

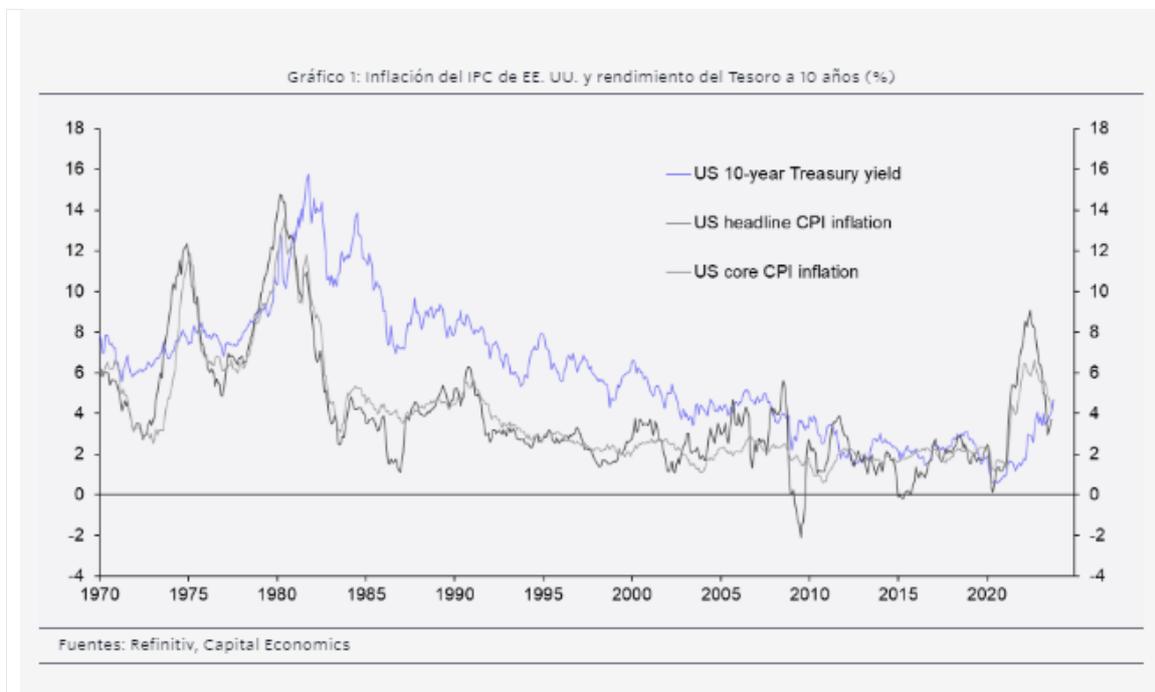
¿La caída de la inflación, en última instancia, hará bajar los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense?

2 de noviembre de 2023

- **Aunque los rendimientos de los bonos del Tesoro han vuelto a caer en los últimos días, el panorama general es que todavía son mucho más altos que cuando la inflación general y subyacente alcanzaron su punto máximo hace más de un año en Estados Unidos. En este *Focus*, examinamos el papel de la inflación en la liquidación de bonos del Tesoro. Nuestra conclusión es que los rendimientos probablemente seguirán cayendo, pero se estabilizarán en un nivel mucho más alto que antes de la pandemia.**
- Las preocupaciones sobre la inflación han sido una causa clave de la venta masiva de bonos en los últimos años. Pero la inflación parece haber tocado techo y, aun así, los rendimientos de los bonos del Tesoro han seguido aumentando. De hecho, aproximadamente la mitad del aumento del rendimiento del Tesoro a 10 años desde su mínimo pospandémico se ha producido *después* del pico de la inflación anual del IPC. Esto es inusual, ya que la caída de la inflación suele ir acompañada de menores rendimientos de los bonos del Tesoro. (Ver Cuadro 1.)
- **Una razón es que las expectativas de inflación a largo plazo nunca aumentaron tanto como la inflación general o básica. Por lo tanto, no había mucho margen para que retrocedieran y bajaran los rendimientos de los bonos del Tesoro, después de que la inflación alcanzara su punto máximo.** En todo caso, las expectativas de inflación a largo plazo parecen haber aumentado *incluso* cuando la inflación ha disminuido (al menos según una estimación), aunque todavía no son particularmente altas.
- **Otra es que también se estima que la compensación requerida por los inversores por asumir el riesgo de inflación –reflejada en las primas de riesgo de inflación (PIR)– aumentó recientemente e impulsó al alza los rendimientos de los bonos del Tesoro.**
- **La tercera razón, y posiblemente la más importante, es que los inversores ahora piensan que la política monetaria tendrá que ser mucho más estricta en el futuro que durante la última década para que la inflación vuelva a alcanzar su objetivo y se mantenga allí.** El resultado es que los

rendimientos reales han aumentado mucho, lo que ha elevado mucho más los rendimientos de los bonos del Tesoro.

- **Creemos que los rendimientos de los bonos del Tesoro seguirán cayendo a medida que la inflación siga disminuyendo.** Si bien dudamos que las expectativas de inflación o el IRP retrocedan mucho, creemos que los rendimientos reales disminuirán a medida que la Reserva Federal realice recortes más rápidamente de lo que esperan los inversores.
- **No obstante, creemos que, en promedio, la política monetaria estadounidense será significativamente más estricta en el futuro que entre la crisis financiera mundial (CFG) y el inicio de la pandemia, con rendimientos reales y nominales de los bonos del Tesoro más altos que entonces.** Pronosticamos que el rendimiento del Tesoro a 10 años promediara un poco más del 4% durante la próxima década, lo que se compararía con un promedio de alrededor del 2,4% durante la década de 2010.



¿La caída de la inflación, en última instancia, hará bajar los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense?

Los rendimientos de los bonos del Tesoro han seguido aumentando a pesar de que tanto la inflación general como la subyacente alcanzaron su punto máximo hace más de un año en Estados Unidos. Es cierto que la liquidación de bonos parece haber perdido un poco de fuerza en los últimos días. Pero los rendimientos de los bonos del Tesoro todavía no están lejos de sus niveles

más altos desde antes de la GFC. En este *Focus*, examinamos el papel de la inflación en la liquidación de bonos del Tesoro.

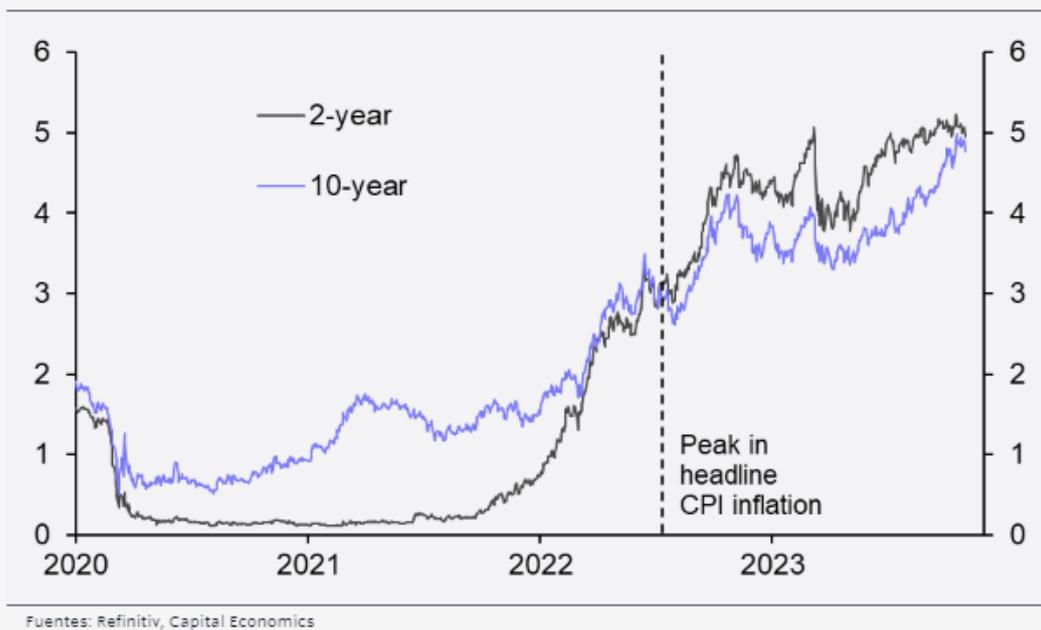
La primera sección prepara el escenario. El segundo sostiene que tanto las expectativas de inflación futura como la incertidumbre sobre la inflación han aumentado, lo que ha contribuido a la venta masiva de bonos. La tercera sección analiza el papel clave desempeñado por las tasas reales, que han aumentado notablemente a medida que los bancos centrales comenzaron su lucha contra la inflación. La última sección concluye con nuestras previsiones sobre el rendimiento del Tesoro a 10 años.

CONTEXTO

La gran liquidación de bonos comenzó hace casi dos años. Una de sus causas clave fue la preocupación por la inflación, provocada por los temores sobre la política monetaria y fiscal ultralaxa implementada en todo el mundo después de la pandemia; las interrupciones del suministro provocadas por las medidas para prevenir la propagación del COVID-19; el impacto del aumento de los costos de la energía sobre otros precios tras la invasión rusa de Ucrania; y una economía sobrecalentada en Estados Unidos.

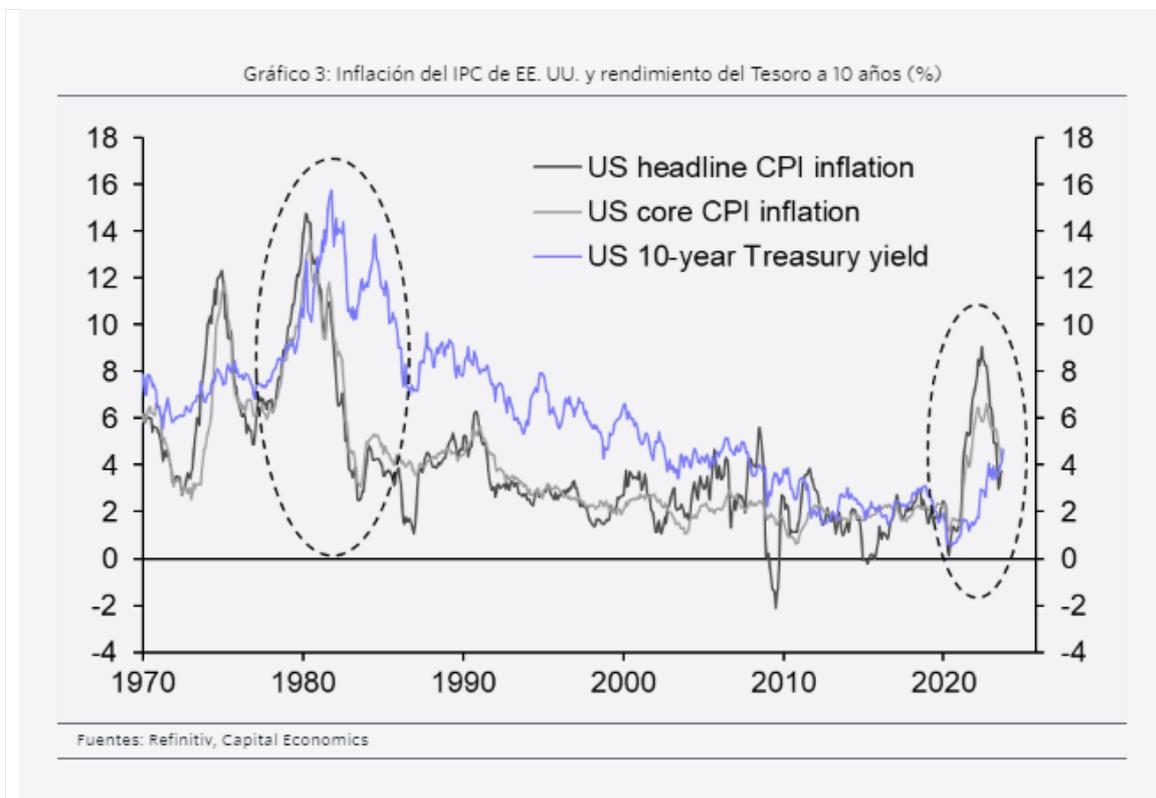
La inflación –tanto general como básica– parece haber alcanzado su punto máximo hace más de un año en Estados Unidos. Pero eso no ha impedido que los rendimientos de los bonos del Tesoro sigan aumentando. (Ver Cuadro 2.)

Gráfico 2: Rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. (%)



El rendimiento de los bonos del Tesoro a 2 años ha aumentado alrededor de 500 puntos básicos (pb) desde mediados de 2020, y el rendimiento del Tesoro a 10 años en casi 450 pb. Aproximadamente la mitad de esos aumentos se han producido desde el pico de la inflación anual.

Esto es muy inusual, ya que la caída de la inflación generalmente ha ido acompañada de menores rendimientos de los bonos del Tesoro. ([Véase el gráfico 3.](#)) Una excepción clave se produjo a principios de la década de 1980, cuando la Reserva Federal siguió ajustando la política monetaria a pesar de la fuerte caída de la inflación, lo que llevó al rendimiento del Tesoro a 10 años a seguir aumentando después de que la inflación alcanzó su punto máximo. Y el rendimiento del bono a 10 años se mantuvo particularmente alto en relación con la inflación durante varios años.



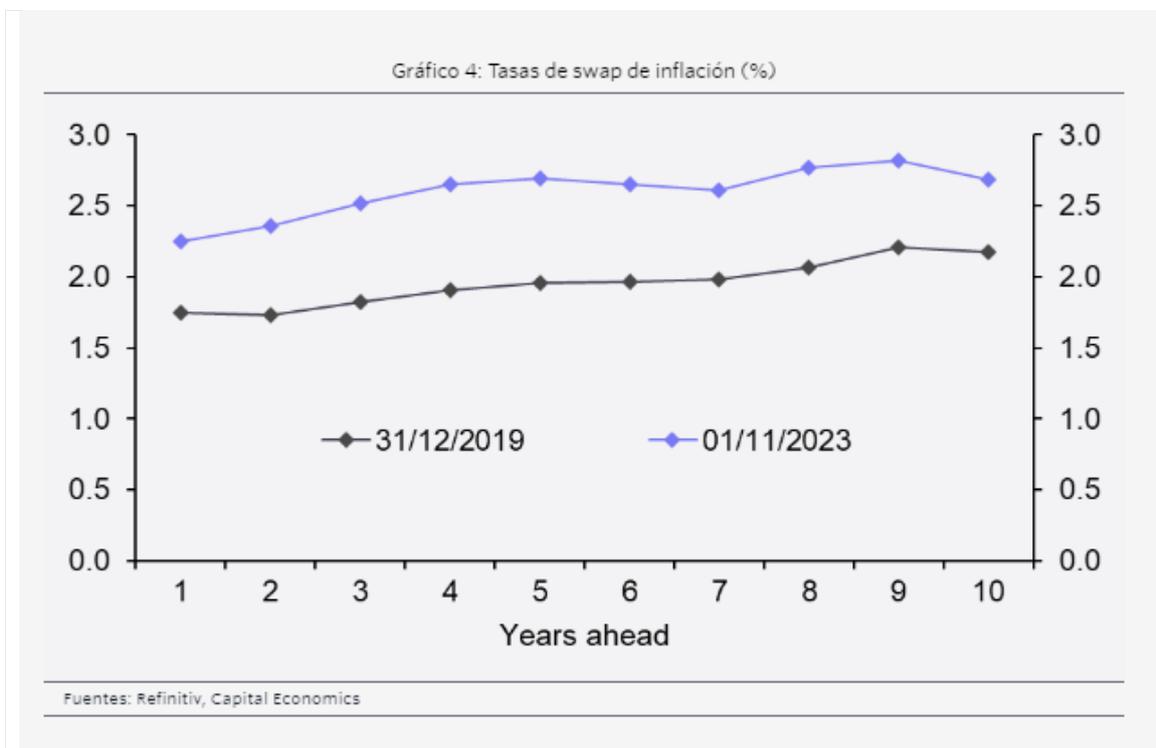
Para comprender esta divergencia, en las siguientes secciones analizamos las diferentes formas en que la inflación ha afectado los rendimientos de los bonos del Tesoro.

EL AUMENTO DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Una de las razones por las que los rendimientos de los bonos del Tesoro no han seguido las medidas comunes de inflación es que las medidas

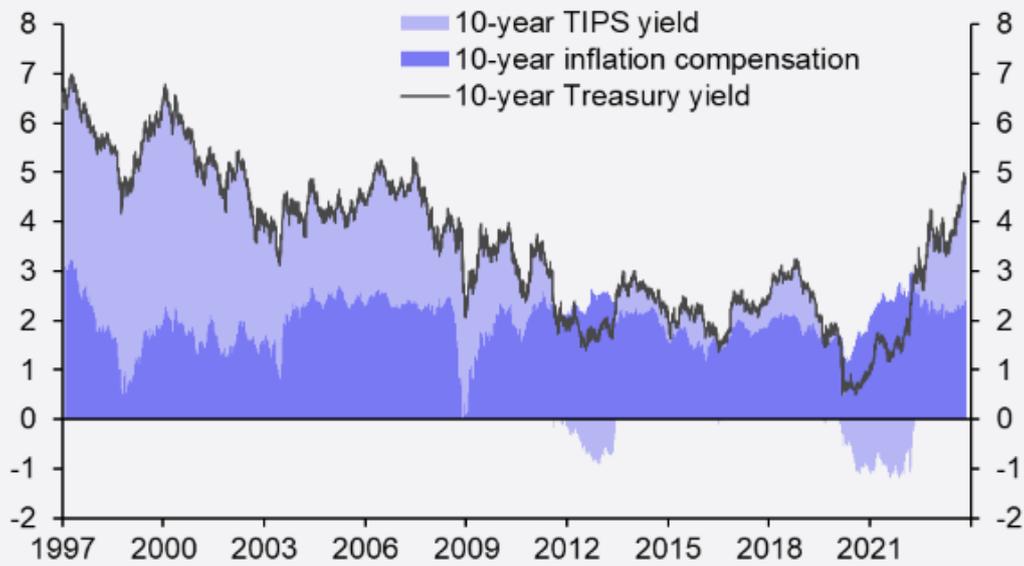
prospectivas de compensación de la inflación nunca aumentaron tanto como la inflación real. Las cifras de inflación que reciben más atención (en el caso de Estados Unidos, el IPC y la inflación PCE) miran hacia atrás. Sin embargo, cuando los inversores deciden invertir en bonos a largo plazo, como bonos del Tesoro a 10 años, lo que realmente les importa es la trayectoria de la inflación durante la vida restante de estos títulos.

Esto significa que las medidas de inflación *prospectivas* son más importantes cuando se piensa en bonos del Tesoro a largo plazo. Desde la pandemia, la compensación por inflación, medida por los tipos swap de inflación, ha aumentado entre 50 y 75 puntos básicos a lo largo de la curva. (Ver Cuadro 4.)



De manera similar, la inflación implícita a 10 años (otra medida de compensación de la inflación calculada como la diferencia entre el rendimiento de los bonos del Tesoro convencionales a 10 años y el de los TIPS a 10 años) ha aumentado un poco desde la pandemia. (Ver Cuadro 5.)

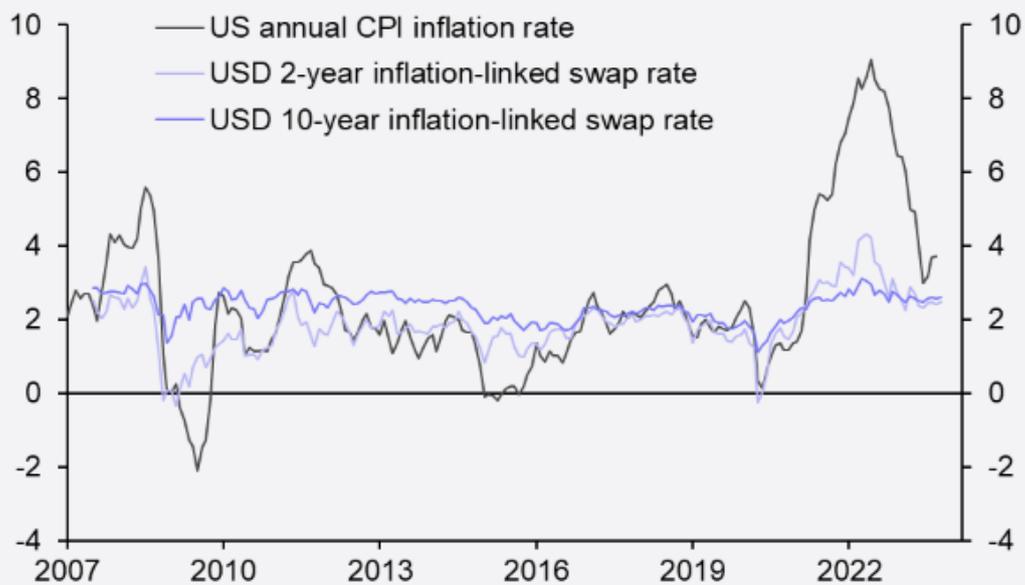
Gráfico 5: Rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años (%)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

Pero el aumento de la compensación inflacionaria ha sido mucho menos dramático que el aumento de la inflación general o básica del IPC. (Ver Cuadro 6.)

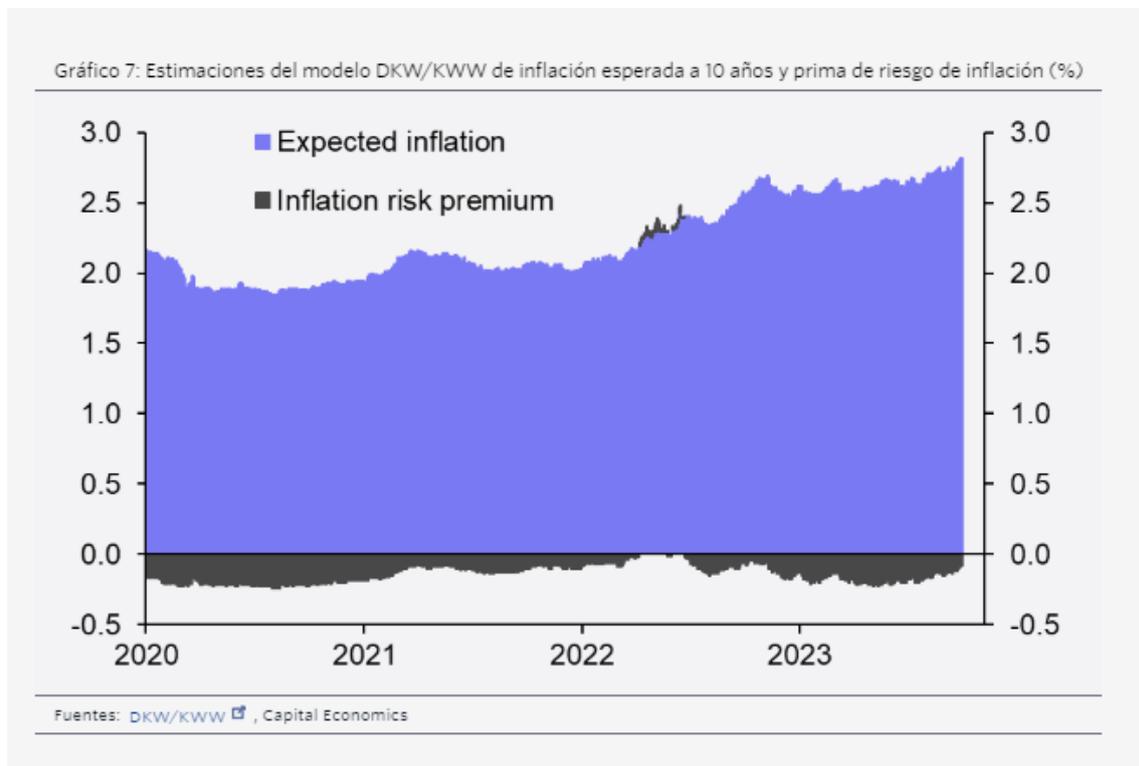
Gráfico 6: Inflación del IPC de EE. UU. y tasa de swap vinculada a la inflación del USD (%)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

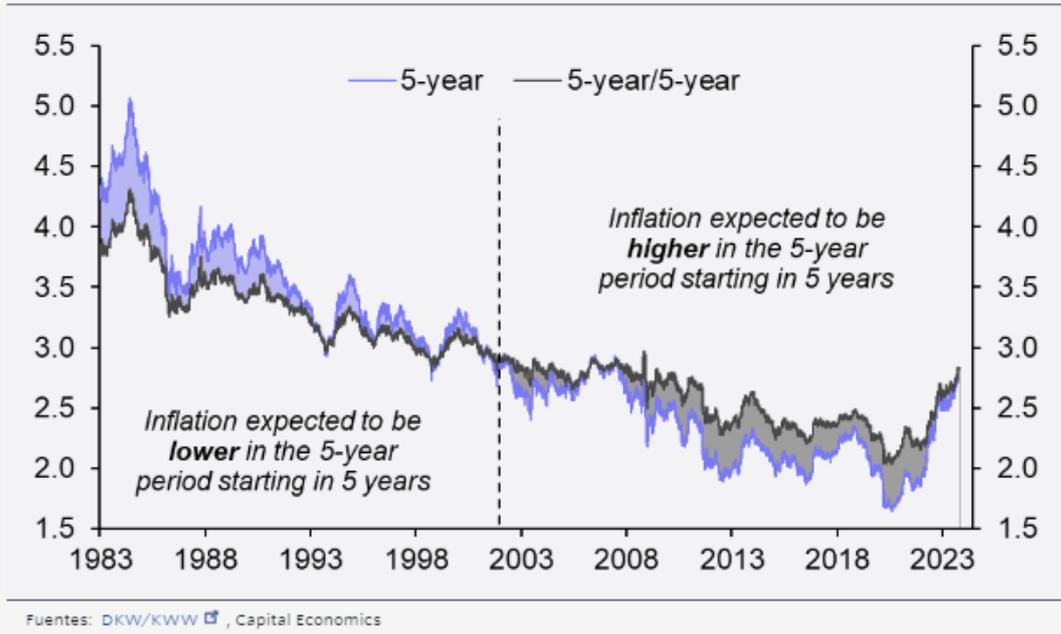
Pensar en las posibilidades de que la compensación por inflación vuelva a caer es útil desglosarla aún más en expectativas de inflación y prima de riesgo de inflación (PIR).

Un modelo que estima este desglose, el [modelo DKW/KWW](#) creado por economistas de la Reserva Federal, sugiere que la inflación esperada durante la próxima década ha aumentado de alrededor del 2% justo antes de que comenzara la pandemia de COVID-19 a aproximadamente el 2,8% a finales de septiembre. El último mes del que se dispone de datos. (Ver Cuadro 7.)



De hecho, los inversores ahora parecen esperar que la inflación promedie el mismo durante los próximos cinco años que durante los cinco años posteriores (el período de “cinco años/cinco años adelante”). Ese no ha sido el caso desde finales de los años 1990, lo que nos sugiere que los inversores piensan que el período posterior a la GFC –cuando la inflación era baja pero se esperaba que aumentara– ya terminó y que los riesgos están más equilibrados. (Ver Cuadro 8.)

Gráfico 8: Estimaciones del modelo DKW/KWW de las expectativas de inflación de EE. UU. (%)



En general, parece que las expectativas de inflación no han aumentado tanto como la inflación general o básica porque los inversores siempre pensaron que las presiones sobre los precios disminuirían en algún momento. Pero esto significa que no había mucho margen para que las expectativas de inflación hicieran bajar los rendimientos de los bonos del Tesoro después de que la inflación alcanzara su punto máximo. De hecho, las expectativas de inflación parecen haber seguido aumentando desde entonces.

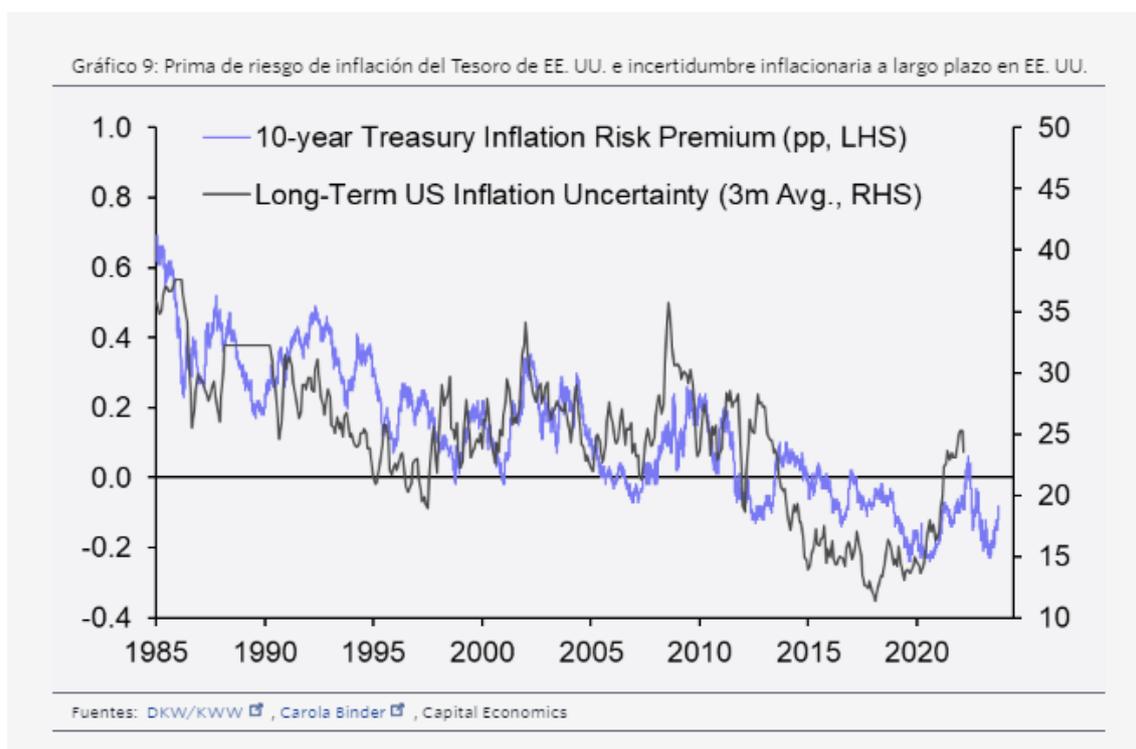
A primera vista, las expectativas de inflación del 2,8% durante los próximos 10 años no parecen coherentes con el objetivo del 2% de la Reserva Federal. Sin embargo, la Reserva Federal tiene como objetivo la inflación PCE, que suele ser inferior a la inflación IPC, la medida utilizada en el modelo DKW/KWW. Y, según ese modelo, la inflación esperada promedió poco menos del 3% durante la mayor parte de la década de 2000, cuando la Reserva Federal tuvo bastante éxito en alcanzar su objetivo de inflación. Por lo tanto, las expectativas de inflación de alrededor del 2,8% en el modelo no significan *necesariamente* que haya espacio para que ellas (y los rendimientos a largo plazo) caigan.

No obstante, si estamos en lo cierto en que las presiones sobre los precios seguirán disminuyendo, las expectativas de inflación a largo plazo aún podrían caer un poco. Creemos que [la inflación subyacente volverá a caer al 2% a mediados de 2024](#), y una desaceleración de la inflación de los servicios

de vivienda se sumará a la desinflación ya evidente en la inflación de bienes subyacentes.

Más adelante, una cuestión clave será si la inflación se estabilizará finalmente y dónde en el mundo pospandémico. Esperamos que la inflación se vuelva más volátil en el largo plazo, con riesgos sesgados al alza. De hecho, sospechamos que los shocks inflacionarios de oferta serán más frecuentes debido a la fractura de la economía global y al cambio climático. Esto nos sugiere que las expectativas de inflación seguirán siendo más altas durante la próxima década que durante la anterior.

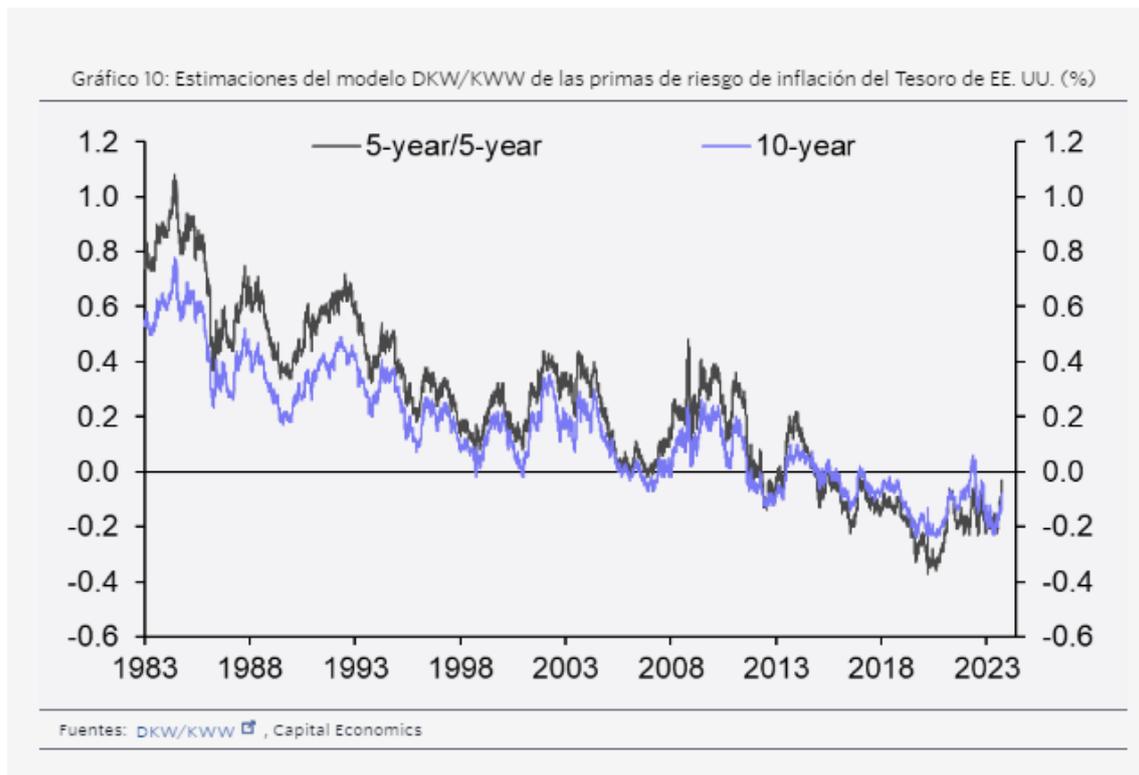
Mientras tanto, el modelo DKW/KWW también proporciona una estimación de la prima de riesgo de inflación, que generalmente se define como la compensación requerida por los tenedores de bonos por asumir el riesgo de inflación. Siguiendo este modelo, el IRP a 10 años ha tendido históricamente a seguir medidas de incertidumbre inflacionaria a largo plazo, como la calculada por la economista Carola Binder, aunque esa serie de datos termina a finales de 2022 (ver gráfico 9).



Es cierto que las estimaciones sugieren que históricamente el IRP a 10 años ha tenido poca influencia en el rendimiento del Tesoro a 10 años, al menos en comparación con las expectativas de inflación. (Véase nuevamente el gráfico 7.) Pero entre mediados de la década de 1980 y la pandemia, el PIR de los bonos del Tesoro a 10 años todavía estaba en una clara tendencia a la baja,

cayendo de aproximadamente 0,6 puntos porcentuales a tan solo -0,2 puntos porcentuales .

Sin embargo, desde entonces se estima que el IRP del Tesoro a 10 años ha aumentado en más de 15 pb, y el IRP a 5 y 5 años en más de 30 pb. Esto sugiere que la percepción de riesgos para la inflación es ahora algo elevada en comparación con inmediatamente antes de la pandemia. (Ver Cuadro 10.)



Es más, estas estimaciones sólo llegan hasta finales de septiembre; Es posible que el IRP haya aumentado aún más, dado el aumento de las primas por plazo en otros modelos desde entonces.

Nuestra opinión de que la inflación será más volátil en el futuro nos lleva a pensar que es más probable que el IRP aumente más que que retroceda en los próximos años. Después de todo, los PIR siguen siendo muy bajos en comparación con los estándares anteriores.

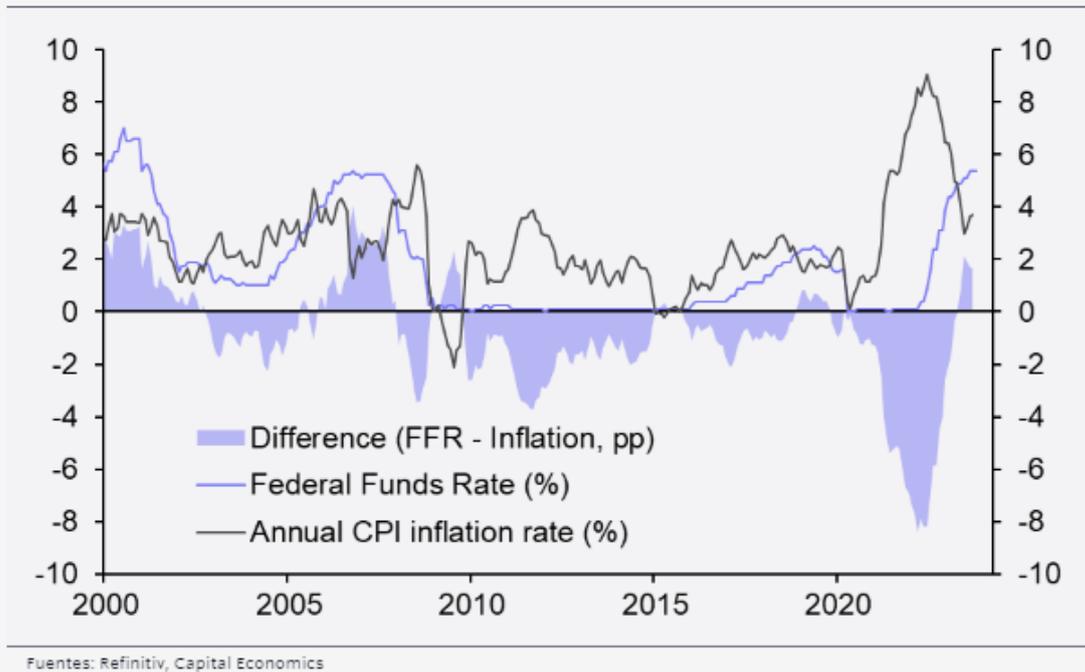
EL AUMENTO DE LOS TIPOS REALES

Teniendo en cuenta todo esto, tal vez no sea sorprendente que la compensación por inflación haya aumentado recientemente. Pero la mayor parte del aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro a

largo plazo no se debe a la compensación inflacionaria. Más bien, se debe a un aumento de los rendimientos *reales*.

La mayoría de las subidas de tipos de los bancos centrales fueron, al menos inicialmente, mucho menores que los aumentos de la inflación (este fue especialmente el caso en Estados Unidos). (Ver Gráfico 11.) Por lo tanto, se podría suponer que las tasas reales no han aumentado mucho.

Gráfico 11: Tasa de fondos federales e inflación del IPC de EE. UU.

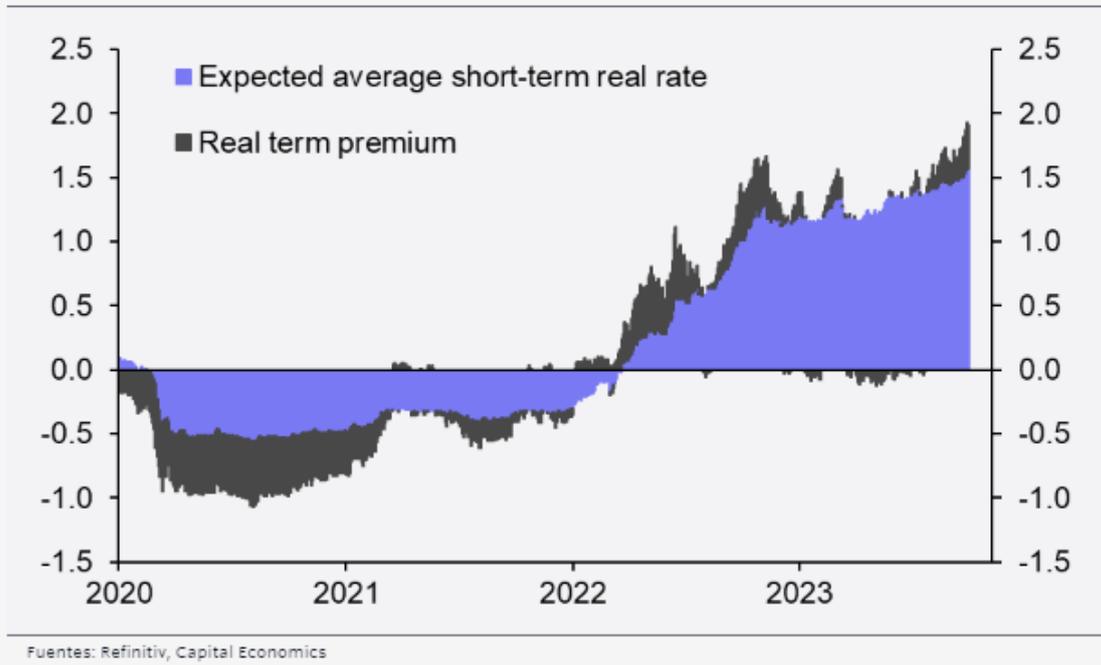


Sin embargo, como se señaló en la sección anterior, las expectativas de inflación han aumentado mucho menos que la inflación misma, ya que los inversores siguen confiando en que los bancos centrales eventualmente lograrán que la inflación vuelva a alcanzar su objetivo. La otra cara de la moneda es que esperan que esto sólo sea posible con tasas de política monetaria “más altas durante más tiempo”. De modo que las medidas prospectivas de las tasas de interés reales han aumentado significativamente.

Esto se refleja notablemente en el aumento del rendimiento de los TIPS a 10 años, desde aproximadamente *menos* 1% cuando la Reserva Federal comenzó a subir las tasas en marzo de 2022 a aproximadamente 2,5% ahora. (Véase nuevamente el gráfico 5.) Es cierto que esto parece haber reflejado en parte una prima por plazo real más alta. Pero también puede deberse a las expectativas de una tasa de fondos federales reales más alta en promedio. La estimación del modelo DKW/KWW de la tasa de política real promedio de

corto plazo durante los próximos 10 años, por ejemplo, ha aumentado de alrededor del 0% a más del 1,5% durante ese período. (Ver Cuadro 12.)

Gráfico 12: Estimaciones del modelo DKW/KWW de la tasa real esperada a corto plazo y la prima a plazo real (%)



Creemos que los rendimientos reales volverán a caer. Esto refleja nuestra opinión de que [la Reserva Federal recortará las tasas antes y más rápidamente](#) de lo que actualmente se descuenta en los mercados, a medida que la inflación en Estados Unidos regrese a su objetivo y la economía estadounidense se tambalee.

No obstante, sospechamos que las tasas de interés reales serán más altas durante la próxima década que entre la crisis financiera mundial y el inicio de la pandemia. Las tasas de interés reales esperadas eran muy bajas hasta el brote de COVID-19 porque los bancos centrales estaban luchando por aumentar la inflación y mantenían políticas muy acomodaticias. Y los tipos neutrales también parecían bastante bajos. Pero, en nuestra opinión, ese ya no es el caso. Creemos que [la era de las 'tasas ultrabajas' ha terminado](#) y que la tasa real de equilibrio será más alta durante la próxima década que durante la última. Y también anticipamos que la prima por plazo real será mayor en el futuro, en particular debido a las [preocupaciones sobre la política fiscal estadounidense](#) y [una demanda más débil del exterior](#).

CONCLUSIÓN

En general, parece que el aumento de la inflación ha hecho subir los rendimientos de los bonos del Tesoro directamente –pero levemente– a través

de las expectativas de inflación y la prima de riesgo de inflación, e indirectamente –pero con mucha más fuerza– a través de las expectativas de tasas reales. A medida que la inflación cae, es posible que estas tendencias se reviertan parcialmente.

Creemos que los rendimientos de los bonos del Tesoro seguirán cayendo a medida que la inflación siga disminuyendo. Si bien dudamos que las expectativas de inflación o el IRP retrocedan mucho, creemos que los rendimientos reales disminuirán a medida que la Reserva Federal realice recortes más rápidamente de lo que esperan los inversores.

No obstante, creemos que, en promedio, la política monetaria estadounidense será significativamente más estricta en el futuro que entre la crisis financiera mundial (CFG) y el inicio de la pandemia, con rendimientos reales y nominales de los bonos del Tesoro más altos que entonces. Pronosticamos que el rendimiento del Tesoro a 10 años promediará un poco más del 4% durante la próxima década, lo que se compararía con un promedio de alrededor del 2,4% durante la década de 2010.

Hubert de Barochez , economista de mercados, hubert.debarochez@capitaleconomics.com

https://www.capitaleconomics.com/publications/global-markets-focus/will-falling-inflation-ultimately-push-us-treasury-yields-down?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-c6fcb513-24cc-4aa4-9cd0-e5833258a3ce&utm_term=Regular%20Report-c6fcb513-24cc-4aa4-9cd0-e5833258a3ce