

EL NADIR DE LAS TASAS DE INTERÉS

En el nadir es matemáticamente imposible obtener ganancias con la tenencia de bonos. Para los tenedores de instrumentos de renta fija denominada en dólares las expectativas no son halagüeñas. La fase final del rally de renta fija comenzó en 2013. En un ambiente de tasas crecientes se recomienda comprar bonos de corta duración e invertir en títulos de deuda de alto rendimiento.

Carlos Jaramillo y Norma Ortiz

«NADIR» proviene de la palabra árabe *nathir* que significa opuesto, y se usa en astronomía para indicar un punto imaginario simétrico al cenit. Por extensión denota el punto inferior o el momento de mayor adversidad. Es este punto más bajo el que han esperado con temor los inversionistas desde comienzos de 2013, cuando el mercado alcista de las tasas de interés denominadas en dólares entra en su tercera década de existencia, aunque con signos de que puede estar acercándose su final.

Con la crisis financiera del año 2008 hubo una ruptura en el paradigma de inversión que rigió durante décadas la sociedad estadounidense: si una cartera con sesenta por ciento de acciones y cuarenta de bonos se mantiene durante un largo período, acumulará una importante cantidad de recursos para el retiro. El dinero acumulado durante la fase productiva debía ser reinvertido, una vez retirado el inversionista, en renta fija, y dejar una mínima proporción en acciones para combatir parcialmente la inflación y aminorar la velocidad a la que se consume el capital. Si bien es verdad que no todo el mundo la seguía estrictamente, la regla sesenta/cuarenta era un referente importante para los fondos de pensiones promovidos tanto por el Estado como por el sector privado, y era tomada en cuenta por los actuarios en sus simulaciones para constatar si los fondos de retiro permitían cumplir la promesa hecha a sus afiliados.

Carlos Jaramillo y Norma Ortiz, profesores del IESA.

La importancia de esa «mezcla mágica» era reforzada con estadísticas que se volvieron parte de la cultura popular del mundo de la banca de inversión, en la cual se creía que «cualquier caída del valor de una cartera razonablemente diversificada es revertida en un lapso no mayor de cinco años». Al llegar la crisis financiera internacional de 2008 se hizo patente que el mercado accionario estadounidense volvía a tocar los precios de mediados de los noventa, por lo que, si se obviaban los dividendos y su reinversión, las carteras que replicaban el desempeño del S&P 500 o el Dow Jones Industrial no habían aumentado su patrimonio en más de una década y habían sometido a sus dueños a fluctuaciones de precios para las cuales nunca habían estado preparados. Además, los mercados de renta fija, salvo en el lapso otoño-invierno de 2008 cuando se produjo la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, no habían hecho otra cosa que crear intereses e importantes ganancias de capital, por lo que en este último quinquenio se convirtieron en el refugio de todos aquellos decepcionados de los mercados bursátiles, ávidos de ingresos corrientes; en particular, la masa de individuos que nacieron a partir de 1946 (los *baby boomers*), que en los países desarrollados constituyen el grupo etario que comienza a entrar en su fase de retiro. El porcentaje de hogares estadounidenses que invierten en bonos subió de catorce por ciento en 2008 a 26 para el cierre de 2012 (Popper, 2012).

Las expectativas no son halagüeñas para los tenedores de instrumentos de renta fija denominada en dólares. La fase final del *rally* de renta fija, que comenzó en 2013, es consecuencia de la flexibilización cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés): el mayor experimento macroeconómico de los últimos setenta años, que consistió en la expansión de los balances de los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra y Japón mediante la compra de títulos de deuda, con el objeto de inyectar liquidez a sus economías en problemas.

La Reserva Federal de Estados Unidos comenzó la inyección de liquidez en 2010, mediante la compra de hipotecas y títulos del Tesoro, para tratar de reducir las tasas de interés y obligar a los inversionistas que desean incrementar los rendimientos de sus fondos a migrar hacia títulos de alto riesgo, como acciones y bonos basura, o emprender inversiones reales (es decir, desarrollar nuevos negocios o expandir los existentes). Un aumento de la riqueza de la población debería estimular un mayor consumo que, aunado a la inversión en nuevos negocios, debería producir un crecimiento económico sostenible.

La QE debe terminar cuando las economías de los países que la están ejecutando sean suficientemente robustas para no requerir las «muletas» de la inyección de liquidez. En ese momento, las tasas de interés deberían comenzar a subir. La evolución de las tasas de interés no tiene por qué verse como una «V» en la cual, al tocar el punto mínimo, inmediatamente comienza la subida; en lugar de ello, puede ser una gran planicie que conduzca cuando menos se espere al pie de una montaña. La gran pregunta es: «¿cuándo llegaremos allí?».

Para algunos analistas, tal vez los más precoces o adelantados, el fin del mercado alcista de los instrumentos de renta fija denominados en dólares comenzó el 23 mayo de 2013, cuando Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal, en una intervención en el congreso de Estados Unidos, afirmó que la QE podría empezar a desmantelarse tan pronto como junio de 2013, si la evolución de la economía estadounidense así lo requería. Pero también señaló que podría revertirse parcialmente, si aparecieran obstáculos en el camino que exigiesen inyecciones adicionales de liquidez. La respuesta de los mercados financieros ante estos comentarios

fuere elocuente: una gran fluctuación de los precios de todo el espectro de títulos de renta fija, con tendencia a la baja, que produjo variaciones de precios de los bonos del Tesoro de hasta uno por ciento en una jornada, que son poco frecuentes, así como la subida de las tasas hipotecarias a treinta años de 4,9 por ciento a mediados de mayo a 6,3 por ciento tres semanas después de las declaraciones de Bernanke.

Los bonos de alto rendimiento, que a finales de abril de 2013 habían tocado un retorno mínimo histórico de 4,98 por ciento, medido por el desempeño del índice Bank of America Merrill Lynch High Yield Master II, subieron a 6,21 por ciento en el mismo periodo. Como los precios de los instrumentos de renta fija se mueven en sentido inverso a las

Mientras la economía mundial mantenga un ritmo de crecimiento exiguo, como el de los años recientes, los inversionistas deben acostumbrarse a bajos retornos tanto en renta fija como en renta variable

tasas, este repunte de tasas causó pérdidas a los tenedores de cualquier tipo de instrumento de renta fija, a tasa fija, denominados en dólares.

¿Nadir?

Lamentablemente, el nadir se identifica una vez que ocurre, y en ese momento no es mucho lo que se puede hacer para revertir las decisiones tomadas si se cree que las tasas podrían continuar en sus mínimos históricos. Sin embargo, no debe olvidarse que, mientras el desempleo en Estados Unidos se mantenga por encima de 6,5 por ciento, que es la meta de la Reserva Federal (el desempleo estaba en el orden de 7,5 por ciento a finales de junio de 2013), y la inflación por debajo de dos por ciento, no hay razón para esperar que se reduzca el ritmo de ejecución de la QE.

¿Qué ha logrado la QE? Su mayor logro hasta mediados de 2013 fue haber producido una importante apreciación del mercado bursátil y de los bonos de alto rendimiento. Muestra de ello es que el patrimonio de los hogares estadounidenses creció en tres billones de dólares en el primer trimestre de 2013: una tasa de crecimiento que no se veía desde el auge de las empresas puntocom a finales de la década de los noventa del siglo pasado. Un tercio de esa subida corresponde al incremento de la cartera de acciones de los hogares y cerca de 800 millardos a la recuperación del valor del parque inmobiliario. ¿Cómo se reparte esta riqueza en la sociedad estadounidense? El uno por ciento más rico de la población es dueño del 35 por ciento de la riqueza nacional y el 42 por ciento de esa riqueza son títulos financieros. Este grupo, por cierto, es responsable del diez por ciento del consumo del país (Forsyth, 2013).

Entre los posibles costos de este gran experimento macroeconómico se encuentra una eventual inflación en un momento indefinido más adelante en el tiempo, que haría subir las tasas de interés y ocasionaría grandes pérdidas en las carteras de renta fija, sin contar las brechas de desigualdad que exacerban los procesos inflacionarios. Sin embargo, a partir de las declaraciones de Bernanke, se han hecho evidentes los síntomas de otro costo que había pasado inadvertido: el aumento de la volatilidad de los precios de los títulos valores, en respuesta a una eventual reducción de la liquidez que corresponde a la fase de cierre de la QE.

No puede afirmarse rotundamente que ya comenzó la fase de cierre de la QE, pero es evidente que alguna vez sucederá y los activos financieros sufrirán mayores o menores pérdidas dependiendo de la manera como se ejecute. Muchos esperan que el cierre sea muy gradual y ocurra cuando la economía estadounidense crezca sin necesidad de muletas; a partir de ese momento podrían empezar a subir las tasas de interés de corto plazo. Otros, conscientes de lo novel del experimento, se imaginan escenarios de culminación más traumáticos.

Consejos para vivir en el Nadir

El gran aprendizaje para los inversionistas institucionales, que por razones históricas nunca habían vivido unas tasas de interés como las de hoy en los países desarrollados, es tomar decisiones para un horizonte de tiempo en el que muchos creen puede producirse el nadir de las tasas de interés. Si se llega a tal punto, las posibilidades de perder dinero se incrementan terriblemente, pues cualquier alza en las tasas de interés puede producir pérdidas de capital que difícilmente se compensarían con los intereses devengados.

Las posibilidades de inversión en renta fija, en un entorno de tasas en mínimos históricos, no son muy diferentes de las mencionadas en meses recientes por la prensa especializada. Algunas posibilidades son las siguientes:

1. Títulos o carteras de corta duración: la duración (una medida de la sensibilidad de los precios de los instrumentos de renta fija a cambios en las tasas de interés) se puede minimizar si se opta por horizontes de inversión de corto plazo con retornos cercanos a cero, pero con chances de reinvertir a tasas mayores posteriormente.

2. Acciones que pagan dividendos: a raíz de la crisis financiera de 2008, algunos inversionistas que buscan ingresos en efectivo han ampliado su menú de inversión para considerar, además de la renta fija, acciones que pagan dividendos, lo que *de facto* aumenta el perfil de riesgo de la cartera, además de ser una estrategia ampliamente recomendada en 2012, por lo que a estas alturas es poco lo que puede explotarse en ese campo.

3. Bonos de alto rendimiento o bonos basura: intensificar la inversión en bonos basura también es una posibilidad en este momento de transición, sin esperar grandes apreciaciones de capital, que han sido siempre el rasgo atractivo de estos bonos. Es muy probable que en 2013 los cupones sean los que soporten el retorno de estos instrumentos.

Si bien nadie sabe cuándo comenzarán a subir las tasas de interés denominadas en dólares ni, mucho menos, en qué magnitud lo harán, el hecho es que resulta matemáticamente imposible conseguir retornos del orden de diez a quince por ciento en dólares, cuando se incluyen ganancias de capital e intereses como los obtenidos en los años 2011 y 2012, a menos que los inversionistas accedan a disminuir las primas de riesgo que cobran por adquirir los instrumentos de renta fija. Esto podría ocurrir solamente en un mundo sin crecimiento económico y con expectativas de algún grado de deflación, como ha sido el caso de Japón durante los últimos treinta años.

Si se descarta el escenario deflacionario, es importante entender cómo afecta la subida de las tasas libres de riesgo, representadas por los bonos del Tesoro, sobre la valoración del resto de los instrumentos de renta fija denominados en dólares.

Impacto diferencial en el precio de los instrumentos de renta fija

Es un hecho sabido que el precio de los bonos presenta una relación inversa con el retorno que ofrecen, por lo que al

subir las tasas de interés se producen pérdidas de capital, tanto en títulos individuales como en las carteras que contienen estos instrumentos. Sin embargo, como la relación entre precios y retornos de estos instrumentos es una función cóncava, se presenta un curioso fenómeno: al subir las tasas de interés caen mucho más los precios de los papeles de mayor calidad crediticia que ofrecen menor rendimiento que los llamados bonos basura que rentan mucho más.

El común de los inversionistas tiene la visión de que las tasas de interés se desempeñan como familias de curvas paralelas, cuyo «piso» es la llamada estructura de tasas de interés: la agrupación de los rendimientos de los activos libres de riesgos en plazos que van desde unos pocos días hasta treinta

Intensificar la inversión en bonos basura también es una posibilidad en este momento de transición, sin esperar grandes apreciaciones de capital, que han sido siempre el rasgo atractivo de estos bonos

años. Si bien esta percepción no es errada, es importante recordar que la distancia entre dos puntos de un par de curvas (por ejemplo, entre el retorno de un bono del Tesoro a cinco años y un bono AAA de similar tenor, distancia conocida en el argot del área con el nombre de *spread*) es variable a lo largo del tiempo, con implicaciones importantes en el cambio del precio de los activos de renta fija.

Los *spreads* tienden a reducirse cuando suben los rendimientos de los bonos del Tesoro y tal reducción depende de la calidad crediticia del papel sobre el cual se mide esa distancia o diferencia de rendimiento. A mayor calidad crediticia menor es el *spread* resultante y mayor la caída de precio de los títulos financieros, por lo que los títulos de alta calificación tienden a generar mayores pérdidas en escenarios de tasas al alza.

Cuidado con las letras pequeñas

Los cambios del *spread* también dependen de cláusulas contractuales incluidas en los bonos. En los países desarrollados, a diferencia de Latinoamérica, la gran mayoría de los bonos se emiten con una cláusula que permite al emisor recomprarlos antes del vencimiento, cuando sus precios suben por encima de un valor establecido al momento de la emisión. Estos bonos reciben el nombre de *callable bonds* y tal cláusula sirve para proteger al emisor de caídas en las tasas de interés. Si las tasas caen, la empresa puede recomprar su deuda, pagar una prima por tal derecho y refinanciarla a un interés menor. La reducción del *spread* con la subida de los rendimientos de los bonos del Tesoro es mucho más pronunciada en bonos recomprables que en los que no lo son, por lo que hay que evitar este tipo de papeles, pues producen mayores pérdidas de capital.

La deuda venezolana un caso de interés

Como la deuda de la República y de Petróleos de Venezuela pertenece a la categoría de papeles de alto rendimiento, se esperaría que las pérdidas de capital inducidas por el alza de tasas fuesen sustancialmente menores que la de títulos de mayor calidad crediticia, lo cual es un *plus* en un escenario de tasas al alza. Pero es importante recordar que tanto el precio como el rendimiento de los bonos se ven afectados no solo por movimientos de las tasas de interés sino también por factores asociados con el desempeño del emisor de esos títulos.

La subida de tasas disparada por las declaraciones de Bernanke coincidió con el comienzo de una polémica pública sobre el futuro del régimen cambiario venezolano que incluía, entre otros puntos de discusión, la necesidad de emitir nueva deuda en dólares para fortalecer las divisas operativas del Banco Central de Venezuela. El efecto combinado de la

Como la deuda de la República y de Petróleos de Venezuela pertenece a la categoría de papeles de alto rendimiento, se esperaría que las pérdidas de capital inducidas por el alza de tasas fuesen sustancialmente menores que la de títulos de mayor calidad crediticia

potencial subida de tasas con la incertidumbre política causada por la discusión cambiaria causó una caída del precio de la deuda venezolana del orden del siete por ciento, mucho mayor que la de otros instrumentos de la misma familia de riesgo como el SPDR Barclays High Yield Bond Fund, que en el mismo periodo cayó 3,3 por ciento.

Semanas después de la declaración de Bernanke, la calificadora de riesgo Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia de la deuda soberana de Venezuela de B+ a B, con el argumento de que «las perturbaciones políticas son un obstáculo para realizar reformas que permitan frenar una caída de las actividades económicas» (*El Nacional*, 2013: 5). Esto dio la razón a quienes habían castigado los precios de esa deuda al comienzo del ciclo de volatilidad.

Los grandes perdedores

Las tasas de interés denominadas en dólares no subirán de manera lineal. Lo harán siguiendo recorridos sinuosos, y en un entorno de gran volatilidad de precios de los títulos de renta fija. No hay una idea clara de cuáles sean las tasas máximas que se puedan alcanzar, aunque se prevé que, si la Reserva Federal puede mantener la inflación de Estados Unidos cercana al dos por ciento y con tasas de crecimiento del producto nacional del orden del tres por ciento, el bono del Tesoro a diez años (indicador por excelencia del movimiento de los intereses en Estados Unidos) podría regresar al cinco por ciento, algo visto por última vez en 2007.

Mientras la economía mundial mantenga un ritmo de crecimiento exiguo, como el de los años recientes, los inversionistas deben acostumbrarse a bajos retornos tanto en renta fija como en renta variable. Un crecimiento sostenido no se producirá hasta que termine de reducirse el excesivo apalancamiento financiero de empresas y personas en los países desarrollados. En un mundo de empresas y hogares endeudados, la propensión al consumo es baja. Los grandes perdedores de la crisis financiera internacional de 2008 serán quienes necesiten estas tasas de interés para financiar su retiro, y para ese grupo el problema apenas comienza. 

REFERENCIAS

- *El Nacional* (2013): «S&P bajó a B nota de deuda venezolana». 16 de junio.
- Forsyth, R. (2013): «Up and down Wall Street: big brother meets big data». *The Wall Street Journal*, 7 de junio.
- Popper, N. (2012): «Bond craze could run its course in New Year». *The New York Times*, 31 de diciembre.

CON EL COACH **ALFREDO C. ÁNGEL**

¿Eres un fumador regular?

¿Dejar de fumar es lo que quieres?

¿Le temes a las alturas, a los sitios cerrados, a los aviones o a algún animal?

¿Esa fobia limita tu felicidad y tu calidad de vida?

Tú puedes crear hoy el bienestar que quieres.

Las personas que trabajan conmigo dejan de fumar en serio o se liberan de su fobia para siempre.

Los testimonios contundentes en mi página web www.alfredocangel.com son pruebas de mi integridad, experiencia y efectividad para ayudarte a producir el resultado que quieres.

INTEGRIDAD • RESPONSABILIDAD • CRITERIO PROFESIONAL



**MSc. Coach Profesional Certificado (ICC)
Experto en PNL (Society of NLP)**

Av. Principal de Lechería, Centro Empresarial Pineda y Pineda Mezzanina, oficina 4. Lechería, estado Anzoátegui
0414-821.02.51 / alfredocangel@gmail.com / www.alfredocangel.com

Atiende grupos de, mínimo, cinco personas en Caracas, Valencia, Maracaibo, Maturín, Puerto Ordaz y Margarita