

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Santiago Mora

Diciembre 13 de 2011

Curva de rendimientos de la deuda soberana: Mensajes desde los Estados Unidos

A pesar de la reducción en la calificación de riesgo de Estados Unidos a manos de S&P, los títulos del tesoro americano con vencimiento a diez años han mantenido niveles históricamente bajos, en el rango 1.8-2.4% durante este último trimestre de 2011. Mucho se ha discutido sobre el efecto que habría tenido sobre la curva de rendimientos de la deuda americana el hipotético anuncio de inyecciones de liquidez adicionales por parte de la FED (el llamado QE3): ¿Acaso la habría empujado por los riesgos de rebrote inflacionario en momentos en que su inflación bordea el 3.5-4% anual?; o ¿Acaso la habría “invertido” ante la señal de una inminente recesión?

Difícil extraer una única conclusión. Por ahora la FED ha buscado una recomposición de liquidez hacia títulos de mediano plazo por cuenta de la llamada “operación *Twist*”, una forma de satisfacer esa demanda por liquidez sin inyectar recursos adicionales (en neto). La tendencia actual de dicha curva debería ser a mantenerse “invertida”, lo que tradicionalmente se hubiera interpretado como señal de desaceleración económica a futuro y, eventualmente, de recesión.

En efecto, esta señal ha acompañado las últimas 7 recesiones en los EE.UU., exceptuando las de 1968 y 1998 (ver *The Economist*, julio 7 de 2010). El buen carácter predictivo de la curva de rendimientos “invertida” está asociado a la “visión” que de allí se desprende en relación con el efecto neto que tendrá la demanda agregada sobre la inflación y el crédito a futuro; si su fuerza es débil, habrá menores presiones inflacionarias-crediticias y las tasas de interés irán a la baja.

Ahora bien, la coyuntura actual del mercado monetario-crediticio de EE.UU. es muy especial. Estamos entrando al quinto año de la crisis (2007-2011) con una gran debilidad de la demanda agregada, donde el contagio fiscal causa temores de rebotes inflacionarios dada la abundancia de dinero en la economía. ¿Cómo interpretar entonces las curvas de rendimiento en presencia de “trampas de liquidez”, sabiendo que las tasas nominales no pueden ser inferiores a cero (prácticamente su nivel actual frente al referente de 0.25% nominal que ha mantenido la FED desde 2009 y planea mantener hasta mediados del 2013)?

Continúa

CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavillas.com.co

Somos  AVAL

Somos  Banco AV Villas

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Santiago Mora

A este respecto cabe recordar el caso de Japón, país que a principios de la década de los noventa exhibía una “curva invertida”. Desde entonces ha experimentado lento crecimiento (promediando un 1% anual) y períodos de deflación. Así, sus crisis han dejado de anunciarse con la “inversión de la curva” y en su lugar se observa un aplanamiento de ella. Existen entonces similitudes entre la situación japonesa y lo que EE.UU. podría experimentar en el futuro cercano, en ambos casos con retornos reales negativos sobre sus tesoros. ¿Por qué entonces los dineros buscan dichos mercados de deuda? La principal razón es la búsqueda de refugios líquidos y garantes de protección frente a desvalorizaciones en renta variable, tanto en el mundo desarrollado (-10% anual) como en el emergente (hasta -30%), ver *The Economist*, de septiembre 3 de 2011.

El gráfico adjunto ilustra cómo los *spreads* en los rendimientos de tres meses y diez años del tesoro americano permanecen positivos (ver gráfico 1). Nótese que, a pesar de la posible fase recesiva del período 2011-2012, dicha curva no exhibe una “inversión”. En Colombia, la situación es muy distinta: las expectativas de inflación han venido al alza durante septiembre-octubre de 2011, llevando (finalmente) al Banco de la República (BR) a aumentar su tasa en 25 pbs en su reunión de finales de noviembre, elevándola a 4.75%. Se observa una curva empinada que campaneaba simultáneamente un buen crecimiento económico a futuro (en el rango 4.5-5.5%), con riesgos de recalentamiento inflacionario y crediticio, lo cual el BR ha decidido apaciguar (ver gráfico 2).

En síntesis, leer las curvas de rendimiento se ha vuelto complejo en economías con abundancia de liquidez y tasas nominales cercanas a cero. Vimos cómo en el caso de Japón y EE.UU. dichas curvas de rendimiento tienden a aplanarse bajo estas circunstancias, rompiéndose la tradicional asociación entre “inversión de la curva” y un pronóstico de recesión o desaceleración económica. A pesar de que ambos países enfrentan grave deterioro fiscal, con relaciones Deuda Publica/PIB de 94% en los Estados Unidos y de 220% en Japón, curiosamente muchos mercados están buscando “seguridad y liquidez” en la deuda de estos países, manteniendo la parte larga de las curvas con rendimientos reales negativos.

