

23 de septiembre de 2016

## FED: La eterna espera en la suba de tasas

El PBI de España se hundió más de un 20% desde la crisis de 2008, su tasa de desempleo es del 20% y no tiene Presidente desde hace 8 meses, pero se financia al 0.92% a 10 años. Un bono Francés rinde un 0.2%, con lo cual por cada €100 invertidos hoy obtengo €102 dentro de 10 años (contemplando la reinversión), no hace falta hacer los cálculos con comisiones. Un bono Alemán tiene rendimiento negativo, si espero a vencimiento concluyo con menos euros de los que invertí. Perú, con un PBI per cápita prácticamente de la mitad del nuestro, puede financiarse a 10 años al 3%.

Sin ir más lejos, nosotros entramos en cesación de pagos en el 2002, reestructuramos con quita en el 2005, dejamos de pagar los intereses de esa misma deuda reestructurada en 2014 y manipulamos durante 10 años el índice de inflación sobre el cual ajustan los bonos domésticos. Es más, luego de asumir un nuevo gobierno bajo la bandera de la institucionalidad, ajustamos el CER una vez por el índice de la Ciudad y al mes siguiente por el índice de San Luis, obviamente eligiendo el más bajo. A pesar de todo esto, ya podemos financiarnos a 10 años al 5%.

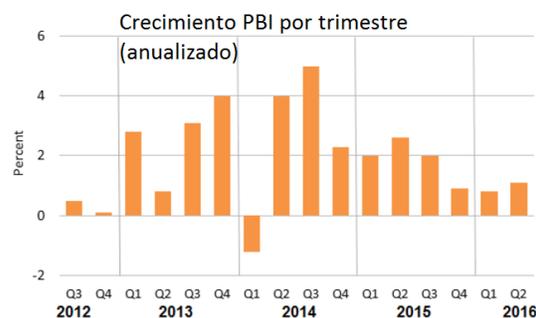
¿Algo anda mal no? El mundo actual es bastante complejo, por no decir completamente loco. La gigantesca liquidez inyectada por los Bancos Centrales de las principales potencias ha provocado un inmenso desequilibrio y abaratamiento del costo del dinero, arrastrando las tasas de los bonos a nivel global.

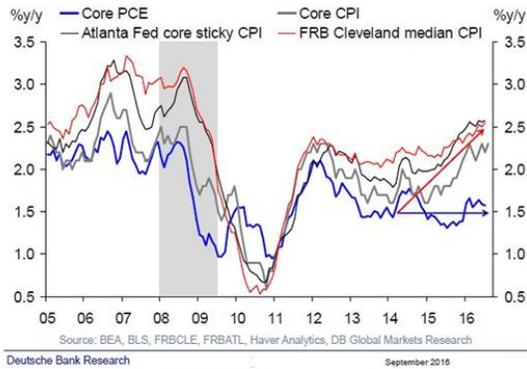
**\*\*\*Como nota de color:** La provincia de Chaco este año pudo colocar en el exterior U\$250 millones por debajo del 10%, a tan sólo 4 años de defaultear los Bonos Garantizados. El diminutivo del título lo vamos a obviarlo, lo pueden [ver acá](#).

## Suba de Tasas

No se me ocurre algo más anunciado y esperado que la suba de la tasa de interés de referencia por parte de la FED. Todos sabemos que ya se viene, pero se retrasa reunión tras reunión. Esta semana el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal realizó su antepenúltimo anuncio de política monetaria del 2016, manteniendo la tasa sin cambios en 0.25%. En su balanza las contingencias de intervenir apresuradamente ponderan más que los riesgos de actuar tarde. Dicho de otra forma, los riesgos de subir demasiado rápido la tasa sobre la estabilidad financiera y la recuperación económica, pesan más que los riesgos de un rebrote inflacionario por mantenerla en estos niveles.

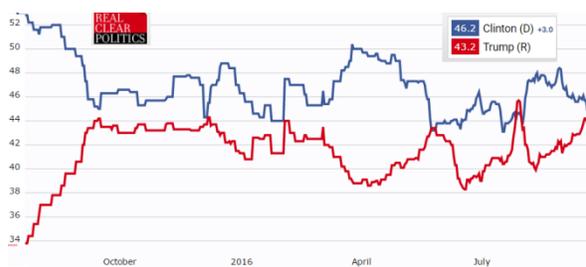
Todas las miradas pasaron a la reunión de diciembre, donde la FED comienza a quedarse sin argumentos para dejar sin cambios las tasas ante el desempeño de la economía. Si bien los datos siempre presentan cierta ambigüedad en el corto plazo, la tendencia es claramente favorable y la foto de la economía norteamericana no brinda muchas excusas para dejar las tasas en estos niveles. A continuación observamos la robustez del mercado laboral, un crecimiento que a pesar de situarse por debajo de su potencial se ubica hace varios trimestres en terreno positivo y como los índices de inflación superan la meta de 2%, salvo el deflactor del gasto de consumo (PCE) justamente el que utiliza la FED como guía, que permanece en el 1,5%.





Fuentes: Bureau of Economic Analysis y DB Research.

Si a esto le sumamos que luego de los sobresaltos de inicios de año el mundo está más tranquilo, realmente no hay muchas motivaciones económicas por mantener la tasa en estos niveles. El verdadero motivo parece ser político, la incertidumbre sobre una eventual victoria electoral de Trump. Si bien se encuentra segundo en la mayoría de las encuestas, la diferencia de puntos para nada permite descartar un ocasional triunfo, más aun considerando que viene acortando la diferencia. La FED claramente no quiso correr el riesgo de subir la tasa para luego volver a recortarla ante un eventual triunfo del “Cisne Negro”, si es que este antes no cambia a las autoridades de la FED. El otro día un destacado economista recalca la idea de cerrar importaciones del Frente Renovador como una propuesta al estilo Trump. Sus eventuales medidas traen bastante incertidumbre que claramente los mercados prefieren evitar.



Fuentes: Real Clear Politics.

Resumiendo, si a fines de año EEUU tiene nuevamente un Presidente(a) demócrata, seguramente veremos el inicio en la normalización en las tasas de interés. Sin embargo, esta suba será paulatina, muy gradual y aún al final del camino la nueva tasa de equilibrio será más baja que en el pasado. La Reserva Federal no dará pasos en falso. Ahora bien, los activos de riesgos seguramente sentirán el

impacto, sobre todo algunos bonos largos. Un simple ejercicio, hoy un bono de México al 2031 rinde un 3,1%, mientras un Treasury americano al mismo plazo tiene una TIR del 1.85%. Supongamos que en 2019 la tasa de la Reserva Federal escala al 2%, considerando que los spreads no cambian, el bono americano tendrá un rendimiento del 3.45% mientras que el título mexicano alcanzará una TIR del 4.75%. En términos de precio esto implica que el bono Mexicano caerá cerca de un 15%. Recorte nada despreciable. Nuestros bonos tienen un colchón un poco más holgado dado los altos rendimientos que presentan. Sin embargo, este colchón jugará a favor siempre y cuando nuestra macro este más ordenada en 2019.