

Sobre la subida en la rentabilidad de la deuda soberana

La intensificación en las presiones inflacionistas, un fenómeno agravado por la guerra en Ucrania, ha dado lugar a un cambio de ciclo en la dirección de la política monetaria. Atrás están quedando las compras masivas de bonos por parte de los bancos centrales, mientras que los tipos oficiales ya se están ajustando al alza.

En los mercados financieros, este giro se ha reflejado en un marcado ascenso en la rentabilidad de la deuda soberana, una tendencia que, debido a su papel de referencia, también ha afectado al resto de activos financieros.

En EE. UU., por ejemplo, los inversores demandan que un bono del Tesoro a 10 años devengue una rentabilidad 140 p. b. superior a la de diciembre del año pasado (2,9% a finales de abril). En la misma línea, el tipo del *bund* alemán se ubica claramente en terreno positivo (0,9% a finales de abril) y ya acumula una subida de 110 p. b. en lo que va de año. En el resto de la eurozona, el incremento ha sido de unos 140-150 p. b. (véase el primer gráfico), lo que refleja una respuesta moderada de las primas de riesgo.

¿Qué está detrás de la subida?

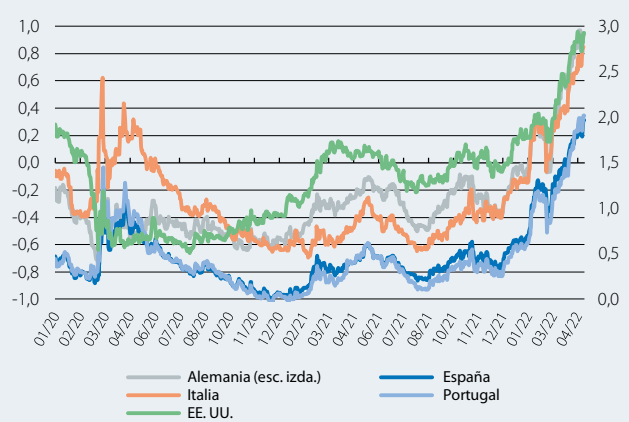
La descomposición de la rentabilidad en los bonos soberanos entre expectativas de inflación y tipos reales revela un comportamiento un tanto diferenciado entre regiones (véase el segundo gráfico).

Mientras que en la deuda europea el ajuste al alza en los tipos nominales se debe al aumento de la inflación esperada durante la próxima década, en EE. UU. la subida en la rentabilidad del *treasury* se explica en mayor medida por el ascenso de los tipos reales. En EE. UU., también, la prima temporal, otro componente relevante en los tipos soberanos nominales, ha mostrado una tendencia descendente, de acuerdo con estimaciones de la Fed.

Estos diferentes patrones entre las dos regiones probablemente reflejan, por un lado, las distintas posiciones en el ciclo económico (mucho más avanzado en EE. UU. que en la eurozona) y, por el otro, una estrategia de retirada de estímulos más agresiva por parte de la Fed respecto al BCE. Estos factores se han visto reflejados en una apreciación del dólar frente al euro (7% desde inicio del año).

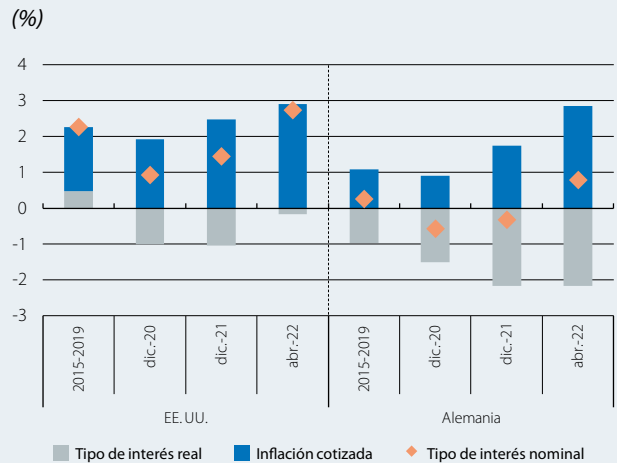
Pero, incluso en EE. UU., los tipos reales a 10 años se han mantenido en terreno negativo, lejos del rango previo al inicio de la pandemia y muy por debajo de la década anterior a la crisis financiera de 2008-2009. Es de esperar que, a medida que la Fed avance en la normalización de la política monetaria, los tipos reales continúen ascendiendo hasta cotas más «normales», quizás en torno al promedio de los cinco años previos a la pandemia (0,5%-1,0% para el bono a 10 años). Esto sería consistente con un tipo nomi-

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años (%)



Nota: EE. UU., España, Italia y Portugal, escala derecha.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Descomposición de los tipos de interés de la deuda soberana a 10 años (%)



Nota: Promedio del periodo.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

nal a 10 años alrededor del 3,0%, suponiendo que las expectativas de inflación se estabilicen en el 2%.

En Europa, esperamos que los tipos reales también aumenten, a medida que el BCE avance en su propio proceso de retirada, primero con el cese de compras netas y, posteriormente, con subidas graduales en los tipos oficiales.

Para ambas regiones, el nivel de llegada, o de equilibrio, de los tipos reales dependerá de factores estructurales, asociados, entre otros elementos, al crecimiento potencial de la economía, cuestión que analizaremos con más detalle en otro Focus.¹

1. El tipo de equilibrio es aquel que satisface la ecuación de ahorro igual a inversión, es decir, el que sitúa el crecimiento de la economía en su potencial. Véase el Focus «¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?» en el IM09/2017.

¿Qué nos dice la forma de la curva en EE. UU.?

En esta sección nos enfocamos en un aspecto que suele captar mucha atención en los mercados financieros: la forma de la curva de tipos soberanos y, en particular, la pendiente de la curva del Tesoro estadounidense.

Y es que el diferencial entre los tipos en ciertos tramos de la curva es comúnmente visto entre los inversores como un barómetro de expectativas sobre la dirección de la política monetaria y el crecimiento económico a largo plazo.

De hecho, la inversión de la curva de tipos soberanos ha sido un indicador que ha predicho correctamente cada recesión en EE. UU. de los últimos 60 años, con la excepción del año 1966 y el breve episodio de 1998. No es de extrañar, entonces, que la reciente inversión de la curva del *treasury* para ciertos tramos (por ejemplo, el bono a 10 años *versus* el de 2 años) haya encendido algunas alarmas sobre una posible recesión.

Un escenario que, no obstante, no está recogido en las previsiones del consenso de analistas, que, al igual que nosotros, proyecta un crecimiento positivo del PIB, aunque descendiente, en los próximos años.

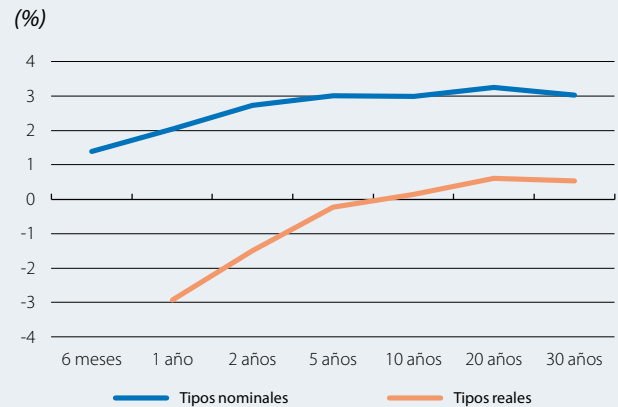
En nuestra opinión, esta disyuntiva puede ser explicada por diferentes razones:

Primero, la curva de tipos se encuentra distorsionada por factores técnicos, lo que, a su vez, refleja el abrupto giro en la política de compras de activos de la Fed. Y es que, en tan solo unos meses, el banco central no solo dejó de añadir bonos públicos a su balance (a razón mensual de 80.000 millones de dólares), sino que, además, anunció que espera iniciar la reducción de su cartera de activos este año (con un límite mensual de 60.000 millones).

Segundo, hay que tener en cuenta lo rápido que también ha evolucionado la comunicación sobre la normalización en los tipos oficiales. En tan solo seis meses, el votante mediano del FOMC pasó de descartar subidas de tipos en 2022 (en la reunión de septiembre de 2021) a favorecer al menos siete incrementos este año (en la de marzo de 2022), con miras a llevar el intervalo de tipos por encima del nivel estimado para el largo plazo en 2023. Dicho ajuste ha presionado al alza tanto los tipos implícitos en los mercados monetarios como los tipos soberanos en los tramos cortos de la curva, más condicionados por el nivel de los tipos de interés oficiales.

En tercer lugar, la aparente distorsión en la curva de tipos soberanos refleja también una trayectoria un tanto inusual en la inflación cotizada, con niveles muy elevados en los próximos 24 meses, pero que se moderan, cerca de los objetivos del banco central, a largo plazo. De hecho, en los bonos indexados a la inflación, el diferencial de tipos en el tramo 10-2 años permanece en terreno positivo, cer-

EE. UU.: tipos de interés de la deuda soberana a diferentes plazos



Nota: A cierre del 30 de abril de 2022.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

ca de los máximos desde 2015, dando pocas señales de recesión (véase el tercer gráfico). Esto es consistente con estimaciones de nuestro modelo estadístico, que, utilizando el diferencial entre los tipos nominales a 3 meses y 10 años, asigna una probabilidad menor al 15% de recesión, similar a lo expuesto por la Fed recientemente.²

Nuestro escenario central de resiliencia económica se fundamenta en que, por un lado, el dinamismo del mercado laboral y la buena posición financiera del sector privado más que compensarán los efectos negativos de la elevada inflación y la retirada de estímulos monetarios. Por el otro, en que las disrupciones de oferta y el conflicto en Ucrania gradualmente tenderán a ir mejorando. El balance de riesgo sobre este escenario, no obstante, sigue sesgado a la baja.

Antonio Montilla

2. Véase <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-20220325.htm> y el Focus «Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.» en el IM05/2018.