

11 de Noviembre de 2016

El Cisne Negro

En el 2007, el Libanés Nasssim Taleb publicó su célebre libro “El cisne negro: el impacto de lo altamente improbable”, obra más que recomendable. El famoso matemático y ex operador bursátil utiliza el concepto de cisne negro para describir un acontecimiento excepcional e impredecible pero que trae consigo un impacto gigantesco. Entre muchos sucesos, Taleb menciona el atentado del 11 de septiembre como un cisne negro negativo y el descubrimiento accidental del viagra como un cisne negro positivo.

Buena parte de su obra la dedica a los mercados financieros y los pronósticos económicos. Según Taleb, los mercados y los “prestigiosos analistas” subestiman el riesgo de los sucesos improbables como el lunes negro de 1987, la burbuja de las puntocom y otros eventos no previstos. Según su visión, los episodios inesperados de altísimo impacto van a seguir ocurriendo, pero es imposible anticiparlos. Publicado un año antes de la crisis hipotecaria en Estados Unidos, el libro rápidamente se convirtió en un best seller luego de un verdadero cisne negro.

Según el autor, es mejor apostar (una parte menor) por lo inesperado y no escuchar ni perder tiempo con los analistas, economistas y gurúes de mercado. De hecho, el analista que escribe este informe pronosticaba la semana pasada que las paridades de nuestros bonos largos iban a mantenerse medianamente estables, y en tan sólo dos días cayeron más de un 5%.

Este año tuvimos dos sucesos altamente inesperados. Muy pocos anticipaban Brexit. Ni las encuestas, ni las casas de apuestas ni los mercados daban como ganador a Trump. Estos acontecimientos, cuyos impactos amenazaban con transformarse en cisnes negros, por el momento no han causado más que un cosquilleo en las bolsas globales. Luego de una noche en terreno negativo, llegaron las compras masivas de la mañana y sorprendentemente las pantallas se tiñeron de verde en la tarde del miércoles.

Ocurrió lo que temía el mercado y el S&P subió, francamente inexplicable. Si me preguntaban la

forma de posicionarse en la plaza local ante un eventual triunfo de Trump, sin duda hubiera recomendado comprar dólar futuro. El martes el contrato de diciembre cerró en \$15,56 y el miércoles bajó \$15,49. El dólar bajó de la mano del aumento de la incertidumbre, algo que terminó por desorientarme completamente. Recién en la rueda de ayer el dólar subió un escalón.

Donde sí hubo repercusiones importantes fue en la renta fija. La curva de bonos americana se empinó, las tasas largas aumentaron. El rendimiento del bono americano a 10 años subió de 1,80% al 2,10%, alcanzando su nivel más alto en lo que va del año. Como consecuencia, todos los bonos emergentes de larga duration se vieron castigados. Nuestro país no fue la excepción. A modo de ejemplo, a continuación se observa la fuerte caída de Argentina 2036, Brasil 2030 y Perú 2050.





Ahora bien, algo suena raro. Los bonos largos cayeron ante el posible cambio de rumbo de la política pero la renta variable no se vio afectada. La correlación entre las bolsas y las tasas de interés suele ser muy alta. De hecho, las bajas tasas (contracara de la abundante liquidez) fueron el principal combustible para las bolsas en el último tiempo.

Con lo cual, si realmente la FED cambia su trayectoria de tasas, tarde o temprano la renta variable y las commodities se verán afectados.

El Presidente electo republicano abre dos grandes incertidumbres en cuanto al camino económico a seguir. El primero en lo referente a la política comercial, donde no sabemos hasta donde avanzará con sus promesas electorales proteccionistas. ¿Si Estados Unidos incrementa drásticamente los aranceles a China alguno cree que no habrá repercusiones? ¿Qué pasará con el régimen cambiario Chino? ¿Y con las demás monedas?

El segundo es el sendero de la política monetaria. Como siempre marcamos, no hay muchas cosas más anunciadas y esperadas que la suba de la tasa de interés de referencia por parte de la FED. Todos sabemos que ya se viene, pero en la balanza de la Reserva Federal las contingencias de intervenir apresuradamente ponderan más que los riesgos de actuar tarde. No está dispuesta a dar pasos en falso. Yellen tiene mandato como Gobernadora hasta el 2018 y los nombramientos del resto del comité (directorio) vencen luego del 2020. No es común que un Presidente electo remueva las autoridades de la Reserva Federal, de hecho esta fuera de sus facultades.

Sin embargo, luego de tantos acontecimientos no previstos, nadie se animaría a ratificar el rumbo de las tasas, ni siquiera asegurar la continuidad de Yellen. Pero lo que sí parece bastante razonable es que si el proceso de suba de tasas se desordena, las acciones también se verán castigadas como los bonos. Cualquier desorden monetario también afectará la recuperación que viene mostrando la economía norteamericana.

En cambio, si la FED continua guiándose por su propio libreto la suba de tasas será gradual. En este camino (para nada exento de volatilidad) los bonos largos emergentes tendrán algún sostén de precio, aunque dado el rally que acarrearán una corrección de precios era esperable. Algunos con bajo spread sobre la tasa americana corregirán muy gradualmente.

Nuestros títulos tienen un colchón un poco más holgado dado los altísimos rendimientos en relación a otras economías en desarrollo. En el caso de los bonos largos, esta semana este colchón no sirvió de mucho, dado que cayeron en sintonía con el resto de los emergentes. Si la tasa larga americana se estabiliza en estos niveles, creo que veremos una recuperación en nuestras paridades. Espero no equivocarme como el analista de la semana pasada.