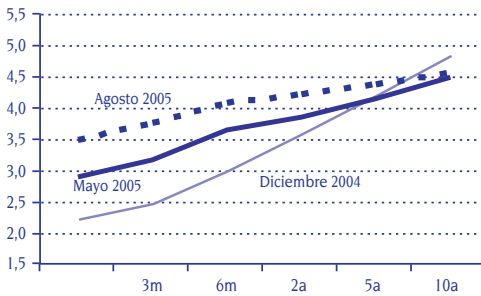


Gráfico 49
EUA: CURVA DE RENDIMIENTO DE
TÍTULOS FINANCIEROS
 (En %)



ciclo de alzas medidas de su tasa de política monetaria. Desde dicha fecha ha elevado su tasa en diez oportunidades, subiendo desde 1,0 por ciento a 3,5 por ciento.

74. Estas alzas sucesivas de la tasa de política monetaria de Estados Unidos de NA no se han transmitido de modo simétrico a las tasas de plazos más largos por lo que la pendiente de la curva de rendimientos se ha aplanado si se le compara a la que se describe en el Reporte de mayo. El rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de NA a 30 años pasó de 4,48 por ciento en mayo a 4,46 por ciento en agosto (una caída de 39 pbs. respecto a diciembre de 2004), una variación prácticamente nula. Este comportamiento estaría asociado a la demanda de bancos centrales extranjeros, principalmente asiáticos, por estos títulos del Tesoro de Estados Unidos de NA.

Cuadro 33

PROYECCIONES DE CUENTA CORRIENTE DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (% del PBI)

	2004	2005	2006
Estados Unidos de NA	-5,7	-5,8	-5,7
Reino Unido	-2,2	-2,3	-2,4
Chile	1,5	0,9	-1,3
Japón	3,7	3,3	3,5
China	4,2	4,1	4,0
Brasil	1,9	1,1	0,4
Alemania	3,6	3,8	3,4
Colombia	-1,1	-2,6	-2,6
España	-5,0	-4,8	-5,4
Venezuela	13,5	12,0	8,4
Corea	3,9	3,6	2,9
México	-1,3	-1,4	-1,6
Argentina	2,0	-1,2	-2,9
Italia	-1,5	-1,3	-0,9
Canadá	2,6	2,6	2,5
Francia	-0,3	-0,4	-0,1
Bélgica	4,2	4,3	4,2
Taiwán	6,2	6,6	5,9
Bolivia	2,7	2,6	2,4
Holanda	3,4	4,2	4,5

1/ Fuentes: WEO de abril de 2005.

RECUADRO 6

CURVA DE RENDIMIENTO “INVERTIDA” DE LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS DE NA COMO INDICADOR ANTICIPADO DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

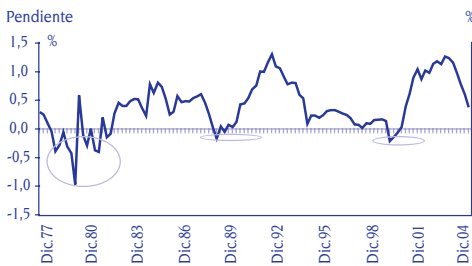
Desde junio de 2004, la FED ha venido subiendo su tasa de interés de manera medida (a un ritmo de ajuste de 250 pbs, pasando de 1,0 a 3,5 por ciento), y las expectativas del mercado señalan que tal evolución continuaría en las próximas reuniones. Sin embargo, entre junio de 2004 y agosto de 2005, las tasas de interés de largo plazo

se han mantenido relativamente estables e incluso han mostrado reducción (la tasa a 30 años ha pasado de 4,85 por ciento a diciembre de 2004, a 4,46 por ciento en agosto de 2005). Por ello, la curva de rendimiento ha comenzado a reducir su pendiente en el tramo de plazos mayores a 2 años (los tramos de largo plazo).

De mantenerse esta tendencia al alza de las tasas de corto plazo y la relativa estabilidad de la tasa de largo plazo se podría generar una situación de “curva invertida”. El temor de que se presente la “curva invertida” ha llamado la atención de inversionistas y analistas del mercado debido a la experiencia observada en el pasado que asocia este problema con períodos posteriores de recesión o menor crecimiento.

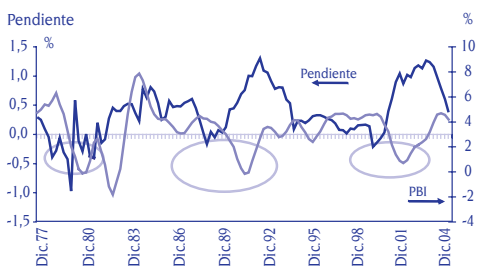
Como se observa en el siguiente gráfico, en los últimos 30 años se han presentado curvas de rendimiento invertidas en cuatro ocasiones en EUA: ago78-abr80, ene-set.89 y, más recientemente, feb00-nov00. A cada uno de estos episodios de curva invertida^{1/} (de 6 trimestres aproximadamente) le siguieron períodos de menor crecimiento, como se puede apreciar en los siguientes gráficos.

Pendiente de la curva de rendimiento



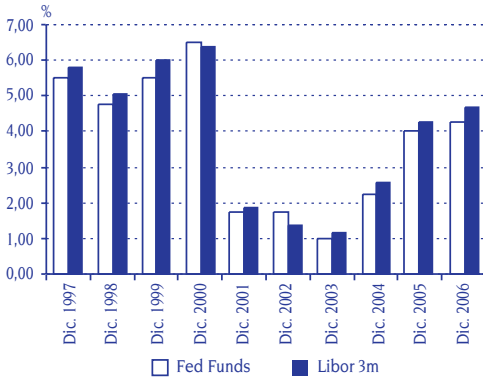
Sin embargo, la evolución reciente de las tasas de largo plazo del bono del Tesoro de Estados Unidos de NA podría estar reflejando otros factores y no necesariamente predeciría una desaceleración económica. En primer lugar, existe una alta demanda por títulos de largo plazo por parte de compradores extranjeros (especialmente asiáticos) y fondos de pensión y de inversión. En la actualidad, según las estadísticas del Tesoro de Estados Unidos de NA (información a abril de 2005), el total de tenencias de bonos del Tesoro por parte de extranjeros es de US\$ 1 990 miles de millones, y de este monto, el 62 por ciento son tenencias oficiales (bancos centrales extranjeros, destacando los de Japón y China). También estarían influyendo ciertos cambios procesados en regulaciones y preferencias de inversores institucionales (básicamente fondos de inversión y de pensión), los cuales estarían demandando en mayor medida bonos de largo plazo. Paralelamente a esta demanda, la oferta de los títulos ha sido limitada, en la medida que el Tesoro de Estados Unidos de NA ha reducido consistentemente sus emisiones de bonos de largo plazo.

Pendiente de la curva de rendimiento y crecimiento trimestral de EUA (%)



Asimismo, las tasas de largo plazo reflejan las expectativas de las tasas futuras de corto plazo. Por ello las tasas de largo plazo registraron fuertes incrementos en el primer semestre de 2004, cuando el mercado anticipó el inicio del ciclo de alzas en las tasas de interés por parte de la FED. Así, hacia fines de enero de 2004 encontramos un incremento de la tasa a 10 años cuando la FED retiró de su comunicado de prensa de ese mes la frase de una política monetaria relajada “por un considerable período”. Lo mismo sucedió en mayo cuando la FED agregó que “en caso de aumento de tasas, el ajuste sería medurado”. Por este motivo, cuando la FED inició su política de alzas desde junio de 2004, el mercado ya había asimilado el cambio de política. Posteriormente, las decisiones de la FED han ido en línea con lo esperado, ajustando gradualmente las tasas con incrementos medurados de 25 pbs. Por ello, estas alzas de tasas no han influido mayormente en las tasas de largo plazo.

Gráfico 50
EUA: TASAS DE INTERÉS DE LA FED
(Diciembre 1997-Diciembre 2006)



Estos factores ayudan a explicar el aplanamiento de la curva de rendimiento y reducen las posibilidades de que este aplanamiento refleje una desaceleración de la economía norteamericana en el futuro. Al menos en los últimos meses no ha habido cambios significativos en las expectativas de crecimiento, las cuales se mantienen favorables. Incluso, dada la evolución de los indicadores de la economía norteamericana durante agosto, las proyecciones de crecimiento están siendo revisadas al alza.

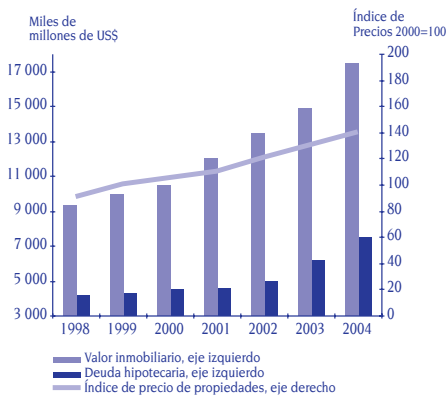
1/ El análisis "curva invertida" se realiza a través de la pendiente entre el bono a 10 años y el de 2 años.

75. Las tasas LIBOR a 3 y 12 meses siguieron el comportamiento de las tasas de interés de la FED. Se estima que en lo que resta del año, la FED realizaría la mayor parte del ajuste de tasas (4,0 por ciento a finales del 2005), y que durante el 2006 sólo habría un ajuste adicional de 25 pbs.

RECUADRO 7

RIESGOS DE SOBRECALENTAMIENTO DEL MERCADO INMOBILIARIO

Valor real del sector inmobiliario y de la deuda hipotecaria

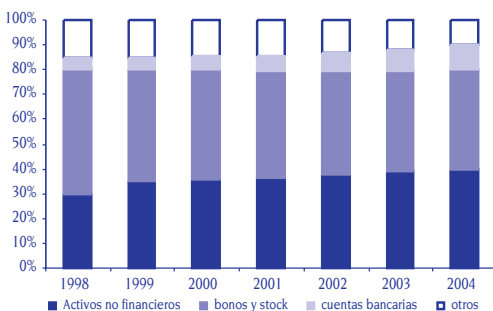


Fuente: Global Financial Stability Report, abril 2005.

Durante la desaceleración económica de inicios de la década, el mercado inmobiliario constituyó uno de los sectores más dinámicos, favorecido en parte por las bajas tasas de interés que estimularon refinanciamientos y nuevos préstamos. El boom de este mercado es un fenómeno que se ha observado no sólo en Estados Unidos sino también en la mayoría de los países desarrollados. De acuerdo con diversas fuentes, los precios de las viviendas han subido alrededor de 65 por ciento desde 1997 en los Estados Unidos mientras que en el Reino Unido el alza alcanzaría a 75 por ciento desde el año 2001. Según información de la Oficina Federal de Empresas Propietarias, en promedio, los precios en el total de estados de Estados Unidos de NA se han incrementado en más de 11 por ciento sólo en el último año.

No existe consenso sobre la existencia de una burbuja especulativa en este mercado. Sin embargo, en un contexto de tasas de interés al alza, existe el riesgo de una corrección a la baja en los precios de los inmuebles. Entre otros efectos, ello afectaría la riqueza de los agentes debido a la participación creciente de los activos inmobiliarios en la riqueza total de EUA.

Composición total de la riqueza de EUA por activos



Fuente: Global Financial Stability Report, abril 2005.

La riqueza no financiera (cuyo componente principal son las propiedades) representa en la actualidad cerca del 40 por ciento de la riqueza total en EUA y del 50 por ciento en Europa. Esta caída en la riqueza generaría una disminución en el consumo de los agentes y una retracción de la inversión en este sector, lo que se traduciría en una eventual caída de la demanda agregada y, por lo tanto, en una desaceleración del crecimiento mundial.