

# EN UN MUNDO de bajas tasas de interés

Un entorno de bajas tasas de interés plantea retos tales como no ceder a las tentaciones de corto plazo para generar ingresos, transar en mercados menos líquidos y enfrentar el miedo a una eventual subida de tasas o cualquier otro factor que pueda activar la próxima crisis sistémica.

Carlos Jaramillo Z.

EN UN MUNDO de bajas tasas de interés todo se mueve más lentamente. Es necesario ahorrar más, aprovisionar más y revisar las predicciones. En un mundo de bajas tasas de interés es necesario reconsiderar la tolerancia al riesgo y recorrer avenidas nunca antes transitadas. En un mundo de bajas tasas de interés es necesario desaprender lo que se daba por conocido. Tal es el mundo que se perfila en esta década.

Es un hecho conocido que, para paliar la crisis financiera internacional que comenzó en 2008, los gobiernos de Estados Unidos, Inglaterra, Alemania y Japón han tenido que bajar las tasas de referencia, o tasas libres de riesgo, a niveles nunca vistos en los últimos sesenta años. Los objetivos de estos gobiernos han sido facilitar la recapitalización de las instituciones financieras en problemas, obligar a los inversionistas institucionales a abandonar «inversiones refugio» (como los títulos de deuda emitidos por el gobierno federal de Estados Unidos) y buscar nuevas aventuras que eventualmente reactiven las economías de sus países, y hacer menos costoso el proceso de reducción del excesivo endeudamiento, o apalancamiento, que viven sus empresas y ciudadanos.

Lo que en un principio parecía una reducción temporal de tasas ahora luce como un panorama de inversión más permanente. Muchos actores institucionales que dirigen las grandes carteras de inversión no tienen experiencia práctica lidiando con este fenómeno, salvo que hayan hecho su carrera transando instrumentos financieros en el mercado japonés. Japón es la única de las grandes economías que, desde finales de la década de los ochenta del siglo pasado, ha sufrido los embates de una gran burbuja en los precios de sus activos financieros e inmobiliarios, que condujo a un excesivo endeudamiento y posteriormente a una recesión de la cual no ha podido salir con tasas bajas ni con tímidas intervenciones del gobierno. Si bien la evolución de la crisis japonesa no es directamente extrapolable a la de la crisis financiera actual, indudablemente los japoneses tienen mucho que enseñar en lo referido a vivir con un mercado accionario deprimido y bajísimas tasas de interés.

Carlos Jaramillo Z., profesor de finanzas en el IESA.

Si de algo pueden presumir los japoneses es de la flexibilidad y la imaginación con las que han aprovechado las oportunidades de inversión internacionales, al sacar partido del bajo costo del financiamiento en yenes. Hoy son famosos por sus elaborados fondos mutuales que invierten en bonos emitidos en monedas locales de mercados emergentes, como es el caso de Brasil, el cual ofrece altas tasas nominales de interés y una eventual revaluación del real.

En el mundo de bajas tasas de interés los linderos de las finanzas convencionales se desplazan, y aparecen nuevos enfoques de inversión no siempre muy afortunados. Algunos ejemplos de estos nuevos enfoques permiten apreciar las tendencias y hasta paranoias que abundan en la prensa financiera especializada.

### **Aves de distintos plumajes**

Años atrás, cuando enseñaba un curso básico de finanzas y hablaba de mezcla de activos, el docente ponía el énfasis en las distintas proporciones de renta fija y variable que debía tener un inversionista, en función de su perfil de riesgo. A quien quería ingreso estable y, en la medida de lo posible, preservar su capital se le recomendaba una cartera de bonos grado inversión: las clásicas inversiones de viudas y huerfanitos.

Los mínimos históricos de los rendimientos de los bonos del Tesoro y los bonos soberanos de Alemania e Inglaterra presionan a los gerentes de inversión a buscar rendimiento en un mundo de tasas bajas. Así, se ven obligados a experimentar con títulos que hasta hace poco se consideraban propios de grupos más selectos de inversionistas, como son los fondos cobertura. Más que una clásica cartera de renta fija, los bancos de inversión quieren exponer a sus clientes a (1) combinaciones de bonos corporativos de distintos grados de calidad y denominados en múltiples monedas (para captar, además de las tasas, la apreciación de monedas locales como el real o el yuan), (2) la tenencia de bonos convertibles en acciones, (3) la posesión de acciones en empresas que pagan altos dividendos y (4) la tenencia de títulos hipotecarios que no cuentan con el aval del gobierno de Estados Unidos, entre otras opciones.

La tolerancia generalizada a mayor riesgo se ha visto reflejada en el flujo de recursos dirigido desde finales de 2011 a fondos mutuales que invierten en bonos basura, el cual superaba los 16 millardos de dólares a finales de febrero de 2012. También se refleja en la facilidad con la que se han colocado las ofertas iniciales de bonos de empresas de grado especulativo en Estados Unidos y en el éxito de las subastas de títulos soberanos de Italia y España en el mismo lapso.

Los bonos basura están empezando a desempeñar en las carteras de inversión un papel similar al de las acciones. ¿Es este enfoque correcto? Definitivamente, no. Los bonos existen dentro de una cartera para proveer liquidez y atenuar la volatilidad del mercado accionario. Pero el desempeño de estos instrumentos en entornos de bajas tasas, donde los papeles emitidos por el gobierno federal y los bonos municipales de Estados Unidos obtuvieron en el año 2011 retornos de dobles dígitos, crean condiciones para que se planteen a los inversionistas estrategias miopes que pretenden captar, por medio de los bonos, ingreso y apreciación de capital con mínimo riesgo o asimilar las acciones que pagan altos dividendos con los bonos basura, como si fuesen paquetes diferentes de un mismo riesgo, lo que no es cierto.

En un mundo de bajas tasas, donde las corporaciones con calificaciones AAA levantan fondos a tasas similares a las de los mejores riesgos soberanos, la necesidad de asumir mayor riesgo se hace ineludible. Pero esto no debe, en aras de la generación de ingreso, llevar a olvidar la naturaleza última de los instrumentos financieros. Las acciones y los bonos de alto rendimiento son aves de distinto plumaje, aunque de lejos se parezcan.

### **Rendimiento versus preservación de capital**

Quienes se preocupan estrictamente por preservar su capital compran riesgo soberano de Estados Unidos y Alemania, a plazos inferiores a un año, con retornos iguales a cero y hasta negativos, al tomar en cuenta costos transaccionales. Otros inversionistas institucionales pescan en los títulos municipales y corporativos AAA, algunos con rendimientos que todavía son ligeramente superiores a los de los papeles de deuda del gobierno federal de Estados Unidos.

### **En el mundo de bajas tasas de interés los linderos de las finanzas convencionales se desplazan, y aparecen nuevos enfoques de inversión no siempre muy afortunados**

Ha habido en el último año una apetencia particular por emisiones primarias de títulos de grado inversión, dado que pueden conseguirse rendimientos ligeramente más atractivos que los ofrecidos por emisiones transadas en los mercados secundarios, y estas emisiones tienden a ser más liquidas en los meses siguientes a su emisión. La liquidez es un atributo que ha adquirido relevancia desde la crisis crediticia de octubre de 2008; pues cuando hay cambios en el riesgo percibido, producto de la incertidumbre política o macroeconómica, las carteras institucionales tienden a liquidar posiciones muy rápidamente y los papeles ilíquidos son fuertemente castigados.

Los más arriesgados han acudido a las emisiones de deuda soberana italiana y española, que comenzaron a ofrecerse a partir de diciembre de 2011, una vez que la reunión de mandatarios de la eurozona, a finales de noviembre de 2011 en Bruselas, abrió el camino para el refinanciamiento de la deuda de Grecia en febrero de 2012, y eventuales rescates de España, Italia y Portugal de ser necesarios.

Quienes compran riesgo de Italia y España apuestan, más que a una recuperación económica de la eurozona, a sacar provecho de la severidad con la que los mercados evalúan los problemas de estos países. Si la eurozona es capaz de ir renovando 2,5 billones de euros durante 2012, las ganancias de capital de los compradores de estas emisiones primarias pueden ser cuantiosas en plazos muy breves. El camino hasta diciembre de 2012 estará lleno de múltiples obstáculos, porque Italia y España deben renovar 113,9 millardos y 36,6 millardos de euros, respectivamente, solo en el primer trimestre del año.

### **Los problemas de la iliquidez**

En julio de 2010 el Congreso de Estados Unidos promulgó la llamada ley Dobb-Frank, ley marco del sistema financiero, como respuesta institucional a la crisis más importante de los últimos ochenta años. Uno de los cambios más importantes incluidos en la nueva ley fue la llamada «regla Volcker», la cual limita sustancialmente la tenencia de carteras de inversión propias de las instituciones financieras. El mecanismo

legal, ideado para evitar que los bancos asumieran riesgos excesivos que de manera implícita fueran asegurados por los contribuyentes, ha traído como consecuencia un efecto no deseado: la reducción de la liquidez del mercado secundario de bonos.

Las carteras de inversión de los bancos comerciales no solo son especulativas, sino que también cumplen el propósito de servir de inventarios para prestar el servicio de liquidez a los clientes que desean participar como compradores o vendedores de títulos valores. De no atenderse rápidamente los efectos no deseados de la regla Volcker podrían agudizarse los siguientes comportamientos:

1. Sesgo a favor de las grandes emisiones de títulos de deuda sobre las medianas o pequeñas, que encarece el costo financiero de estas últimas. Los inversionistas institucionales evitarían estas emisiones por considerar más difícil su liquidación, sobre todo en momentos de incertidumbre.

2. Aumento del diferencial entre los precios de compra y venta (*spread*) de los títulos financieros; el diferencial se amplía en la medida en que es más difícil satisfacer una orden de compra o venta de un título financiero.

3. Aumento de los costos financieros de emitir deuda, debido al incremento de la prima por iliquidez que exigirían los compradores de los títulos. Este argumento fue esgrimido por representantes de los gobiernos de Canadá y los países de la eurozona en la última reunión de Davos.

4. Reducción de la oferta de títulos de deuda que podrían calificar para ser adquiridos por fondos mutuales. Los administradores de carteras se ven sometidos a grandes presiones para liquidar posiciones, cuando suceden los eventos que disparan las solicitudes de retiro de inversión de sus clientes. En estos episodios, los bonos menos líquidos son los más golpeados al momento de ser vendidos.

Los inversionistas en los títulos de deuda venezolanos denominados en dólares prestan atención a la dimensión de liquidez, al considerar las distintas opciones que ofrece el menú de papeles, ahora que los bonos de alto rendimiento están de moda.

### La gran ola de Hokusai

La propensión a reducir la duración —vida promedio de una cartera de inversión— de las carteras de renta fija, con el objeto de reducir la exposición a subidas inesperadas de las tasas de interés causadas por algún evento inesperado, es documentada con frecuencia en la prensa financiera especializada. Lamentablemente, toda estrategia de mitigación de riesgo viene acompañada de una reducción de retorno. La dualidad «apetencia por ingresos y temor de adquirir compromisos de largo plazo» acompaña a muchos integrantes de la industria de inversión de renta fija.

El temor que se experimenta hoy en los mercados de renta fija recuerda a Hokusai, un artista que alrededor de 1830 creó una de las más populares obras de la cultura japonesa: un grabado en madera conocido como *La gran ola*. Esta es una estremecedora imagen de una inmensa ola que se forma a las afueras de Kanagawa y transmite la impotencia del hombre frente a grandes fenómenos que no controla.

Luego de la gran crisis financiera de 2008 muchos inversionistas actúan como a la espera de la venida de esa gran ola que los llevará a la deriva, hacia un destino que puede ser trágico. Pero, al igual que en el caso de los fenómenos naturales, el problema no es solo la presencia de la ola sino también la habilidad de quien la surfea.

Frente a un futuro incierto la ola tiene muchas formas. Existe la llamada «euroola», esperada por quienes piensan que la crisis de la eurozona llevará a la próxima recesión, con la consabida reducción de la oferta crediticia, un aumento de la prima por riesgo de las deudas corporativas, un aumento de la tasa de insolvencia de los bonos y la caída de los precios de toda la renta fija, salvo los instrumentos de

**La «ola bolivariana», que persigue en sus pesadillas a quienes tienen grandes posiciones en deuda venezolana denominada en dólares, puede formarse si una caída del precio del petróleo, acompañada de un gran aumento de la deuda externa, conduce a una situación de insolvencia técnica**

refugio como son los títulos de deuda soberana del gobierno federal de Estados Unidos.

Otros esperan la «ola deflacionaria» que consiste en sufrir un largo periodo de transición, durante el cual las familias y las empresas de Europa y Estados Unidos dedican los excedentes a reducir su endeudamiento, mediante la postergación del consumo y la inversión, lo que mantiene las tasas de interés en niveles muy bajos y merma la capacidad financiera de los jubilados y la salud financiera de los fondos de retiro. Está también la «ola emergente», que representa el temor de que no se cumplan las expectativas de quienes tratan de aumentar sus flujos de ingresos y ganancias de capital con la compra de acciones y títulos de deuda denominados en las monedas nacionales de economías en expansión como Brasil, apostando entre otras cosas a tasas de interés reales positivas y a la revaluación de las monedas nacionales frente al dólar.

La «ola bolivariana» persigue en sus pesadillas a quienes tienen grandes posiciones en deuda venezolana denominada



## ESTRATEGIAS EN TIEMPOS DE TURBULENCIA

MICHAEL PENFOLD Y ROBERTO VAINRUB (editores)

Ediciones 

0212-555.42.63 / 44.60  
ediesaa@iesa.edu.ve

Venezuela presenta uno de los más borrascosos historiales económicos del continente. Sin embargo, un grupo significativo de empresas no solo ha logrado navegar en medio de la turbulencia, sino también llegar a buen puerto. ¿Cómo lo hicieron? Este valioso compendio de investigaciones y ensayos divulgativos ayudará al lector a comprender no solo cómo hicieron las empresas para sobrevivir, sino incluso cómo un puñado de ellas logró destacarse en un mercado tan incierto y volátil como el venezolano.

en dólares, sea de la República o de Petróleos de Venezuela, y puede formarse si una caída del precio del petróleo acompañada de un gran aumento de la deuda externa conduce a una situación de insolvencia técnica. Esta ola se alimenta también de expectativas de cambios políticos que no llegan a realizarse, o que se materializan mucho más adelante en el tiempo.

Sea cual fuere la gran ola que pudiera perseguirle, los únicos flotadores a su disposición son la diversificación y la serenidad en tiempos de turbulencia: no vender cuando todos venden y no comprar porque todos lo hacen, y no olvidar que por ahora el cielo está nublado y anuncia tempestad.

### Tormento gozoso

Los precios de los bonos de alto rendimiento denominados en dólares han mantenido en los dos primeros meses de 2012 una tendencia alcista que arrancó en octubre de 2011.

**Mientras transcurren las semanas los inversionistas con ganancias no realizadas sufren lo que Teresa de Ávila, mística católica del siglo XVI, llamaba «tormentos gozosos». La parte gozosa es muy obvia. La tormentosa será mayor mientras mayor sea la aversión al riesgo de los inversionistas y más cuantiosas sean las ganancias acumuladas no realizadas**

Los bajos rendimientos de los títulos de deuda del gobierno federal de Estados Unidos, las promesas de la Reserva Federal de mantener las tasas de corto plazo en los niveles actuales hasta 2014 y los requisitos de ingresos corrientes de la creciente población de retirados en los países del G-8 son algunas de las razones que explican estas subidas. Sin embargo, todo rally (subida sostenida de los precios de una familia de títulos o bienes) genera dos preguntas, un tanto neuróticas, que reflejan la angustia de los inversionistas: ¿cuán robusto es y cuánta vida le queda?

Luego de veinte semanas de alza continua de precios y un flujo de inversión de 1,3 millardos de dólares semanales en fondos mutuales dedicados a títulos de alto rendimiento, el bono basura promedio seguía rentando el 7,30 por ciento a finales de febrero de 2012, con una prima de riesgo de 630 puntos básicos sobre los papeles federales correspondientes. La tasa de insolvencia calculada para los bonos basura norteamericanos era de 2 por ciento, mientras que las de bonos internacionales estaban en el orden del 2,8 por ciento, inferiores al promedio histórico de 5 por ciento.

Algunos analistas esperan una pausa en la subida, que puede ser activada por noticias negativas de la eurozona, especialmente de Grecia; por las clásicas ventas de títulos en semanas previas al pago de impuestos en Estados Unidos (el 15 de abril) o por alguna de esas sorpresas como las sucedidas en 2011. Mientras tanto, los beneficios no realizados comienzan a quemar los bolsillos de muchos inversionistas. Cualquier caída de precios será mayor en los títulos de larga duración, debido a la mayor proporción de flujos de caja expuestos, así como en las emisiones menos liquidas.

Investigaciones hechas por A. Keswani, profesor de la Escuela de Negocios Cass, de Londres, sobre los títulos soberanos de mercados emergentes muestran que sus primas de riesgo tienden a crecer simultáneamente ante cualquier aumento en la percepción de riesgo que conduzca a una caída del retorno de los títulos de deuda del gobierno federal de Estados Unidos. Este comportamiento es conocido con el nombre de «búsqueda de refugio en títulos de calidad».

En el caso de los títulos venezolanos denominados en dólares la lectura que haga el mercado de los resultados de las recientes primarias de la oposición, mezclada con rumores de nuevas emisiones de deuda externa, pueden disparar la corrección. El precio de la deuda venezolana ha subido en el primer trimestre de 2012 por una mezcla de factores externos e internos. En lo internacional, Venezuela ha sido un miembro más del rally de deuda y, en lo nacional, las expectativas de cambios políticos también han impulsado los precios.

Mientras transcurren las semanas los inversionistas con ganancias no realizadas sufren lo que Teresa de Ávila, mística católica del siglo XVI, llamaba «tormentos gozosos». La parte gozosa es muy obvia. La tormentosa será mayor mientras mayor sea la aversión al riesgo de los inversionistas y mayores sean las ganancias acumuladas no realizadas.

### ¿Qué puede esperarse?

Mientras persista el mundo de bajas tasas de interés seguirán los temores de los inversionistas a los movimientos abruptos de precios que dejó la gran crisis financiera de 2008, se mantendrá el interés por títulos líquidos y de corta duración, y continuará la apetencia por bonos de alto rendimiento y acciones pagadoras de generosos dividendos. Para añadir complejidad a este mundo, los cambios en las regulaciones que dan estabilidad al sistema financiero internacional, particularmente la regla Volcker, no favorecen la acumulación de inventarios por parte de los intermediarios financieros, lo que reduce la liquidez de los títulos, encarece el costo de financiamiento de las empresas y alimenta la incertidumbre. ■



## COMPROMISO SOCIAL: GERENCIA PARA EL SIGLO XXI

ANTONIO FRANCÉS (COORDINADOR)



0212-555.42.63 / 44.60  
ediesa@iesa.edu.ve

La empresa es el motor económico por excelencia, sea privada, pública o social. Hasta ahora trabaja para sus accionistas, pero los trabajadores, los clientes y las comunidades le plantean exigencias crecientes, que van más allá de lo que se conoce como responsabilidad social. En *Compromiso social: gerencia para el siglo XXI* se dan herramientas novedosas para responder a esas exigencias.