mercados de renta fija básica en los próximos trimestres.

Mayores rendimientos disponibles en determinados mercados emergentes



Rendimientos de bonos soberanos en divisas locales a 10 años

A 30 de septiembre de 2019



Fuente: Bloomberg. Únicamente con fines ilustrativos, sin que refleje la rentabilidad ni la composición de la cartera de ningún fondo Franklin Templeton. **La rentabilidad pasada no es un indicador ni garantía de la rentabilidad futura.**

Conclusión

Los inversores se enfrentan en estos momentos a una cantidad cada vez mayor de desafíos sin precedentes que exigen soluciones igualmente únicas. Desde nuestro punto de vista, ya no es tan probable que las estrategias de inversión que pueden haber funcionado bien en el decenio pasado sean efectivas en el próximo. Consideramos que los inversores deben prepararse para los retos actuales creando carteras que puedan ofrecer una auténtica diversificación contra los riesgos extremadamente correlacionados que existe en numerosas clases de activos.

Información legal importante

Este material refleja el análisis y las opiniones de los autores a día 14 de octubre de 2019, y pueden diferir de las opiniones de otros gestores de carteras, equipos de inversión o plataformas de Franklin Templeton Investments. Su finalidad es satisfacer el interés general, por lo que no deberá interpretarse como un asesoramiento de inversión individual ni como una recomendación o invitación para comprar, vender o mantener valor alguno o adoptar cualquier estrategia de inversión. Tampoco constituye asesoramiento jurídico ni tributario.

Las perspectivas expresadas y los comentarios, así como las opiniones y análisis, son válidos en el momento de su fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. La información facilitada en este artículo no pretende ser un análisis completo de cada hecho relevante en relación con cualquier país, región, mercado, sector o estrategia. Las opiniones expresadas son las del gestor de inversiones y los comentarios, las opiniones y los análisis son válidos en el momento de su fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. La información facilitada en este artículo no pretende ser un análisis completo de cada hecho relevante en relación con cualquier país, región o mercado.

Todas las inversiones conllevan riesgos, incluida la posible pérdida de capital.

Es posible que, en la preparación de este material, se haya utilizado información de fuentes de terceros y que Franklin Templeton Investments («FTI») no haya verificado, validado o auditado dicha información de forma independiente. FTI no asume responsabilidad alguna, sea del tipo que sea, por pérdidas resultantes del uso de esta información y, en su caso, el usuario confiará en los comentarios, las opiniones y los análisis contenidos en el material por su propia cuenta y riesgo.

Los productos, los servicios y la información podrían no estar disponibles en todas las jurisdicciones y son ofrecidos fuera de Estados Unidos por las filiales de FTI o sus distribuidores conforme lo permitan las leyes y los reglamentos locales. Consulte a su propio asesor profesional o su contacto institucional de Franklin Templeton para obtener información adicional sobre la disponibilidad de dichos productos y servicios en su jurisdicción.

¿Cuáles son los riesgos?

Todas las inversiones conllevan riesgos, incluida la posible pérdida de capital. La inversión en el extranjero entraña riesgos especiales, entre ellos el riesgo de fluctuaciones cambiarias, de inestabilidad económica y de acontecimientos políticos adversos. Las inversiones en mercados emergentes, de los cuales los mercados fronterizos constituyen un subgrupo, implican riesgos más altos relacionados con los mismos factores, aparte de los asociados a su tamaño relativamente más pequeño, su menor liquidez y la falta de estructuras jurídicas, políticas, empresariales y sociales consolidadas para respaldar los mercados de valores. Debido a que estas estructuras suelen estar aún menos desarrolladas en mercados fronterizos, así como a otros factores, entre ellos el mayor potencial de sufrir una volatilidad de precios extrema, la falta de liquidez, las barreras al comercio y los controles de cambio, los riesgos asociados a mercados emergentes se ven acentuados en los mercados fronterizos. Los precios de los bonos generalmente varían en sentido opuesto a los tipos de interés. Por lo tanto, la cartera puede verse depreciada durante el proceso en que los bonos mantenidos en ella ajustan sus precios al aumento de los tipos de interés.

Las variaciones de la solvencia financiera del emisor de un bono o de su calificación crediticia pueden afectar a su valor. El alto rendimiento refleja los mayores riesgos crediticios asociados a determinados valores de calificación inferior de la cartera. Los préstamos de interés variable y los títulos empresariales de alto rendimiento tienen una calificación inferior al grado de inversión y entrañan un mayor riesgo de impago, lo que podría ocasionar una pérdida de capital; este riesgo puede verse acentuado en períodos de ralentización económica.

[1.](#) Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso de EE. UU.; «Update to the Budget and Economic Outlook, 2019 to 2029»; agosto de 2019.

[2.](#) Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales, Departamento de Trabajo de EE. UU., *The Economics Daily*, «20 major work stoppages in 2018 involving 485,000 workers», 12 de febrero de 2019.

[3.](#) Fuente: Valores de mercado del Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt (USD), a 30 de septiembre de 2019.

[4.](#) La diversificación no garantiza los beneficios ni protege contra el riesgo de pérdida.

[5.](#) Fuente: Bloomberg Barclays. A 31 de agosto de 2008, el volumen del mercado de alto rendimiento empresarial de EE. UU. fue de 677 000 millones de USD aproximadamente, y el mercado relativo a la norma 144a de alto rendimiento empresarial estadounidense fue de unos 114 000 millones de USD. A 31 de agosto de 2019, el volumen del mercado de alto rendimiento empresarial de EE. UU. fue de 1 227 000 millones de USD aproximadamente, y el mercado relativo a la norma 144a de alto rendimiento empresarial estadounidense fue de unos 659 000 millones de USD. La Regla 144a es una modificación de la normativa sobre valores de colocación privada de la Comisión de Valores y Bolsas de EE. UU. (SEC), que permite su negociación entre los compradores institucionales cualificados.

[6.](#) Fuente: Credit Suisse, a 31 de agosto de 2019.

[7.](#) La duración es una variable que mide la sensibilidad de un bono o un fondo a las variaciones de los tipos de interés. Se suele expresar en años.

[8.](#) Alfa es un indicador ajustado al riesgo que mide el valor que añade o sustrae un gestor de carteras a la rentabilidad de un fondo.