

6 de julio de 2018

Ideas en Renta Fija Global

En el *Resumen Económico* de la semana pasada dejamos algunas ideas para el posicionamiento de cartera local. Como siempre hablamos de diversificación, y en las últimas semanas naturalmente las consultas han crecido, compartimos algunas ideas de renta fija a nivel global de moderada volatilidad.

Como me dijo un colega esta semana, “estamos en la etapa final del experimento monetario más grande del último siglo a nivel global”. La Reserva Federal comenzó gradualmente a normalizar la política monetaria desde el 2016, subiendo las tasas de interés de corto plazo e interrumpiendo la expansión de su balance. El viejo continente, que arrancó mucho más tarde, todavía mantiene las tasas de corto plazo en cero y continúa expandiendo su balance, pero anticipó su intención de comenzar lentamente a normalizar su política monetaria a fines de año.

En Estados Unidos se da una particularidad. Por un lado, la tasa de corto plazo que maneja la Reserva Federal viene subiendo desde el 2016 y se sitúa en el rango de 1.75%-2%. De no mediar sorpresas, finalizará el año en el rango de 2%-2.5%. Esto provocó un incremento en las tasas cortas del resto de los activos financieros, brindándole algo de atractivo a los bonos de baja duration en relación a unos años atrás. Por otro lado, las tasas de mercado a 10 años se mueven muy lentamente. La tasa larga no convalida por el momento la suba de la tasa corta que maneja la FED. Hoy colocar a 10 años en bonos del Tesoro brinda una TIR del 2.8%, mientras que colocar a un año otorga el 2.2%. Recordar que ante una potencial suba de tasas los bonos largos experimentan un mayor riesgo de duration. Si la tasa a 10 años sube 1pp, estos bonos mostrarían una caída del orden del 8%. Libres de riesgo de default, pero no libres de riesgo de precio.

Esta particularidad otorga un mayor atractivo a los posicionamientos de corto o mediano plazo. Yendo al extremo, en lugar de tener los dólares parados podría colocarlos a un año al 2% en probablemente el activo financiero más líquido y seguro del mundo.

Si bien el universo de activos elegibles es muy grande, a continuación les dejamos algunas emisiones interesantes de buena calificación, con vencimientos que en escenarios normales (tasas crecientes pero sin sobresaltos) acotan buena parte del riesgo de precio.

ISIN	Bonos Desarrollados	Calif.	Vto	Cupón	TIR
US191216A730	COCA COLA	A+	2023	2,50%	3,1%
US61746BEC63	MORGAN STANLEY	BBB+	2023	3,13%	3,7%
US594918AT18	MICROSOFT	AAA	2023	2,38%	3,1%
US14913Q2E80	CATERPILLAR	A	2022	2,55%	3,1%
US24422EUA53	JOHN DEERE CAPITAL A		2023	2,70%	3,2%
US06051GEU94	BANK OF AMERICA	A-	2023	3,30%	3,5%
US89236TEL52	TOYOTA	AA-	2023	2,70%	3,2%
US94974BFJ44	WELLS FARGO	BBB+	2023	3,45%	3,8%

Fuente: Bloomberg

Si quiero subir la tasa y mantener duration por medio de bonos americanos puedo comprar bonos de empresas de alto rendimiento, los famosos *high yields*. En lo personal, para apuntalar la tasa prefiero bonos de buenos emisores de países emergentes antes que de malos emisores americanos. Sobre todo luego de la reciente corrección del mundo emergente. A continuación, algunos nombres de emisores latinoamericanos de buena calificación que brinda algunos puntos más de rendimiento en relación al cuadro anterior.

ISIN	Bonos Emergentes	Calif.	Vto	Cupón	TIR
US46556MAB81	ITAÚ	B+	2021	5,75%	4,8%
US05968LAH50	BANCOLOMBIA	BBB-	2022	5,13%	4,4%
US29082AAA5	EMBRAER	BBB	2022	5,15%	4,1%
USP3143NAW40	CODELCO	A+	2025	4,50%	4,0%
US71654QBH48	PEMEX	BBB+	2024	4,19%	5,0%
USP16260AA28	BBVA PERÚ	BBB+	2022	5,00%	4,0%

Fuente: Bloomberg

Otra opción es colocarse en bonos vía fondos. Tiene dos atractivos. El primero es la diversificación, el fondo me permite acceder a un universo mucho más grande de emisores, reduciendo el riesgo de contraparte propio de cada empresa o país. El segundo es el componente impositivo. Si el fondo capitaliza y acumula los intereses (no distribuye), tributo por la variación de precio un 15%. Cuando tengo en cartera bonos individuales extranjeros, la renta tributa una alícuota del 35%. No es una cuestión menor.

Hasta hace muy poco, los fondos de renta fija de baja duration no eran muy atractivos, entre las bajas tasas y los honorarios del fondo, los rendimientos netos resultaban muy pobres. Luego del incremento de las tasas, volvieron a ganar interés. A continuación, un ejemplo de un fondo bien estructurado (hay un abanico infinito, para todos los gustos).

suba de tasas por parte de la FED). Para buscar rendimientos más atractivos en el mundo de la renta fija, debo asumir un mayor riesgo de precio. En este caso, podríamos optar por bonos perpetuos, acciones preferidas o también por alguna nota estructurada, alternativas que dejamos para un próximo resumen.

Portfolio as of 31/05/2018

ASSET ALLOCATION		CHARACTERISTICS		
	Equity	0.0	Effective Duration	2.5
	Fixed Income	97.4	Average Maturity (Y)	3.0
	Cash Offset (Deriv.)	0.0	Modified Duration (Y)	2.5
	Cash & Cash Equivalent	2.6	Average Coupon	5.1
	Other	0.0	Yield to Maturity	5.0
TOP 10 HOLDINGS		CREDIT QUALITY		
		Fund %	Fund %	
TEVA PHARMACEUTI	2.2% 07/21/21	1.0	Aaa	-
TURK TELEKOMUNI	3.75% 06/19/19	1.0	Aa	3.5
SK BROADBAND C	2.875% 10/29/18	1.0	A	19.8
PETROLEOS MEXI	4.875% 01/24/22	1.0	Baa	35.0
MTN MAURITIUS	5.373% 02/13/22	1.0	Ba	28.5
BUKIT MAKMUR MA	7.75% 02/13/22	1.0	B	13.0
OOREDOO TAMWEE	3.039% 12/03/18	1.0	Not Rated	0.3
GREENKO DUTCH	4.875% 07/24/22	0.9	MATURITY RANGE (YRS)	
GOLDEN LEGACY P	8.25% 06/07/21	0.9	< 1Y	8.0
BANQUE OUEST AFR	5.5% 05/06/21	0.9	1Y - 3Y	39.5
			3Y - 5Y	50.3
			5Y - 7Y	2.2

Total Bond Holdings

171

Fuente: Último factsheet mayo 2018.

<https://www.im.natixis.com/intl/funds/a1h20000006mfsea2/lu0980583388>

Es un fondo de Natixis (estructuradora del estilo Templeton y BlackRock). Básicamente invierte muy diversificado en renta fija emergente, contiene cerca de 170 bonos. Los títulos en cartera son de corto plazo, con un promedio de vencimiento de 3 años y una duration promedio de 2.5 años. Con lo cual, el problema de suba de tasas por parte de la FED se minimiza bastante. Por otra parte, el 65% está invertido en títulos de calificación mayor a BBB, el 30% en gobiernos y el resto en bonos corporativos. Se encuentra geográficamente muy diversificado ya que invierte básicamente en todas las economías emergentes, China, India, Corea, Sudáfrica, Brasil, Indonesia, México, Emiratos Árabes, Turquía, etc. Los títulos que componen el fondo tienen cupones promedio del 5.1% y un rendimiento promedio bruto del 5%. En este contexto, un retorno esperado del 4% -neto de gastos del fondo- para un acotado riesgo de precio es una buena opción.

Las alternativas mencionadas son bonos con acotado riesgo de precio (en criollo, riesgo de

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar
valentina@cucchiara.sba.com.ar