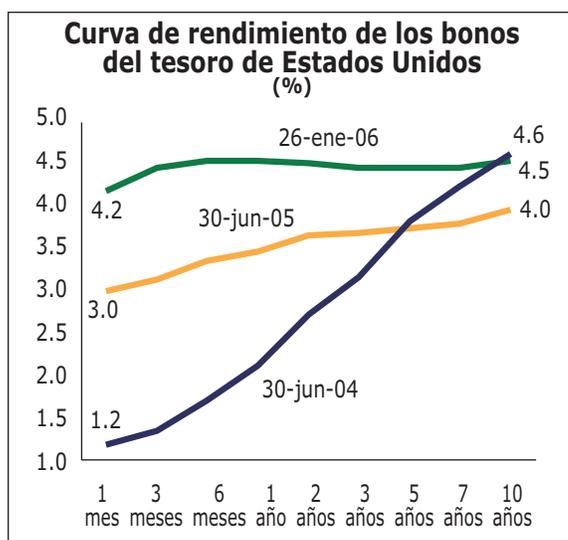


## Las tasas de interés de la Fed y las señales recesivas

Tras 18 años de regentar como *Chairman* del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Sr. Greenspan se despide con un alza de 25 puntos básicos en sus tasas de referencia, dejando su tasa repo en niveles de 4.5% anual. Se han completado entonces 14 alzas consecutivas y no cabe la menor duda que se está llegando al ansiado nivel de “neutralidad”, desde que se elevaron las tasas de niveles del 1% en junio de 2004.

Sin embargo, esta alza ya estaba descontada por el mercado, luego la noticia del momento no es el nivel alcanzando, sino el “aplanamiento de la curva de rendimientos” de los bonos del tesoro de los Estados Unidos. En efecto, la tradicional pendiente positiva (con diferencias de 100-300 puntos básicos) que se genera entre la curva de 10 años y la del mercado monetario de corto plazo (tres meses) ha prácticamente desaparecido y ambos bonos se han venido tranzando con diferencias casi nulas.

Los últimos registros (antes del alza de este 31 de enero) indican que mientras la tasa de interés de los bonos de 10 años se ubicaba en 4.5%, la del mercado monetario de tres meses estaba en 4.45%, lo cual implica un spread de apenas 0.05% (ver gráfico adjunto).



Fuente: U.S. Departamento del Tesoro.

El peligro de este aplanamiento y la posible “inversión de la curva de rendimientos” es que esta ha sido una señal histórica sobre el advenimiento de una recesión en el futuro cercano. Por ejemplo, en las recesiones de las décadas de 1970 y 1980 y, aún en las más recientes de 1990 y 2001, la señal previa había sido un diferencial negativo o cercano a cero entre las tasas de interés de largo y las de corto plazo. Sin embargo, la lectura de la curva de rendimientos se ha ido complicando debido a cambios profundos en los mercados monetarios. Quien hubiera pronosticado recesiones en Estados Unidos en 1995 y nuevamente en 1998, fundamentado en el comportamiento de dicho diferencial, se habría equivocado. ¿Cómo interpretar entonces el actual aplanamiento de la curva de rendimientos? ¿Es acaso otra falsa alarma sobre la llegada de una recesión?

Se viene argumentando que, en los últimos 10 años, las expectativas de inflación de los agentes han bajado considerablemente. Parte de la explicación tiene que ver con el legado del saliente *Chairman* de la Fed (el llamado Greenspan-*Put*, que ha obrado como una “cobertura” contra mayores inflaciones). Si este

Continúa



## Comentario económico del día

efecto prevalece bajo el nuevo mandato de Bernanke, la historia de los “aplanamientos” de la curva como señal anticipada de las recesiones tendría que reescribirse.

La mala noticia es que el mercado, en estos inicios de año 2006, ha estado preocupado por algunas señales recesivas, en parte asociadas al impacto inicial del alza en las tasas de interés sobre el mercado hipotecario (ver nuestro Diario de enero 24). Si bien la correlación histórica entre el diferencial de tasas de interés (largo vs. corto plazo) y las fuerzas recesivas se ha debilitado en términos históricos, existen factores estructurales (altos déficit fiscales y externos) que apuntan en la dirección de una menor solidez económica en el año 2006 respecto al año 2005. Adicionalmente, le preocupa al mercado el bajo nivel real de las tasas de interés de mediano plazo en los bonos gubernamentales, que tiene explicaciones coyunturales. De una parte, la liquidez internacional y, de otra, la compra sustancial de reservas internacionales por parte de algunos Bancos Centrales (especialmente los asiáticos).

Así las cosas, pese a las falsas señales que dió la curva de rendimientos de los *treasuries* en la mitad de los años noventa, persiste el riesgo del inicio de una fase recesiva en la economía de los Estados Unidos, probablemente con mayor fuerza hacia finales del 2006 e inicios del 2007. La clave está en no perder de vista los determinantes fundamentales de la economía, que si bien continúan “anestesiados” por la liquidez de corto plazo, terminarán imponiéndose; lección que aplica de igual forma para el seguimiento de los mercados monetarios y bursátiles de Colombia.

\* *Con la colaboración de Alejandro Vera.*

Consúltelo en el home [www.anif.org](http://www.anif.org)