

Hallar el tramo óptimo de la deuda local de los mercados emergentes

Autores



Ward Brown, CFA, Ph.D.
Gestor de carteras de renta fija



Robert M. Almeida, Jr.
Gestor de carteras y
estratega de inversión global

¿Cuáles son las diferencias estructurales entre la deuda denominada en dólares y la deuda local de los mercados emergentes?

La deuda local está emitida en moneda local. Cuando alguien presta dinero en moneda local al gobierno brasileño, se lo está prestando en reales brasileños, no en dólares. Hay diferentes factores de los que depende la deuda local. El principal de ellos estriba en la inflación. La deuda en moneda local se comporta como los bonos del Tesoro estadounidense. Cuando la Reserva Federal sube los tipos de interés, las rentabilidades sobre los bonos del Tesoro estadounidense aumentan y sus precios descienden. Esto mismo sucede con la deuda en moneda local en todos los mercados emergentes. En Brasil, conforme el banco central subía sus tipos de interés a lo largo de este último año, los precios de los bonos locales cayeron. Esa es la principal diferencia: la inflación y el ciclo económico local no afectan a la deuda en dólares estadounidenses porque está denominada en USD. La inflación local no le influye. Lo que sí afecta a la deuda en dólares es principalmente el riesgo de impago del estado soberano, algo que, sin lugar a dudas, también puede afectar a la deuda local. La deuda local es como la deuda en dólares más un componente de ciclo económico e inflación.

Ha mencionado la inflación y el ciclo económico. ¿Qué otros indicadores clave de rendimiento son importantes en su opinión?

Buscamos un marco macroeconómico sólido. Una senda sostenible del déficit fiscal. Una deuda estable o descendente. Cuando ese es el caso, la credibilidad de la inflación suele ser alta. La inflación está bien anclada, y el objetivo de inflación del país es creíble. Ese es el ideal. Aunque no muchos mercados emergentes se ajustan al ideal, buscamos países que evolucionen en esa dirección.

¿Ha mejorado ese marco fiscal para la clase de activos?

Sobremano. A finales de la década de los noventa y a principio de los 2000, se produjeron varias crisis en los mercados emergentes. El marco macroeconómico era muy diferente. Se basaba en tipos de cambio fijos que eran insostenibles. Los países abandonaron aquel régimen de tipos de cambio rígidos, introdujeron objetivos de inflación y dotaron a sus políticas fiscales de mayor credibilidad. En consecuencia, los objetivos de inflación también se volvieron más creíbles. En los 10 años anteriores a la pandemia, las tasas de inflación en los mercados emergentes disminuyeron constantemente, en parte por la mayor solidez de los marcos macroeconómicos. La mejora global del marco macroeconómico y de la inflación explica por qué la clase de activos se ha comportado tan bien durante un lapso de tiempo prolongado.

¿Podría describirnos los cuatro ciclos que atraviesa la deuda local de los mercados emergentes?

En todo ciclo económico, si la inflación es demasiado alta, el banco central eleva los tipos de interés. Ante la entrada de la economía en recesión, el banco central recorta los tipos de interés. El ciclo económico en los mercados emergentes guarda relación con la actividad económica estadounidense. Si la Fed sube sus tipos de interés y un mercado emergente no hace lo mismo con los suyos, su moneda probablemente se depreciará. Si su moneda se deprecia, en ocasiones la tasa de inflación de dicho país subirá, lo que forzará a su banco central a elevar los tipos.

Por lo general, al comienzo de la primera fase, los tipos de interés estadounidenses se sitúan en niveles bajos, la economía estadounidense muestra indicios de recuperación, y la Fed empieza a subir los tipos. En la segunda fase, la Fed prosigue con las subidas de tipos, aplicando una mayor restricción, y los mercados emergentes empiezan a notar el efecto. Sus monedas se deprecian y sus bancos centrales incrementan también los tipos de interés. La tercera fase es cuando la Fed lleva a cabo una pausa, y pueden darse dos escenarios —un aterrizaje suave o uno brusco— como antesala de la cuarta fase. La cuarta fase es cuando la Fed reduce los tipos de interés. En un escenario de aterrizaje suave, la inflación desciende, pero la economía no se ve abocada a una recesión. Al descender la inflación, la Fed empieza a recortar los tipos de interés. La segunda antesala posible de la cuarta fase radica en un aterrizaje brusco. La economía estadounidense entra en recesión, y entonces la Fed reduce los tipos de interés de forma más agresiva. En ambos casos, los bancos centrales de los ME también recortarán sus tipos.

Un momento atractivo para entrar en deuda local es cuando los bancos centrales empiezan a recortar los tipos. Una vez que la Fed ha hecho lo suficiente para estabilizar el apetito por el riesgo, empezamos a ver flujos de capitales hacia los mercados emergentes y a asistir a cierta debilidad del dólar. Las monedas de los mercados emergentes empiezan a apreciarse, lo que ayuda a la desinflación y permite a los bancos centrales continuar con las bajadas de tipos. El crecimiento se reactiva y comienzan a llegar flujos de capitales. En efecto, la cuarta fase crea un bucle de retroalimentación positivo.

Los activos de riesgo y la economía real (la forma de la curva de tipos de la deuda soberana) están lanzando señales contradictorias. ¿Cuál es su opinión sobre la economía global? ¿Qué implicaciones tiene para la Fed y para los bancos centrales?

La prioridad de los bancos centrales es dominar la inflación aunque ello sea a costa de provocar una recesión, y creo que existe una alta probabilidad de que veamos una recesión. Los bancos centrales se fijan en indicadores rezagados, como la inflación subyacente, a la hora de realizar ajustes en su política, lo que significa que hay pocas probabilidades de que bajen los tipos antes de que el desempleo empiece a aumentar. El aumento del desempleo representa, en realidad, el punto inicial de una recesión, e históricamente una vez que empieza a aumentar, suele hacerlo en gran medida. Creo que la configuración macroeconómica apunta a una elevada probabilidad de recesión.

Por el lado de la inversión, la cuestión es la siguiente: ¿qué activos ofrecen una remuneración adecuada al riesgo de recesión? A menudo debatimos con nuestros compañeros sobre las condiciones para un eventual aterrizaje suave. Aunque la hipótesis de un aterrizaje suave resulta menos probable, podría suceder. En tal escenario, los activos de riesgo evolucionarían bastante bien. Si echamos un vistazo a la deuda de los mercados emergentes, solo una parte de la clase de activos descuenta un aterrizaje brusco, pero al mismo tiempo, su valoración tampoco coincide plenamente con un aterrizaje suave. Así pues, veo margen para que esta clase de activos, y otras también, se revaloricen algo en un entorno de aterrizaje suave. Ahora bien, los activos de riesgo no ofrecen una remuneración suficiente para un eventual aterrizaje brusco. Creo que conviene ser cautelosos en un gran número de activos, en especial al asignar riesgos, porque no hay muchos activos que ofrezcan remuneración para la probabilidad de un aterrizaje brusco, que en mi opinión es bastante alta.

Si pensamos en la deuda de los mercados emergentes y el abanico de oportunidades, ¿por qué deberían plantearse esta clase de activos ahora los inversores?

Hemos hablado del ciclo típico: en la primera fase, la Fed sube los tipos, en la segunda fase, los bancos centrales de los ME suben los suyos. Pero, en este ciclo, la secuencia ha discurrido de forma algo diferente. Las fases primera y segunda se han invertido esta vez. Los bancos centrales emergentes han actuado mucho antes que la Fed. Esto es bastante destacable. Por lo general, cuando la Fed sube los tipos, las monedas emergentes experimentan una considerable debilidad. Eso no ha ocurrido durante el último año. Sí, el dólar mostró gran fortaleza, pero lo hizo frente al euro y otros países desarrollados. Los mercados emergentes aguantaron frente a dichos países y superaron al euro el año pasado. Ello fue debido a que los bancos centrales emergentes empezaron a subir los tipos antes de que lo hicieran la Fed y el Banco Central Europeo (BCE). Esto los coloca en una posición muy diferente. Si nos encaminamos hacia un aterrizaje brusco, el margen para recortes de tipos por parte de los bancos centrales emergentes es grande. En Brasil, el nivel del tipo oficial se encuentra hoy en el 13,5% con una inflación por debajo del 4%. El ciclo de ajuste monetario empezó antes y con mayor intensidad. Esto ofrece un enorme colchón.

Al comenzar la cuarta fase, la aversión al riesgo suele implicar que los inversores buscan refugio en el dólar. Esto puede ser problemático para los bancos centrales de los mercados emergentes. No obstante, hoy en día, los bancos centrales emergentes han subido sus tipos con tanta determinación que se han construido un enorme colchón en caso de una recesión y de un repunte de la aversión al riesgo, lo que debería ayudar a estabilizar estas monedas. En el pasado, cuando los bancos centrales emergentes fueron por detrás de la Fed, los activos de riesgo sufrieron una espiral de ventas y los bancos centrales se vieron forzados a subidas de tipos aún mayores. Ese es el desarrollo típico, aunque no creo que vaya a funcionar esta vez, porque los bancos centrales emergentes iniciaron el ciclo de subidas antes que la Fed. Se encuentran en una posición de fortaleza con margen de maniobra para bajar los tipos. Cuando la Fed pivote a una postura laxa en cuestión de tipos, recibirán la luz verde y ello aportará mucha holgura para que los bancos centrales emergentes bajen sus tipos. Y será el preludio de cierta debilidad para el dólar. Es entonces cuando las rentabilidades de la deuda local emergente pueden ser bastante sólidas.

Conclusión

Como hemos comprobado, la deuda en moneda local atraviesa ciclos económicos clásicos. En el transcurso de los últimos 20 años ha atravesado cuatro, y ahora mismo nos acercamos a una de las fases del ciclo en la que las rentabilidades pueden ser bastante favorables en la deuda local de los mercados emergentes. Los inversores harían bien en no dejar pasar de largo estas oportunidades.

Hemos explicado cómo hay países con diferentes necesidades de financiación, fuentes de ingresos y ciclos económicos ligados a la Fed. ¿Cuánto importan el análisis fundamental y la selección de valores?

Al hablar sobre algunas de estas cosas, he generalizado. No es extensible a todos y cada uno de los países del universo emergente. La selección se perfila como un componente clave al invertir en deuda emergente. Es extremadamente importante ser consciente de los países que presentan perfiles de riesgo soberano frágiles. Dichos países también podrían bajar sus tipos de interés. Ahora bien, si tienen un problema de deuda soberana, la bajada de tipos quedará en suspenso y podría incluso darse la vuelta. Lo hemos visto en muchas ocasiones. La cautela debe acompañarnos cuando se trata de países vulnerables. Al mismo tiempo, debemos realizar una selección de países juiciosa para encontrar los tramos de la clase de activos con el mayor potencial de revalorización.

No sobreponderamos indiscriminadamente la duración en la clase de activos. Hay tramos de gran oportunidad que creemos que dominarán el índice. Pero también hay áreas, por ejemplo gran parte de Asia, que carecen de oportunidades para ciclos de recortes de tipos de interés, y extremamos la cautela en ellas. ▲

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** - MFS Investment Management; **América Latina** - MFS International Ltd.; **Canadá** - MFS Investment Management Canada Limited. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar en Canadá ha revisado este comunicado.

Se ruega tener en cuenta que en Europa y Asia-Pacífico, este documento está destinado exclusivamente para su distribución a profesionales de la inversión y clientes institucionales.

Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza: Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S à r.l.

(MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local.

Singapur - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** - MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.