

El cuento de la Tasa de Interés

Por Ricardo Schefer

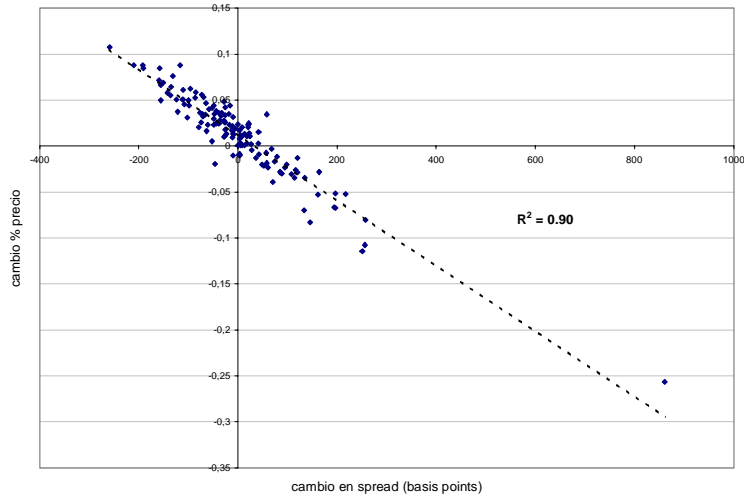
Es frecuente la publicación de trabajos que intentan explicar las crisis en países “emergentes” a partir de aumentos en las tasas de interés mundiales, o por contagios. Es también corriente que informes financieros, de “research”, y de la prensa especializada, pronostiquen malos augurios para los precios de bonos de países “emergentes” toda vez que se percibe mayor probabilidad de un aumento en la tasa de interés de corto plazo en EE.UU. y en los mercados desarrollados. Como la evolución de la tasa de corto plazo en dólares está casi perfectamente correlacionada con la tasa de fondos federales, la “Fed funds rate”, que es fijada por el comité de mercado abierto que encabeza el presidente de la Reserva Federal, frente a una insinuación de un aumento de la tasa de “Fed funds”, o una interpretación que tal insinuación existe, se genera este tipo de pronósticos sobre el valor de las deudas “emergentes”, crisis, y otras consideraciones asociadas respecto de los movimientos de capitales hacia el mundo no desarrollado.

Una argumentación que justifica esta creencia es que para cualquier deudor es mejor que la tasa de interés sea baja. Esto es obvio, pero de orden muy secundario frente a otros factores. Uno es que los cupones de interés de la deuda “emergente” están asociados con las tasas de mediano y largo plazo, y no las de corto plazo. Además, dichos cupones reflejan tasas de algún momento del pasado, cuando fue emitida la deuda, de modo que las tasas corrientes de mercado no influirán en el presupuesto del emisor hasta que la deuda se renueve y se fijen los cupones de los nuevos bonos.

Otro factor que desplaza a las tasas de corto plazo como variable explicativa es que las tasas de mediano y largo plazo se determinan en el mercado, y no por el comité abierto de la Reserva Federal, y que no hay una correlación significativa entre los movimientos de las tasas de mediano y largo plazo y las de corto plazo. Es más, la diferencia entre ambas tasas es cambiante. Por ejemplo, el 30/11/2003 la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años era 3.41% mayor que la tasa a 90 días, pero exactamente tres años antes la tasa a 10 años había sido 0.73% menor que la de corto plazo.

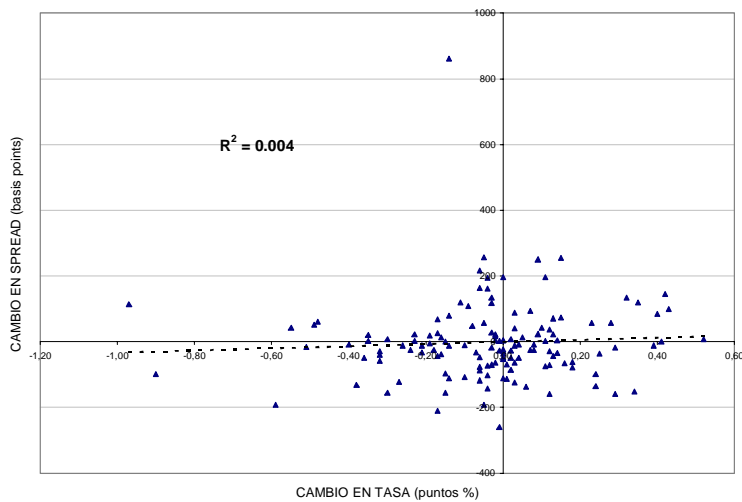
El factor que más relativiza la relación entre el valor de la deuda emergente y las tasas de corto plazo es que, como es sabido, los precios de mercado de la deuda están determinados por la prima de riesgo que se les exige por encima de la tasa de mediano y largo plazo. Esta prima está determinada por el riesgo percibido de las deudas, que cambia en el tiempo y en forma significativa, en función de las buenas o malas noticias respecto de los emisores de la deuda “emergente”. Esta prima de riesgo, y no la tasa de interés de corto plazo, determina casi con exclusividad los cambios en los precios de los bonos “emergentes”.

PRECIO BONOS-PRIMA de RIESGO



Es ilustrativo observar que las variaciones de la prima de riesgo de las deudas “emergentes” no están relacionadas con los movimientos en las tasas de interés de corto plazo, sino por los factores fundamentales de la performance económica de los países. Esto tiene un significado muy importante cuando se interpretan algunas explicaciones que se ensayan acerca de las causas de las crisis. Según lo que muestran los datos, las culpas y los méritos están en los fundamentos de los países emisores, y no en las tasas de interés en el mundo.

CAMBIOS EN PRIMA DE RIESGO , CAMBIOS EN TASA





Fuentes: J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI Brady Narrow)
Federal Reserve