



La curva de tipos de interés: predictor de recesiones. Mito o realidad

Los tipos de interés se cotizan en diferentes plazos, corto, medio y a largo plazo, lo que nos proporciona el tipo de interés, que el mercado está dispuesto a exigir a cada estado o empresa. La combinación de todos ellos, nos da una estructura de los tipos de interés en cada país o, lo que llamamos, pendiente de la curva de tipos. La mayor o menor pendiente, que sea positiva o negativa, son situaciones que se producen por las expectativas que tengan de la economía y la inflación los agentes del mercado y, claramente, por los mensajes e intervenciones de los bancos centrales. Cada momento en economía es diferente, y esto se traslada a la curva de tipos de interés con una pendiente determinada. En este artículo, nos centraremos en la pendiente de los bonos emitidos por el Tesoro americano.

La curva de tipos de interés, recoge la relación entre el rendimiento de todos los bonos emitidos por el Tesoro y su vencimiento. A esta relación se la conoce, como estructura temporal de los tipos de interés. Si los tipos de interés a corto plazo son más bajos, que los tipos de interés a largo plazo, la pendiente es positiva, quiere decir que se exige una prima de rentabilidad a los bonos a más largo plazo. En el caso que los bonos a corto plazo tengan unos tipos más elevados, que los del largo plazo, se reconoce como curva invertida. Y, por último, en el caso que los tipos sean parecidos en todos sus tramos, se le conoce como pendiente plana.

Los tipos a corto plazo o de intervención los fija la Reserva Federal, pero los tipos nominales a medio y largo plazo van a estar fijados por las expectativas de inflación y los tipos reales, que a su vez son la composición de todos los tipos reales futuros que utilizará la Reserva Federal. La incertidumbre de estas dos variables es mayor cuanto mayor sea el plazo. Lo normal es que la pendiente sea positiva y lo excepcional es que sea invertida.

La manera que tienen los agentes económicos de interpretar la evolución económica futura se manifiesta en la pendiente de la curva. Una pendiente positiva, nos dice que la inflación en el corto plazo está bajo control y hay crecimiento económico sostenido. Todo lo contrario, si la pendiente está invertida, en donde la inflación es elevada en el corto plazo y requiere de intervención de la Reserva Federal, subiendo los tipos de interés reales, lo que resta crecimiento en el medio y largo plazo, por lo que los tipos son más bajos.

Esta capacidad predictiva de la curva, se ha usado siempre para conocer las probabilidades de recesión en el futuro próximo. El tramo de la curva que más se ha utilizado para analizar el ciclo es la diferencia entre el bono a dos años y el bono a diez años, pero también el tipo de interés a tres meses y el bono a diez años. Usaremos esta segunda, ya que entendemos que es más fiable y la que más analiza la Reserva Federal.

Recesiones	Inversión curva de tipos	Tiempo meses hasta recesión
01/12/69 - 30/11/70	31/07/1969	4
01/11/73 - 31/03/75	31/05/1973	5
01/01/80 - 31/11/82	31/10/1978	14
01/07/81 - 30/11/82	31/10/1980	8
01/07/90 - 31/03/91	28/04/1989	14
01/03/01 - 30/11/01	31/07/2000	7
01/12/07 - 30/06/09	31/07/2006	16
01/02/20 - 30/04/20	30/04/2019	9

Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Junio 2022

Todas las recesiones vienen precedidas por una inversión de la curva de tipos de interés, pero no podemos sacar una conclusión matemática, en términos de tiempo, desde que se invierte la curva hasta que se produce la recesión. Lo que sí está claro, es que siempre que hay recesión económica, viene precedida de una inversión de la curva de tipos de interés unos meses antes. El denominador común de todas las recesiones, es que la inversión de la curva, se produce en procesos de subidas de tipos de intervención por parte de la Reserva Federal americana.

El movimiento de los tipos de interés a corto plazo y a largo plazo, varía por motivos diferentes. Los tipos a corto plazo dependen fundamentalmente, de las expectativas de subidas de tipos de interés, por parte de la Reserva Federal. Los tipos suben para que la Reserva Federal pueda cumplir con su mandato de controlar la inflación, por lo que cuando las expectativas de inflación o la propia inflación se sitúan por encima del 2 %, marcado como objetivo por la Reserva Federal, los tipos a corto plazo tienden a subir. Los tipos a largo plazo se mueven, por la prima de rentabilidad que el mercado estima al tener un vencimiento superior, aunque también influyen otros factores como veremos más adelante. ¿Y por qué se invierte la curva entonces? Porque la subida actual de tipos de intervención, para contener la inflación, se traducirá en un tiempo posterior en una inflación controlada y, probablemente, un menor crecimiento, que hará necesario unos tipos más bajos.

La prima a plazo de los bonos, también se ve influida por factores de oferta y demanda de esos bonos. Podemos citar los siguientes:

- Programas de Expansión Cuantitativa: la Reserva Federal, ha finalizado el último programa de compra de bonos del tesoro, por importe de 80.000 millones de dólares y 40.000 millones de dólares de bonos hipotecarios. Este programa ha hecho que, desde febrero de 2020, hasta la actualidad, se haya situado el balance de la Reserva Federal en 9 billones de dólares.
- La demanda de deuda americana por tenedores extranjeros: este activo es considerado como activo seguro, lo que lo hace estar presente en una multitud de balances y carteras.

Estos dos factores de oferta y demanda influyen en mayor o menor medida en la prima de riesgo de los largos plazos de deuda americana.

Por otro lado, los factores que afectan en que la prima de riesgo entre los cortos y largos plazos sea mayor o menor, pueden ser los siguientes:

- Un mayor riesgo de inflación y, por tanto, una política monetaria más restrictiva como en el entorno actual, haría que se descontaran mayores subidas de tipos de interés.
- Una mayor o menor emisión de deuda del Tesoro por necesidades de financiación.

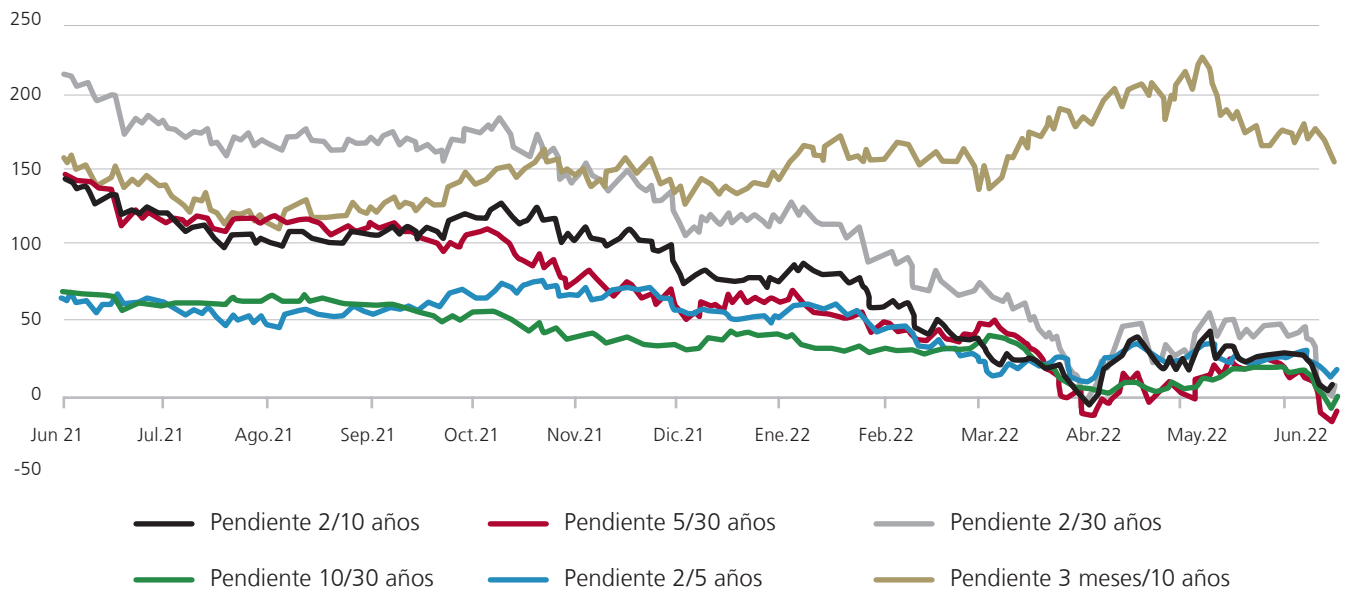
Podríamos citar otros factores, quizás de menor importancia, pero que también influyen en la composición de la curva de tipos de interés.

¿Qué está ocurriendo actualmente en la curva de tipos de interés americana? En lo que llevamos de año, hemos tenido momentos de inversión en la curva de tipos de interés, pero no en todos los plazos.

Como comentábamos al principio del artículo, lo habitual es usar la pendiente de la curva de tipos de interés entre 2 y 10 años, aunque nosotros íbamos a usar como mejor predictor la pendiente de los bonos a 3 meses y a 10 años. Existen otras curvas que también nos van dando mensajes de hacia dónde va la economía americana:

- Pendiente 5 años/30 años.
- Pendiente 2 años/30 años.
- Pendiente 10 años/30 años.
- Pendiente 2 años/5 años.

Pendientes Curva americana



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Junio 2022.

La primera lectura que podríamos hacer del comportamiento de las curvas en 2022 ha sido errática, con momentos de inversión de la curva, descontando una recesión, y momentos con aumento de pendiente, descontando un escenario de estanflación (inflación sin crecimiento). La volatilidad ha sido la nota predominante de los mercados y no hay evidencias definitivas de un escenario o de otro. Además, la pendiente 3 meses/10 años sigue elevada, aunque haya caído, y está lejos de la inversión y, por tanto, de descontar una recesión. La evolución de la inflación y la actuación más o menos severa de la Reserva Federal americana será determinante para ir a un escenario o a otro.

Las recesiones vienen precedidas, por una inversión de las curvas de tipos de interés un tiempo antes. Desde que se invierten las curvas, hasta que comienza la recesión pasa un tiempo difícil de determinar con lo acontecido hasta ahora, pero la lectura de tipos más altos en el corto plazo y tipos más bajos en los tramos largos, nos deben de dejar el mensaje de control de la inflación en el corto plazo, con las subidas de tipos de intervención y crecimiento más bajo en el medio plazo, con tipos a largo bajando.

El incremento más persistente de la inflación, está produciendo una actuación determinante de la Reserva Federal americana. El incremento de los tipos de intervención, más allá de su tipo neutral, puede generar una caída del crecimiento en donde los mercados descuenten un escenario recesivo. Por tanto, la magia de la Reserva Federal estará en encontrar el equilibrio óptimo, para frenar la inflación sin deteriorar en exceso el crecimiento, el tiempo dirá.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.