

25 de Septiembre de 2015

## Explicando lo Inexplicable

No se me ocurre algo más anunciado y esperado que la suba de la tasa de interés de referencia por parte de la Reserva Federal de EE.UU. (Fed). Todos sabemos que ya se viene. Sin embargo, pocas variables generan tanta expectativa en el mercado como el gatillo inicial por parte de la Fed. ¿No es una contradicción? ¿Por qué tanto alboroto por un posible incremento de un cuarto de punto de tasa? Ya conocida la decisión de la FED de esta semana, finalmente no incrementó la tasa pero remarcó que su intención es hacerlo durante el 2015, veamos un poco más en detalle las implicancias de un cambio en la política de la Fed.

### ¿De qué estamos hablando?

Mucho nos preocupa el inicio de un ciclo alcista de tasas, ¿pero que es específicamente la *fed fund rate*? No es otra cosa que la tasa a la cual las entidades financieras se prestan unas a otras en el mercado interbancario de un día para el otro (*overnight*). Para tener una referencia, la última semana esta tasa se ubicó en el 0.14%. La Reserva Federal no fija directamente esta tasa, sino que se pacta entre las entidades. Lo que establece la autoridad monetaria es una tasa de referencia *-fed fund target rate-* el famoso rango del 0%-0.25% actual. Luego, mediante operaciones de mercado abierto y cambios en la tasa a la cual remunera las reservas de los bancos en la Reserva Federal, interviene indirectamente para que la tasa *fed fund* efectiva se ubique dentro del rango *target*.

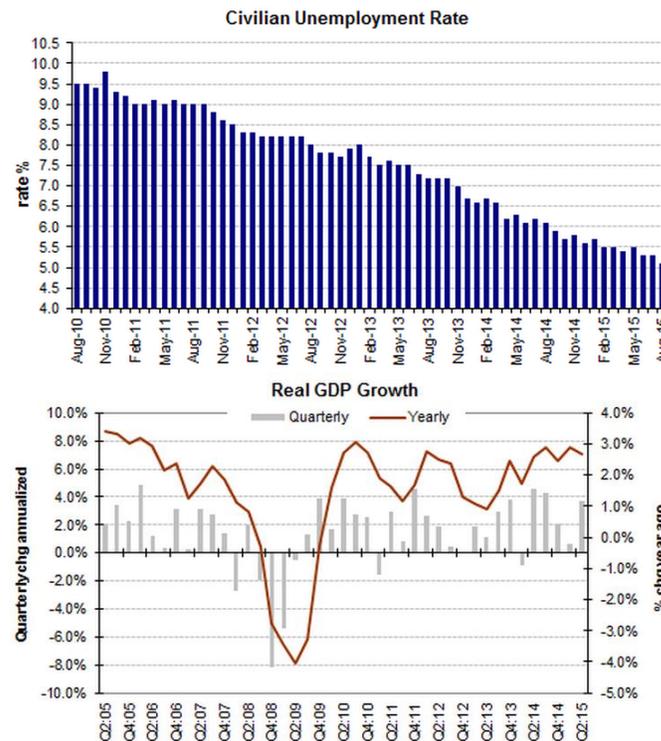


Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

En definitiva, la tasa *fed fund* es la referencia para el resto de los mercados ya que es el costo de fondeo en el mercado primario. Su nivel y volatilidad influyen en las tasas de los préstamos, los depósitos, en los instrumentos financieros de corto y mediano plazo como los bonos del Gobierno Americano (Treasuries) y por ende en los títulos soberanos y corporativos alrededor del globo.

### ¿Buena o mala noticia?

Como bien dejaron en claro primero Ben Bernanke y ahora Jalen Yellen, la Fed no tomará decisiones apresuradas y emprenderá una gradual suba de tasas siempre y cuando la economía marche a paso firme. Ahora bien, mirando los números de empleo y crecimiento los avances son innegables, la economía de Estados Unidos mostró una solidez envidiable para recuperarse de la crisis. ¿Qué esperar para subir las tasas, no deberíamos ponernos contentos cuando llegue?



Fuente: Bloomberg.

El retoque de tasas se hace esperar creo que por dos motivos. El primero es que en la balanza de la Fed las eventualidades de intervenir

apresuradamente ponderan más que los riesgos de actuar tarde. Las tasas no suben desde el año 2006. Luego de casi 10 años, esperar unos meses parece más coherente que apurarse. En segundo lugar, el mandato del Banco Central americano es amplio, desde maximizar el nivel de empleo, mantener la inflación estable hasta reducir la incertidumbre financiera. Todo parecería indicar que el objetivo de empleo ya se cumplió, pero la inflación (mejor dicho los riesgos de deflación) y la incertidumbre del mercado financiero están al pie del cañón. Con respecto a la inflación, esta se ubica hace tiempo por debajo del objetivo del 2% y como muestra la desafortunada historia americana a la salida de la crisis de 1930 y el estancamiento europeo en los últimos años, la deflación es un experimento que la Fed no está dispuesta a probar. Los riesgos financieros despiertan bastante nerviosismo. Si bien la política monetaria tuvo como objetivo evitar el colapso del mercado crediticio, sus efectos colaterales vía el exceso de liquidez sobre el precio de los activos no fueron menores. Veamos este punto.

## ***El precio de los activos***

Empecemos por la renta fija. La política monetaria expansiva de la Fed mantuvo bajas las tasas de interés y altos los niveles de liquidez. En este contexto, los bonos libres de riesgo (americanos, alemanes, suizos, etc) presentan rendimientos muy reducidos. La renta fija alrededor del globo se benefició de esto, una economía con un riesgo país de 250 p.b. se puede financiar al 5% a diez años en dólares. Misma lectura para los bonos corporativos. Como el piso es muy bajo (la tasa americana), las empresas gozaron de un periodo inusualmente extenso de reducido costo de fondeo. Como bien sabemos, la única forma que suban los rendimientos es que bajen los precios. De ahí la importancia de la selectividad a la hora de operar renta fija. Los títulos más afectados serán los de larga duration, dado que son más sensibles a los cambios en las tasas de interés. El segundo punto de importancia en la selección es obviamente el emisor. Empresas o Gobiernos con capacidad de reducir el spread frente a un

bono americano, nuestras empresas y país son el claro caso “potencial”, resistirán mucho mejor.

En las acciones el panorama no es tan claro. La abultada liquidez impulsó los mercados, un menor costo del dinero permite un mayor apalancamiento y la baja tasa de los bonos hace que las acciones se abaraten en términos relativos. Con lo cual, de subir las tasas, el mercado tendrá un fuerte contrapeso. Por otro lado, si las tasas suben debido a una economía más sólida, los precios no tendrían por qué caer. En el largo plazo, las ventas de las empresas y los márgenes determinarán las valuaciones. Un punto importante acá es la fortaleza del dólar. Una apreciación de la moneda norteamericana disminuye los resultados de las empresas de EEUU con operaciones en el exterior. Durante casi una década la debilidad del dólar propulsó los resultados netos de las compañías del S&P, este efecto se revirtió fuertemente en el último año.

## ***Fortaleza del dólar, commodities y emergentes***

Sobre los mercados emergentes hay dos canales de transmisión. El primero es el mencionado costo de fondeo, el cual dependerá del gradualismo en la suba de tasas. Aquí hay una diferencia importante en relación a los últimos ciclos alcistas de tasas. En su mayoría los mercados emergentes están mejor parados debido al menor nivel de deuda en moneda extranjera en relación al producto y por sobre todo por el buen colchón de reservas internacionales acumuladas. En segundo canal es la fortaleza del dólar, la consiguiente depreciación del resto de las monedas y descenso en el precio de los commodities. Este canal se adelantó y viene afectando los emergentes desde mayo de 2013, cuando Bernanke anunció el *tapering*, que nos es otra cosa que inició del proceso de normalización de la política monetaria mediante una menor compra de títulos por parte de la Fed. Lo cierto es que este canal produjo una marcada apreciación del dólar cercana al 20% contra las principales monedas y aún más importante contra los emergentes. Como bien sabemos, las

materias primas a nivel mundial se comercializan, cotizan y denominan mayoritariamente en dólares, con lo cual la correlación es negativa afectando a los países productores. Hasta el momento el mercado no hizo mucha diferencia entre emergentes. En la gran mayoría de los casos las bolsas cayeron medidas en dólares, sus commodities se desplomaron y sus monedas se depreciaron.

## ***Lo que viene....***

Lo que viene trae más incertidumbres que certezas. Dependerá de la gradualidad de la normalización de la política monetaria americana y la capacidad de absorber estos cambios por parte de la economía real y los mercados. En lo personal creo que la suba de tasas será extremadamente gradual y condicionada a la solidez de la economía norteamericana, y de reojo y sin mencionarlo también mirará la estabilidad y el crecimiento mundial. Por otro lado, parte del efecto se adelantó en buena medida con la apreciación del dólar y la debilidad de los commodities. Muy importante en este punto será la capacidad de la economía china para realizar una transición sin sobresaltos hacia una economía con menos ahorro y más consumo. Por último, una cuestión no menor es el balance extremadamente grande de la Fed que se multiplicó por 5 desde el 2008 por la compra de títulos. Dos puntos acá a remarcar, el balance prácticamente no crece desde hace más de año y por el momento no conozco motivos claros por los cuales la Reserva Federal deba achicar su activo.