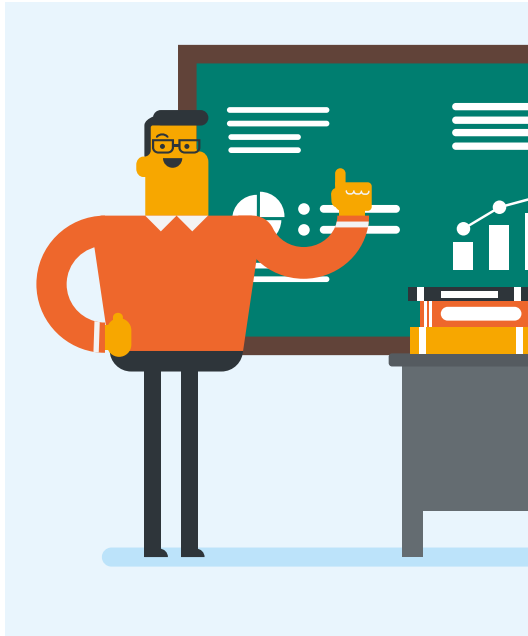


Riesgo y rendimiento: La búsqueda de rentabilidad

Las bajas tasas de rentabilidad tientan a los inversionistas a asumir riesgos, que pueden causar inestabilidad económica y financiera

Jay Surti



CUANDO LAS TASAS DE INTERÉS son altas y la inflación es baja, invertir es tarea fácil: los ahorristas pueden obtener fácilmente rendimientos colocando simplemente sus fondos en letras del Tesoro o activos seguros similares. Pero resulta mucho más difícil cuando las tasas de interés son bajas, como ha sucedido en la mayoría de las economías avanzadas desde la crisis financiera mundial de 2008–09, e incluso desde hace más tiempo en algunas de ellas. Cansados de tasas de interés cero o casi cero, los ahorristas se sentirían tentados a experimentar con activos o estrategias de mayor riesgo con la esperanza de obtener mayores rendimientos. Los economistas denominan a este fenómeno “búsqueda de rentabilidad”.

Los inversionistas privados sacarían su dinero de las cuentas de ahorro para colocarlo en el mercado bursátil. Las empresas intentarían mejorar sus ingresos con inversiones especulativas financiadas mediante deuda, ya que endeudarse es barato. Las instituciones financieras, como los bancos y las compañías de seguros, harían apuestas arriesgadas para mantener sus beneficios, o incluso para sobrevivir. Pero el aumento del riesgo en las carteras incrementa la probabilidad de pérdidas. Al aumentar su nivel de endeudamiento, las empresas se encuentran en una posición más precaria para hacer frente a shocks negativos. El resultado es el aumento de la vulnerabilidad institucional y de la probabilidad de que se produzca inestabilidad económica y financiera.

Activos seguros, activos de riesgo

La capacidad de asumir riesgos y la voluntad de hacerlo difieren: los hogares, las empresas y las instituciones financieras actúan de forma diferente. Aun así, existen fuerzas comunes que influyen sobre todos ellos. La tasa de interés de equilibrio de las letras del Tesoro (la tasa de interés a la cual la demanda de dinero iguala la oferta de dinero) es especialmente importante. El rendimiento de los activos seguros influye en el rendimiento de otras inversiones, incluidos los bonos públicos a largo plazo, los depósitos bancarios y las acciones y bonos corporativos. Los rendimientos de estos activos de mayor riesgo suelen subir y bajar a tono con los rendimientos de los activos seguros.

La tentación de búsqueda de rentabilidad crece cuando los rendimientos de los activos seguros caen a niveles muy bajos durante un largo período, como en Japón y varias economías europeas en las últimas dos décadas. Para los hogares, esto se traduce en bajos rendimientos de los ahorros y una acumulación más lenta de riqueza. Esto hace que sea más difícil realizar aspiraciones del ciclo de vida, como comprar una vivienda, ahorrar para la jubilación o transmitir riqueza a los hijos.

Los hogares intentarán compensar este hecho ahorrando más y gastando menos. (Una excepción importante es Japón, donde los hogares más ricos y de mayor edad, con menor necesidad de aumentar los ahorros precautorios y una capacidad mayor de búsqueda de rentabilidad, han invertido en acciones y bonos de alto riesgo de mercados emergentes). El menor endeudamiento y consumo de los hogares reduce la demanda de bienes y servicios suministrados por las empresas. Como resultado, disminuyen las ventas y los beneficios corporativos. El sector financiero también sufre. La concesión de préstamos bancarios a los hogares disminuye. Al caer las tasas de interés a niveles muy bajos, la diferencia entre las tasas de los préstamos y los depósitos bancarios se estrecha. La combinación de todo ello reduce las ganancias.

Estrategias de búsqueda de rentabilidad

Las empresas, para intentar compensar la falta de consumo provocada por el aumento del ahorro de los hogares, suelen aprovechar de forma oportunista las bajas tasas de interés y endeudarse para financiar inversiones de alto riesgo y alto rendimiento. Esto sucede normalmente de dos maneras distintas. Las empresas pueden invertir en títulos financieros con

mayor rentabilidad o pueden expandirse en nuevos sectores o países, creando una filial o comprando una empresa ya existente. El componente de deuda de estas transacciones suele ser mayor, y la contribución de los propios recursos retenidos de la empresa o de otro tipo de recursos es menor que si la expansión de la empresa fuera el resultado natural del fuerte crecimiento económico y las ganancias de las empresas.

Al igual que las empresas, las instituciones financieras despliegan distintas estrategias de búsqueda de rentabilidad. Los grandes bancos pueden expandirse en el exterior en países con mayor crecimiento y mejores rendimientos de la inversión. Los bancos de tamaño mediano pueden expandirse a nivel nacional, en distintos sectores o regiones, absorbiendo las operaciones de prestamistas locales más pequeños. Por su parte, los bancos más pequeños podrían fusionarse o asociarse con bancos de tamaño mediano, o entre sí, para protegerse de la competencia.

Los economistas no se oponen de por sí a la asunción de riesgos para aumentar los rendimientos: algunos particulares e instituciones gestionan el riesgo mejor que otros, y la asunción de riesgos no pone en peligro necesariamente el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Sin embargo, si las empresas y las instituciones financieras adoptan estrategias de búsqueda de rentabilidad de forma generalizada, puede haber consecuencias para todo el sistema. Esta situación preocuparía a las autoridades económicas.

Riesgos para la economía

La búsqueda de rentabilidad puede aumentar la probabilidad de que se produzcan recesiones más largas y más profundas. Al enfrentarse a shocks económicos negativos, las empresas con un alto nivel de deuda se verían obligadas a realizar mayores recortes de inversiones, y por más tiempo, de lo que ocurriría si no estuvieran endeudadas. Esto reduce el ingreso nacional y el crecimiento económico. Algunas de estas empresas no podrían reembolsar sus préstamos, lo que ejercería presión sobre las ganancias de los bancos y limitaría su capacidad para ampliar el crédito, con lo que el crecimiento económico disminuiría todavía más. Algunos bancos podrían incluso no sobrevivir.

Las empresas que utilizan deuda para financiar adquisiciones arriesgadas afrontan nuevas exposiciones al riesgo difíciles de gestionar. Una empresa de Estados Unidos que se endeuda en su país para crecer en el exterior, o una empresa de un mercado emergente que se endeuda en Estados Unidos para crecer en su país, afrontaría riesgos importantes derivados de la fluctuación del tipo de cambio. Al reembolsar los préstamos y los intereses en dólares, mientras que sus ganancias son en moneda extranjera, la apreciación del dólar aumentaría sustancialmente la carga de amortización. Las empresas utilizan los mercados financieros para cubrir estos riesgos, pero les resulta muy costoso cubrirlos totalmente. Cuando se producen pérdidas, pueden ser grandes.

Como el dólar es una moneda de financiamiento internacional, los incentivos de búsqueda de rentabilidad que surgen en períodos largos de bajas tasas de

interés en Estados Unidos no se limitan a los bancos y las empresas estadounidenses. Las empresas de otros países también se endeudan en Estados Unidos para invertir con una tasa de rentabilidad mayor en sus países. Este arbitraje de tasas de interés entre divisas es arriesgado desde el punto de vista financiero, ya que el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos (o un shock nacional) podría dar lugar a una apreciación del dólar que genere pérdidas. El episodio de turbulencia por el recorte anunciado del estímulo de la Fed en 2013 es un ejemplo de esto: las grandes empresas de mercados emergentes experimentaron pérdidas por arbitraje de tasas de interés entre divisas debido a la apreciación del dólar. Estas pérdidas fueron suficientemente significativas como para reducir de forma importante las valoraciones de mercado de las empresas. En algunos casos, las pérdidas incrementaron la volatilidad en los mercados financieros nacionales.

Los bancos que se expanden en el exterior pueden afrontar pérdidas si no se adaptan a los nuevos retos de la gestión de riesgos. Por ejemplo, la sede central de un banco podría plantearse delegar las decisiones operativas a gerentes locales por ser la forma más eficaz de crecer en un país extranjero. Pero, entonces, el banco se enfrentaría al

Las empresas que utilizan deuda para financiar adquisiciones arriesgadas afrontan nuevas exposiciones al riesgo difíciles de gestionar.

difícil reto de ofrecer incentivos eficaces por desempeño. Se vería tentado a supeditar los salarios y ascensos de los gerentes locales a rendimientos desproporcionadamente altos y empujarlos así a asumir demasiados riesgos.

Por último, la consolidación del sector bancario mediante fusiones de bancos pequeños, o su adquisición por parte de bancos grandes, puede asfixiar la competencia. Esto aumentaría los costos de endeudamiento, en especial de los hogares y las pequeñas empresas, para quienes sería más costoso consumir e invertir, lo que supondría un grave retroceso para el crecimiento inclusivo.

La búsqueda de rentabilidad puede generar beneficios. En un contexto de bajas tasas de interés y de difícil obtención de rendimientos, las apuestas arriesgadas dan buenos resultados al aumentar la renta de los ahorros e inversiones. También llevan capital a nuevos mercados. Pero las autoridades económicas deben permanecer alerta ante los peligros, especialmente los provenientes de inversiones financiadas con deuda especulativa. Algunas apuestas, inevitablemente, no darán buenos resultados. Si esto sucede, las consecuencias para la estabilidad económica y financiera pueden ser graves. **FD**

JAY SURTI es Subjefe de División en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.