

COLUMNISTA INVITADO

El dólar, los bonos y los mercados internacionales de capitales

por Ricardo Pascale (*)



EN FEBRERO, POR primera vez en cinco años, el FED subió las tasas de interés de corto plazo, medida que repitió hasta el 4.25%.

Muchos operadores y analistas mostraron descontento por las reacciones inesperadas en los mercados de capitales y de cambios.

Dos subas en la tasa se asociaron, por una parte, a la mayor caída en años en los precios de los bonos de largo plazo. Por otra parte, se esperaba una cierta apreciación del dólar; en realidad se depreció frente a algunas monedas fuertes.

¿Por qué el FED subió las tasas? ¿A qué se debió el comportamiento no esperado de los bonos y del dólar? ¿Cómo evolucionará el mercado? Son preguntas de debate general.

El FED y las tasas

El FED subió las tasas, principalmente para evitar presiones inflacionarias, que son parte sustancial de sus objetivos. Varios indicadores muestran tendencias difíciles de compatibilizar con una baja de la inflación. El PBI en el último trimestre de 1993 creció un 7% al año y en el primer trimestre de 1994 un 3% contra un estimado del 2.6% (pese al terremoto en California y a la severidad del invierno). Las estimaciones del segundo trimestre se sitúan en torno al 4%, y para el tercero y cuarto debajo del 3%. En EEUU, un crecimiento mayor del 3% es observado con preocupación por responsables de la política pública en términos de su relación con la inflación.

La suba de las tasas era previsible y, en buena medida, fue anunciada por el FED.

Este actuará con cautela y firmeza en su lucha contra la inflación y sus futuras medidas se irán graduando en base a los logros antiinflacionarios. La inflación, medida por el índice de precios de compra internos se sitúa en el 2.6% anual, en lugar del 2.3% previsto.

Los bonos

Entonces la caída tan marcada en los precios de los bonos a 30 años del Tesoro, ¿a qué obedece?

Entre 1989 y 1993 los rendimientos en los citados bonos fueron el 13.6% anual, en tanto que las acciones (S&P 500) lo hicieron para el mismo período al 14.5%. En 1993 tuvieron un rendimiento de 17.2% (las acciones el 10%).

En un contexto tan alejado de las comprobadas asociaciones entre riesgo y retorno, la sobre-reacción del mercado (algo complaciente) no debe atribuirse sólo a la suba de tasas. Varias causas operan en contra de los bonos, en una tan rara confluencia negativa como fue la positiva del año anterior. Entre ellas, el uso exagerado del *leverage* por los operadores, los síntomas de mejoramiento de la economía americana, las pérdidas obtenidas por importantes inversores, la búsqueda de liquidez deshaciendo posiciones en bonos y los papeles con garantía hipotecaria que enlentecieron sus plazos fomentando un cam-

bio del portafolio. Además, se enfrían las negociaciones comerciales con Japón, y el asesinato del señor Colosio sensibiliza los mercados emergentes.

El dólar

La depreciación del dólar, en lugar de la esperada apreciación, contribuye a la confusión, más aun cuando el Bundesbank bajó sus tasas de descuento y la Lombard y los *spreads* de tasas entre el dólar y el marco alemán descienden.

La debilidad del dólar es atribuible a varias causas. El volumen del dólar fuera de EEUU es muy significativo. A él contribuye no sólo el déficit en cuenta corriente de EEUU sino las inversiones de estadounidenses en el exterior. No ha sido posible, asimismo, compatibilizar los tipos de cambio y tasas de interés prevaletientes con las inversiones en dólares reingresados al país por los inversores extranjeros. La política de depreciación del dólar frente al yen, y la percepción que los mercados tienen sobre el razonable valor del dólar completan el cuadro.

En el valor del dólar importa no sólo lo que los bancos centrales están haciendo sino lo que los mercados esperan que ellos hagan, sobre todo el FED y el Bundesbank. Los mercados podrían estar percibiendo que los bancos centrales tendrían que hacer más. Las tasas del marco descendieron, pero el Mercado de Futuros está descontando a un nivel de tasa mayor que el observado previa la baja del Bundesbank.

El futuro

La evolución del mercado de capitales debería tomar en cuenta que el rendimiento de los bonos de largo plazo es muy probable que no se repita en los próximos años. En aquél, las acciones deberían presentar un mayor retorno esperado.

Para finalizar quisiera señalar que operar contra las proposiciones teóricas de amplio respaldo empírico puede hacerse en ciertas circunstancias, pero el futuro de esas políticas es poco promisorio.

En segundo lugar, el efecto *leverage* de potenciación de los rendimientos opera bajo ciertas circunstancias en sentido positivo. Pero la misma potenciación la produce, en un sentido negativo, cuando las configuraciones de las principales variables involucradas se hacen adversas (tasa de los préstamos y rendimiento de los activos).

En tercer lugar, recordar que tanto el FED como el Bundesbank tienen como objetivo primordial evitar la inflación y no van a renunciar a la obtención del mismo. Acaso más, es para todos necesario que se mantengan inflaciones bajas en esos países. Las veces que no fue así, los perjuicios fueron no sólo para ellos, sino también para nosotros. ■

(*) Profesor de Finanzas en la Universidad de la República, ex presidente del Banco Central del Uruguay.