



«En ausencia de otros factores, cabe esperar en adelante una elasticidad similar y, por tanto, un alza de rentabilidades a largo plazo.»

Deriva alcista en tipos

Desde un par de semanas antes al último FOMC de la Reserva Federal a mediados de septiembre, la curva de tipos de interés de deuda del Tesoro de los EEUU ha experimentado un repunte relativamente intenso, cercano a los 25 puntos básicos (pb) para el vencimiento a diez años. La curva de deuda soberana alemana ha experimentado un movimiento similar en dirección, aunque de cuantía inferior, de en torno a 15 pb para el bono alemán a diez años, poniendo de manifiesto una vez más el «arrastre» existente entre ambos mercados.

Estando aún lejos de los máximos recientes de rentabilidad alcanzados entre marzo y junio de 2017 (2,65% y 0,60% para deuda estadounidense y alemana, respectivamente), es un movimiento destacable pues se produce coincidiendo con la antesala de la introducción de alteraciones en la configuración de las políticas monetarias no convencionales aplicadas por la Reserva Federal y el BCE.

La Fed ha anunciado ya que, a partir de octubre, dejará de reinvertir gradualmente los vencimientos de deuda del Tesoro de los EEUU y de bonos con respaldo hipotecario (*Mortgage backed securities* o MBS) hasta alcanzar una velocidad de cruce de 50.000 millones al mes a finales de 2018. El impacto que la acumulación de deuda del Tesoro ha tenido durante la expansión de balance

de la Reserva Federal está bien documentado¹ y se sitúa en torno a 0,1 puntos porcentuales de menor rentabilidad -vía reducción de la prima por plazo aplicada por el mercado- por cada aumento de un punto porcentual en su cuota de tenencias de deuda del Tesoro. En ausencia de otros factores, cabe esperar en adelante una elasticidad similar y, por tanto, un alza de rentabilidades a largo plazo.

En el caso del BCE, será a finales de octubre cuando se anuncie, salvo sorpresa, la estrategia a seguir para comenzar a reducir las compras netas del Programa de Compra de Activos (*Asset Purchase Programme*). Aunque hay diferencias importantes entre esta medida y la ahora decidida por la Reserva Federal (el BCE sigue aumentando balance mientras que la Reserva Federal reduce el suyo), en ambos casos se reduce el nivel de estímulo. Sin contar con estimaciones tan precisas como las arriba mencionadas para el caso estadounidense, la experiencia y la lógica de aquel mercado permiten pensar en que la dirección del impacto será similar.

No obstante, otro factor tan relevante o más a la hora de explicar el movimiento acaecido en las curvas de tipos de interés en últimas semanas se encuentra en la señal de confianza emitida por la Reserva Federal en el último FOMC. Sus proyecciones de crecimiento, tasa de paro y deflactor del

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi. Twitter: @JMAafi

consumo privado suponen una reafirmación de su convicción en el cumplimiento de sus objetivos. Y su reflejo, el mantenimiento de una senda esperada para el tipo de los Fondos Federales muy por encima de las expectativas del mercado.

En el mismo sentido ha presionado la recuperación de la expectativa de aprobación de estímulos fiscales en EEUU (más bien recorte de impuestos), hundida desde hace meses. Al impacto potencial en actividad económica de dichos estímulos fiscales, en principio positivo en consumo y, por tanto, con potencial traslado a mayor presiones en un mercado laboral ya en pleno empleo, se une la potencial perturbación sobre las cuentas públicas en caso de no ser medidas neutrales en recaudación.

Este movimiento de tipos se ha producido en paralelo a un incremento de las alusiones a la sobrevaloración generalizada de activos (renta variable, crédito corporativo y la propia deuda soberana). Aunque el mercado lleva preparándose, y parece que también se ha ido posicionando, para un alza gradual del nivel general de las curvas de tipos de interés, si el repunte es más rápido e intenso de lo esperado, es posible que se generen fricciones de cierto calado en los mercados.

Y a todo esto, no hemos introducido en el cóctel la abundancia de riesgos de cola. Pero esa es otra historia para otro artículo. Por el momento, se impone la vigilancia sobre los tipos de interés ::

¹ B. Csonto and C.Tovar, June 2017. Uphill Capital Flows and the International Monetary System, IMF.