

Alex Fusté
Chief Global Economist
Andbank

alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



Sospecho que algunas manos fuertes seguirán atacando el bono UST10

Bono del Tesoro USA alcanza el 3.20% ¿Debo empezar a comprar?

El mundo financiero vuelve a retener el aliento en muda expectación ante el abatimiento de los índices de bolsa globales. El razonamiento general es que el causante de tal nerviosismo es el aumento en las tasas de interés del bono del Tesoro USA. Parecen olvidar que detrás de dicho aumento está una última ronda de datos económicos muy sólidos. Quizá por esto último Wall Street se mantiene cerca de niveles record, a pesar de las caídas recientes. ¿Seguirán los datos robustos moviendo a Wall Street? Sea como fuere, como el argumento generalizado para explicar las ventas en las bolsas es la subida en el rendimiento del bono *benchmark* del Tesoro USA, debo enfrentarme a la pregunta de si éste rendimiento seguirá subiendo (y causando nerviosismo), o por el contrario, es un buen momento para comprar duración y deuda en dólares.

Sospecho que algunas manos fuertes (de naturaleza especulativa) seguirán atacando al bono UST10, haciendo que la TIR pueda seguir subiendo. ¿Por qué? Estos inversores se rigen hoy en base a tres argumentos: 1) La curva de tipos de interés en USA está demasiado plana como para impulsar a alguien a tomar duración. 2) Los datos macro en USA continúan siendo indiscutiblemente robustos y alimentan las alzas en los rendimientos del bono. 3) El comprador natural de deuda no es insensible a un entorno en el que la Fed vende parte de sus bonos en balance, motivando que el sector privado deba digerir mayor cantidad de instrumentos de deuda, lo que ejerce presión alcista en TIR.

Como escuchar promueve la pericia, y hablar promueve el arrepentimiento, simplemente no puedo ignorar los argumentos de quien hoy mueve el mercado. En resumen, los citados argumentos pueden justificar nuevas alzas en el rendimiento de los bonos, por lo que parece prudente esperar a comprar el bono USA, a pesar de haber alcanzado hoy el 3.20% en TIR (justo el nivel objetivo fundamental que en Andbank fijamos a principios de año).

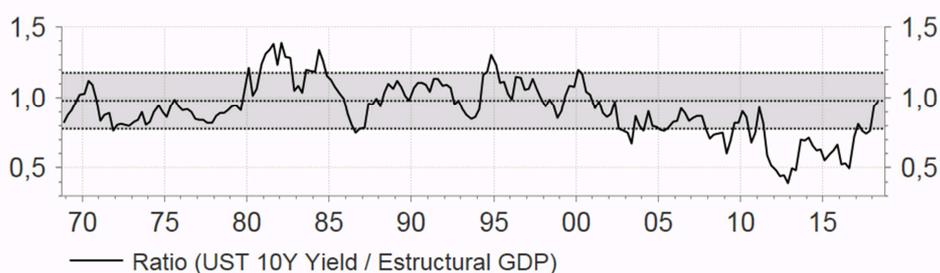
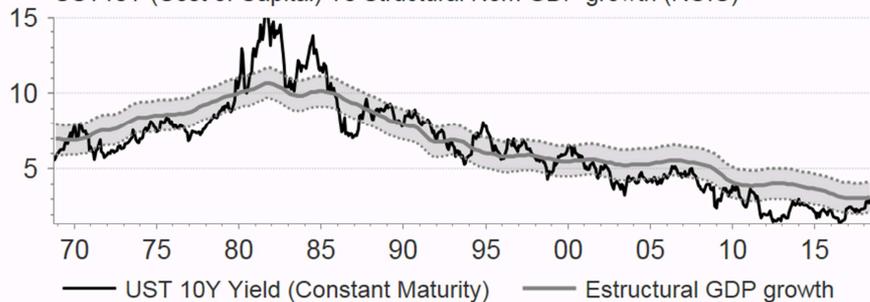
Pero lo que acabo de hacer es pensar colectivamente (el patrón general, hoy). Pensar individualmente es la excepción, y a mi me gustan las excepciones; así que vamos a ello.

Venía explicando en estos días de gira, para cubrir agenda con clientes y tratar de responder algunas de sus preguntas, que hubo un premio nobel de economía llamado Maurice Allais que demostró cómo el coste de la deuda a largo plazo converge con crecimiento estructural (medido por la variación promedio del PIB nominal). Si esto es cierto, dicha relación supondría una herramienta valiosísima de valoración del mercado de deuda. Una herramienta que me permitiría determinar, en este momento, si el bono del Tesoro USA es una buena compra, o no..

Evidentemente, la hipótesis de Allais es cierta (de no ser así, no hubiera ganado el Nobel), pero pueden ustedes comprobarlo mirando el gráfico adjunto en la pagina siguiente, y que hemos elaborado a efectos de contrastar tal principio.

Bond Valuation Tool (Rule of Maurice Allais) - \$

UST10Y (Cost of Capital) Vs Structural Nom GDP growth (ROIC)



Fuente: Thomson Reuters Datastream / ANDBANK

la TIR en el bono 10 años del UST se encuentra en el mismo nivel que crecimiento estructural...

Observen como las dos series convergen siempre (grafico superior), y el ratio entre ambas presenta un promedio de 1 (grafico inferior). ¿Hay algo que les llama la atención? Hoy, la TIR en el bono 10 años del UST se encuentra en el mismo nivel que crecimiento estructural; incluso ligeramente por encima (3.20% vs 3.15%), lo que me permite asegurar que dicho bono está hoy bien valorado, o incluso algo barato. El bono ha pasado, en los últimos trimestres, de una condición de sobrevaloración a un territorio de valor razonable. Sin duda, un robusto argumento para la compra de dicho activo, pues se justifica siempre comprar algo a valor razonable. Al fin y al cabo, si la TIR sigue subiendo dará lugar a unas condiciones monetarias regresivas, pues el coste del capital se situaría por encima del retorno del capital, alimentando la posibilidad de un rally futuro en este activo.

... lo que equivale a decir que el coste del capital es similar al retorno del capital

¿Debo esperar para comprar y especular que se darán alzas adicionales en la TIR de este bono? Sin duda, esto es algo que puede ocurrir. Ya les he hablado de los tres argumentos por los que hoy se rigen las manos fuertes del mercado, y que apuntan precisamente a esta posibilidad. Pero si decido esperar y especular para comprar más barato estaré ignorando el hecho ineluctable de que el precio de este activo es hoy razonable. La decisión de cada uno, como en la mayoría de los casos, dependerá de la ambición. Quizás una buena estrategia, sabiendo lo que les he explicado, sea ir comprando este bono de forma gradual. Empezando en los niveles actuales del 3.20%, e ir acumulando nuevas posiciones a medida que suban las TIRs.

Para mí es complicado fijar una estrategia que va en contra del *momentum del mercado*. Pensar contra la corriente es fácil pero escribirlo es una locura. Correré ese riesgo.