

Alex Fusté
Chief Global Economist
Andbank
alex.fuste@andbank.com
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)

Aplanamiento e inversión de la curva. ¿Preludio de una recesión?

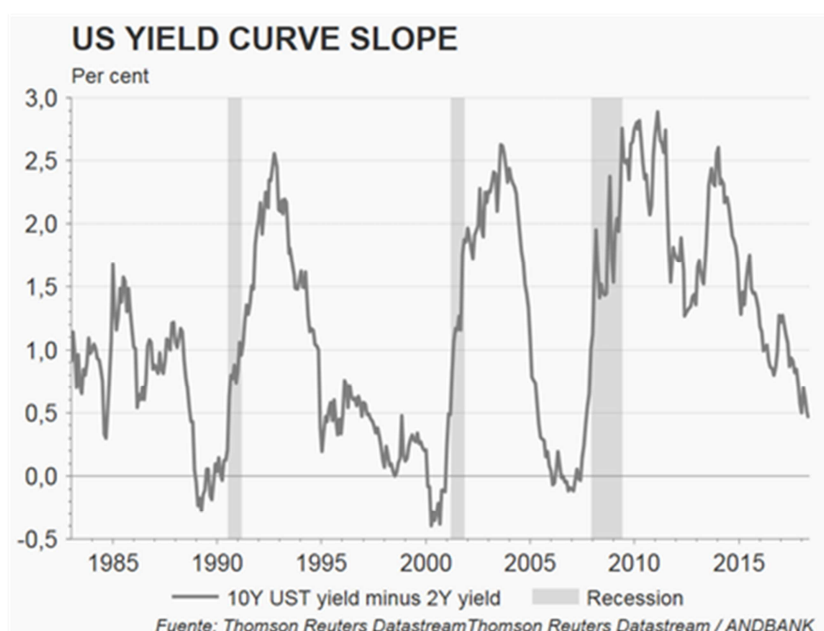
Los teóricos (y por consiguiente muchos de ustedes también) relacionan la inversión en la curva de tipos de interés con una mayor probabilidad de recesión. Tal proclamación es el fruto de acomodar dos premisas en el razonamiento.

- i. Los tipos a corto plazo se asocian con el coste del capital (financiación)
- ii. Los tipos a largo plazo convergen con el PIB estructural, y éste, a su vez, se asocia con el retorno del capital.

Por ello, una curva invertida implicaría: Coste del Capital > Retorno del Capital => Recesión inevitable. Bueno, solo puedo decir que tal propuesta puede ser académicamente reprobable, pero una cosa está clara. Aquí no importa lo que yo piense. En mercados suele ser más rentable descifrar el pensamiento colectivo.

La pregunta que muchos me hacen es: ¿Acabará el actual proceso de aplanamiento de la curva de tipos en dólares en una inversión total de la curva, y luego en una recesión, deterioro en márgenes y caídas de bolsas?

Cuando se materializa la inversión en la curva por un periodo sostenido (10-12 meses), siempre hemos asistido a periodos de recesión económica



La pregunta es relevante pues el gráfico superior muestra cómo cuando se materializa la inversión en la curva por un periodo sostenido (10-12 meses), siempre hemos asistido a periodos de recesión económica (seguidos de una comprensión en los márgenes y caídas en los mercados de acciones). Mi respuesta es que sí. Sí creo probable que asistamos a un escenario de curva invertida. ¿Por qué? El actual proceso de aplanamiento en la estructura de tipos

de interés no refleja un proceso reciente, si no que empezó en 2013. La historia nos muestra que tales movimientos prolongados de aplanamiento desembocan siempre en inversión de la curva (obsérvense los procesos de 1989, 2000 y 2006). Bien, en esta ocasión probablemente ocurra lo mismo. Hay razones poderosas para que así sea: (1) Powell ha señalado que no se verá disuadido, en su deber de subir tipos, por la amenaza de inestabilidad en mercados. (2) En la medida que la Fed suba tipos gradualmente, presionará los tipos a corto al alza, mientras que amortiguará las expectativas de inflación futura, moderando cualquier aumento en la TIR de los tramos largos. El resultado será un mayor aplanamiento en la curva, y una eventual inversión de la misma.

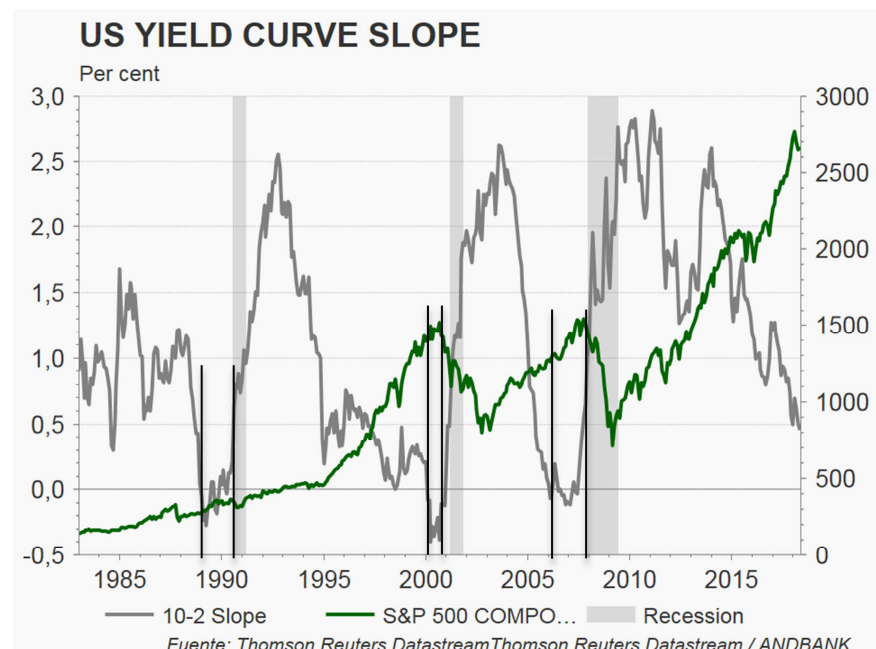
Una inversión en la curva (y la amenaza de una recesión) parecen aún distantes en el tiempo.

¿Debo entonces deshacerme de todas mis posiciones en *equity*? Yo no lo haría. Podría resultar en un movimiento costosísimo. Mis razones para no precipitarme:

Aún con la TIR del 10Y estancada en 3%, harían falta 2 subidas más de la Fed para ver una inversión en la curva (y la Fed ya ha dejado claro que será muy gradual). Eso nos deja a finales del 2018. Y si el bono del Tesoro USA 10Y sube hasta 3,25%+ (como así prevemos), eso implica que no habrá inversión en la curva hasta Abril-Junio del 2019. Así pues, esa amenaza parece aún distante en el tiempo.

Juzgando en base a la historia, observamos también que una vez alcanzada la inversión en la curva, el S&P goza aún de un período/entorno benigno por un espacio de 10-16 meses (ver gráfico inferior, espacio entre segmentos)

Una vez alcanzada la inversión en la curva, el S&P goza aún de un período/entorno benigno por un espacio de 10-16 meses



Sumando ambos aspectos, obtengo: 8-12 meses hasta ver la inversión de la curva, más 10-16 meses alcistas en bolsa desde la inversión en curva. Los que sugiere unos 23 meses de escenario potencialmente benigno desde el punto actual.