

# Cómo el momento de los recortes de tipos podría afectar a los rendimientos de los bonos

6 de diciembre de 2023

- Creemos que los rendimientos de los bonos soberanos en la mayoría de las principales economías generalmente alcanzarán sus mínimos aproximadamente al mismo tiempo durante el próximo año. Pero como el Banco de Japón parece dispuesto a contrarrestar la tendencia una vez más, los rendimientos allí pueden ser una excepción.
- La reciente caída de los rendimientos de los bonos soberanos es un reflejo de las crecientes expectativas de que los bancos centrales están dispuestos a recortar agresivamente las tasas de interés. (Ver Gráfico 1.) Una pregunta clave es si cualquier diferencia en los *tiempos* de los próximos ciclos de flexibilización tendrá alguna importancia para esos rendimientos. Para responder a esto, hemos analizado los ciclos monetarios desde la década de 1970 y cómo han interactuado con los rendimientos.
- Para empezar, vale la pena señalar que los rendimientos de los bonos soberanos en las principales economías de mercado desarrolladas se han movido un poco menos en la década de 2020 que en las dos décadas anteriores. Pero todavía están estrechamente correlacionados, especialmente si se los compara con los años 1970 y 1980. (Ver Cuadro 2.)

Gráfico 1: Expectativas de tasas de fondos federales implícitas en OIS y rendimiento del Tesoro a 10 años (%)



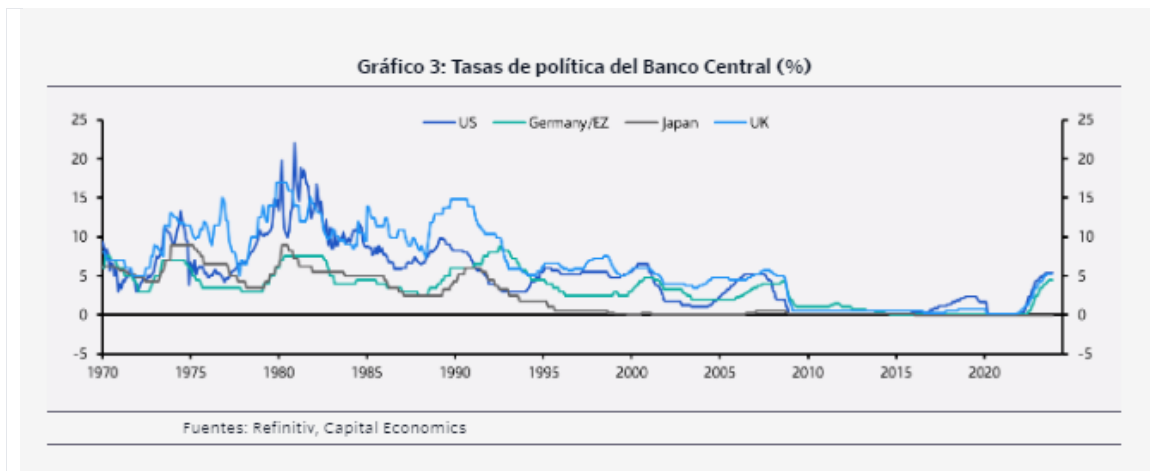
Gráfico 2: Correlaciones entre los cambios mensuales en los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años y el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años



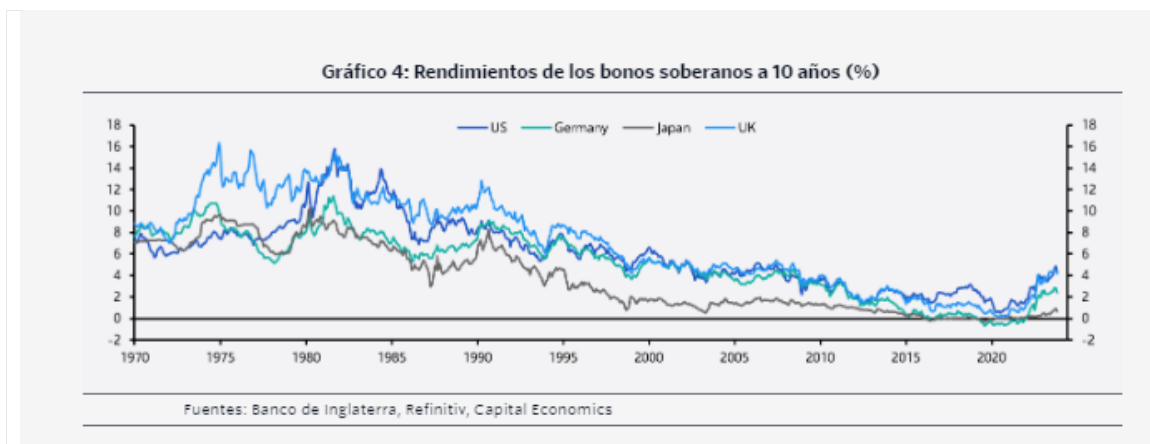
Fuentes: Banco de Inglaterra, Refinitiv, Capital Economics

- En parte, esto probablemente se debe a que la política monetaria en las principales economías estuvo significativamente desincronizada durante períodos prolongados en aquel entonces, de una manera que podría decirse que ha sucedido menos desde entonces.
- El “shock Volcker”, por ejemplo —el rápido ciclo de ajuste de la Fed que comenzó a finales de los años 1970— comenzó mientras las tasas de corto plazo en Japón y Alemania Occidental estaban cayendo. (Véase el gráfico 3; es cierto que las tasas oficiales de corto plazo no han sido las herramientas de política monetaria preferidas de los bancos centrales durante todo el período mostrado, pero creemos que aún

proporcionan una guía decente para saber si la política se está endureciendo o flexibilizando.)



- Quizás como consecuencia de ello, aunque el rendimiento del Tesoro a 10 años comenzó a aumentar a principios de 1977, los rendimientos a 10 años en las dos últimas economías no aumentaron seriamente hasta unos dos años después, cuando los bancos centrales locales comenzaron sus propios ciclos de ajuste. . (Ver gráfico 4.) Y posteriormente el rendimiento a 10 años *alcanzó su punto máximo* mucho antes en Japón que en otros lugares, probablemente porque el banco central de ese país comenzó a recortar mucho antes.



- A mediados y finales de la década de 1980 el panorama fue similar. Es cierto que el modesto ajuste monetario de la Reserva Federal a mediados de la década, que se produjo mientras otros bancos centrales importantes todavía estaban recortando, parece haber ejercido cierta presión al alza sobre los rendimientos fuera de Estados Unidos, especialmente en Alemania. Pero los rendimientos en esas otras economías en realidad no comenzaron a aumentar significativamente hasta que sus bancos centrales comenzaron a ajustar sus políticas más tarde esa década.
- De hecho, a finales de los años 1980 y principios de los años 1990, el panorama de los rendimientos se había invertido: estaban aumentando mucho más rápidamente en Europa y el Reino Unido que en Estados Unidos, en parte debido al ajuste monetario en Alemania en respuesta a la política posterior de ese país. boom económico de unificación. (El Reino Unido y algunos otros países también se vieron obligados a

ajustar sus tipos de cambio, en parte porque sus tipos de cambio estaban fijados a los de Alemania a través del MTC. Pero, en ese momento, la Reserva Federal estaba *recortando* los tipos.) Y si bien esas subidas en Europa parecieron ejerció cierta presión al alza sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro, el efecto fue sólo pequeño. El resultado fue que el pico del ciclo de finales de los 80 y principios de los 90 en el rendimiento del Tesoro a 10 años se produjo casi tres años antes del pico del rendimiento del Bund a 10 años.

- **Pero la sincronización de la política monetaria –o la falta de ella– probablemente no sea toda la historia.** El ciclo de aumentos de “desinflación oportunista” de la Reserva Federal a mediados de los años 90 comenzó mientras otros bancos centrales importantes recortaban *las* tasas (aunque el Banco de Inglaterra se unió tardíamente al ciclo de aumentos a fines de 1994, cuando la Reserva Federal casi había terminado de subir las tasas). Pero los rendimientos de los bonos soberanos a 10 años –especialmente fuera de Japón– se movieron más o menos en línea con el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años.
- También hubo cierta variación en los tiempos de los ciclos de ajuste de mediados de la década de 2000 y, sin embargo, los máximos y mínimos en los rendimientos de los bonos, incluso en Japón, se alinearon bastante estrechamente con los de los rendimientos en Estados Unidos.
- **Puede ser que la globalización financiera –que ha hecho que los flujos de inversión sean más móviles con el tiempo– haya obligado a los bonos de otros lugares a seguir más de cerca a los bonos del Tesoro. Pero independientemente de la causa, la experiencia de los ciclos recientes nos sugiere que sería necesaria una divergencia significativa en la política monetaria para dar lugar a ciclos notablemente diferentes en los rendimientos de los bonos soberanos. Eso no es, en su mayor parte, lo que esperamos.** Esperamos que la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra comiencen a realizar recortes el próximo año, incluso si el Banco de Inglaterra lo hace un poco más tarde que los otros dos.
- **¿Qué significa esto para nuestras previsiones?** A pesar de la reciente caída de los rendimientos y de las expectativas sobre las tasas oficiales, seguimos pensando que los inversores están subestimando la rapidez con la que la Reserva Federal recortará las tasas en los próximos dos años, razón por la cual creemos que los rendimientos en EE.UU. tienen que seguir cayendo. Por el contrario, creemos que son, en todo caso, demasiado moderados con respecto al BCE (y, en el corto plazo, al Banco de Inglaterra) tras las caídas especialmente pronunciadas de los rendimientos en Europa últimamente. Pero, como ha sido el caso en las últimas tres décadas, sospechamos que la caída en el rendimiento del Tesoro a 10 años que proyectamos sería suficiente para arrastrar a la baja los rendimientos en Europa de todos modos, y los rendimientos en las tres economías alcanzarían sus mínimos alrededor de al mismo tiempo.
- **En nuestra opinión, Japón es la única economía de mercado desarrollada que aún podría ser una excepción en este frente.** Es cierto que sólo esperamos un aumento bastante simbólico a principios del próximo año, para que la tasa de política vuelva a estar por encima de cero. Y el rendimiento del JGB a 10 años *ha* seguido en términos generales los ciclos de otros rendimientos durante las últimas dos décadas, incluso si sus movimientos han sido mucho más moderados. En parte, por eso no esperamos un gran aumento en ese rendimiento el próximo año. Pero sí creemos que la diferencia en política monetaria con otros lugares será suficiente al menos para mantener el rendimiento del JGB a 10 años tan alto como está ahora incluso si, como esperamos, los

rendimientos caen un poco más en otros lugares. Y es posible, en nuestra opinión, que la primera subida de tipos de Japón desde mediados de la década de 2000 provoque una reacción un poco mayor en el mercado de bonos interno, ayudando a que el rendimiento a 10 años aumente *un* poco, tal vez incluso superando su máximo reciente.

- **Publicaremos un conjunto completo de pronósticos actualizados para los rendimientos de los bonos soberanos (y para otros mercados financieros globales importantes) en nuestra *Perspectiva de los Mercados Globales* la próxima semana.**

**Thomas Mathews**, economista senior de mercados,  
[thomas.mathews@capitaleconomics.com](mailto:thomas.mathews@capitaleconomics.com)

[https://www.capitaleconomics.com/publications/global-markets-update/how-timing-rate-cuts-could-affect-bond-yields?utm\\_source=Sailthru&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Regular%20Report-cf46daab-3829-4350-a8e7-588ecb72b0c2&utm\\_term=Regular%20Report-cf46daab-3829-4350-a8e7-588ecb72b0c2](https://www.capitaleconomics.com/publications/global-markets-update/how-timing-rate-cuts-could-affect-bond-yields?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-cf46daab-3829-4350-a8e7-588ecb72b0c2&utm_term=Regular%20Report-cf46daab-3829-4350-a8e7-588ecb72b0c2)