Para activos de riesgo, la fuente y velocidad del alzas en las tasas importa más que su nivel

- **Dentro de las sorpresas de 2021 ha estado el alza más rápida y brusca que han experimentado las tasas de interés de plazos largos en EE.UU.**
- **Igual o más importante que el nivel de estas, es relevante abordar dos elementos. Primero, aumentos en las expectativas de inflación son mejor para los activos de riesgo que mayores tasas reales.**
- **La premisa original de nuestro escenario se mantiene, las tasas siguen bajas en términos históricos, por lo que esperamos alzas graduales adicionales. Pero esperamos que estas vengan por mayores compensaciones inflacionarias, que tienen un impacto favorable sobre los activos de riesgo,**
- **Un riesgo a esta visión es el retorno del excepcionalismo de EE.UU., que podría llevar a mayores tasas reales, con un impacto negativo sobre bolsas y monedas emergentes, en parte a través de un dólar más fuerte.**

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Dentro de las sorpresas de 2021 ha estado el alza más rápida y brusca que han experimentado las tasas de interés de plazos largos en EE.UU. (*Portafolios Security marzo 2020*), lo que ha arrastrado al resto del mundo y ha implicado un empinamiento importante de las curvas soberanas (gráfico 1).

Buena parte de la discusión se ha dado en torno al nivel de las tasas de largo plazo, el que ha tenido una caída sostenida durante los últimos 40 años, interrumpida cada cierto tiempo por episodios de reversión (gráfico 2). Detrás de esto hay factores estructurales, como menor crecimiento potencial, mayor ahorro a nivel global, escasez de activos seguros y menor inflación; así como otros cíclicos, que en el último año tienen que ver con el desarrollo de la pandemia del COVID y su impacto sobre la economía global y los mercados.

Pero igual o más importante que el nivel de las tasas, es relevante abordar dos elementos. Primero, la composición de las alzas. Una tasa nominal puede separarse en la tasa real (como la UF en Chile) y la compensación inflacionaria, que refleja las expectativas del mercado para esta. La diferencia es importante, porque **mayores expectativas de inflación están asociadas con un buen desempeño de los activos de riesgo** (como en 2020). Por otro lado, **alzas en las tasas reales se producen por la expectativa de una política monetaria más restrictiva y tienen asociadas pérdidas en los activos**, ya sea la renta fija corporativa (gráfico 3) o las bolsas globales, particularmente en emergentes (gráfico 4).

El avance de la vacunación en EE.UU. y un impulso fiscal que se mantendría alto han llevado al mercado a adelantar la expectativa del retiro del estímulo monetario por parte de la Fed. Esto se ha reflejado en mayores tasas reales, principalmente a plazos más largos, consistente con la mantención de tasas de referencia bajas, junto con la moderación de las compras de activos, que actualmente acumulan USD80 mil millones en bonos soberanos y USD40 mil millones en instrumentos hipotecarios, cada mes.

Nuestro escenario al cierre de 2020 era de alzas graduales en las tasas de largo plazo (*Portafolios Security diciembre 2020*), pero **un segundo elemento relevante, la velocidad del aumento, fue sorpresivo.** Al respecto, **l**os mercados emergentes son, en promedio, más sensibles a alzas en tasas reales pero, además, **los efectos perjudiciales son mayores cuando los aumentos son bruscos y en poco tiempo** (gráfico 5). Ante esto, será importante cómo los bancos centrales elijan hacer frente (o no) a mayores tasas reales y condiciones financieras más restrictivas.

GRÁFICO 1: CURVA SOBERANA EE.UU. (%)

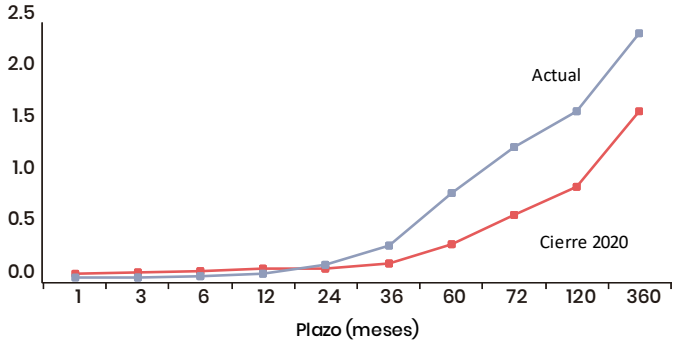
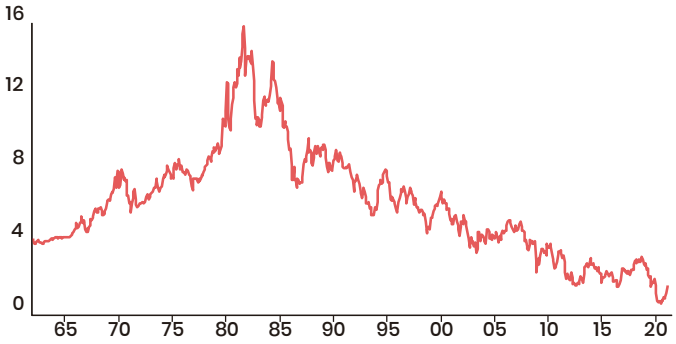


GRÁFICO 2: TASA 10 AÑOS EE.UU. (%)



Fuente: FRED y Estudios Security.

Hacia adelante, la premisa original de nuestro escenario se mantiene: las tasas siguen en niveles bajos en términos históricos, por lo que esperamos alzas graduales adicionales. No esperamos una reversión fuerte, ya que la tendencia a la baja de las tasas de largo plazo es global y data de siglos. Sin embargo, el impacto de la pandemia la exacerbó, y la recuperación de las economías y el balance asimétrico para la política monetaria (más probable que sea restrictiva de aquí a algunos años, que más expansiva) apuntan a tasas más altas.

¿Dónde nos deja esto?

Tasas más altas debieran venir a través de mayores compensaciones inflacionarias, que tienen un impacto favorable sobre los activos de riesgo, incluyendo bolsas y *spreads* corporativos. **Sin embargo, el retorno del excepcionalismo de EE.UU. en materia de recuperación también llevaría a la Fed a ir por delante de otras autoridades monetarias, lo que implicaría mayores tasas reales. Aunque no esperamos que el grueso de las alzas venga por esta vía, sigue siendo un riesgo que, de ocurrir, afectaría a bolsas y monedas emergentes, en parte a través de un dólar más fuerte** (gráfico 6).

GRÁFICO 3: RESP. RENTA FIJA A ALZAS TASA REAL (%)

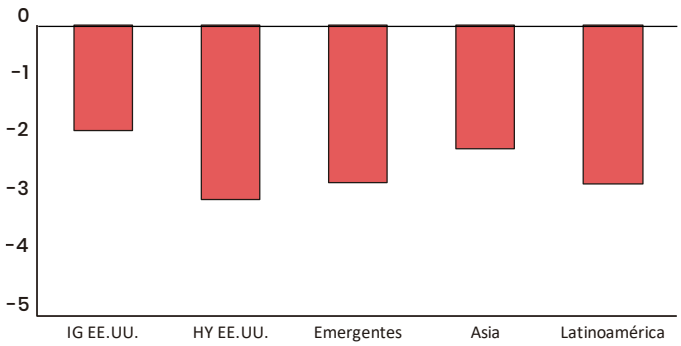
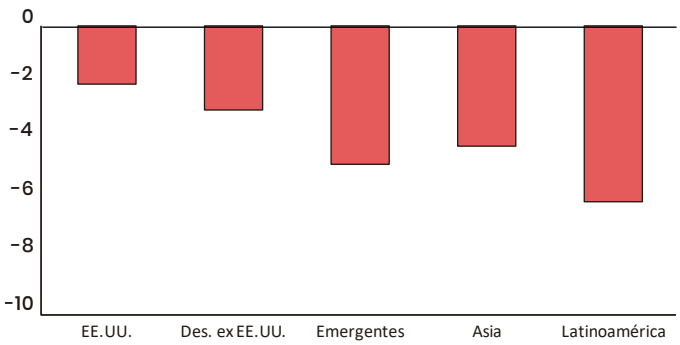


GRÁFICO 4: RESP. RENTA VARIABLE A ALZAS TASA REAL (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Nota: Respuesta a un shock de 25 puntos base en la tasa real de 10 años de EE.UU., en frecuencia mensual, controlando por condiciones financieras y crecimiento global.

GRÁFICO 5: TASAS REALES Y MSCI EMERGENTES

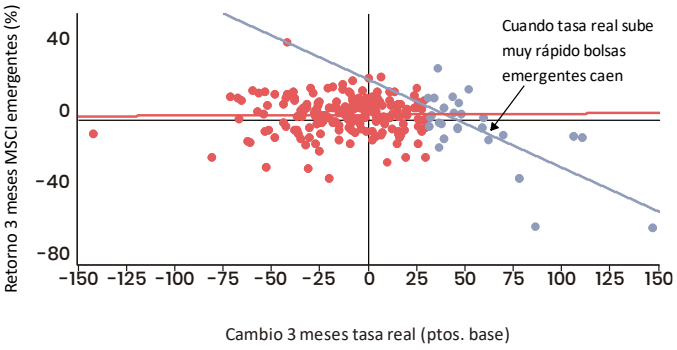
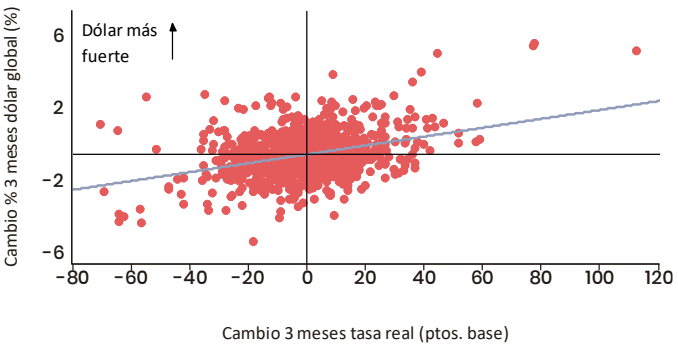


GRÁFICO 6: TASAS REALES Y DÓLAR GLOBAL



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.