

## Análisis Macroeconómico

# ¿Se mantendrán las bajas tasas de interés a largo plazo?

Shushanik Papanyan

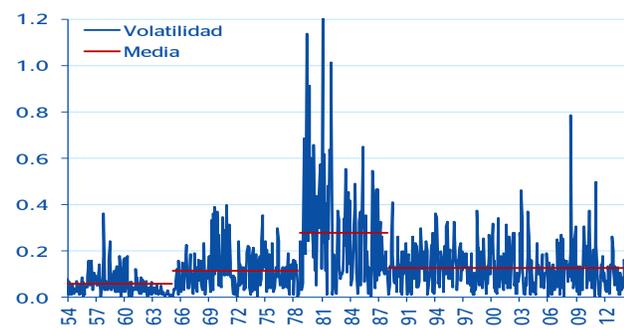
- **La baja inflación y los riesgos de que dure, así como la menor incertidumbre de la política monetaria son los factores que subyacen a las primas negativas y a la reducción del diferencial de las primas de largo a mediano plazo**
- **Las presiones a la baja sobre los rendimientos a largo plazo a causa del desequilibrio entre oferta y demanda se mantendrán, pues contribuirán a ello muchos factores estructurales a largo plazo**
- **Se prevén incrementos más suaves de las tasas a largo plazo y una curva de rendimiento más plana incluso teniendo en cuenta los factores macroeconómicos y el despegue de las tasas a corto plazo**

En contra de las expectativas de los inversores, el fin del tercer programa de compras de activos a gran escala (QE3) de la Reserva Federal (Fed) no ha dado como resultado una curva de rendimiento más pronunciada. Los rendimientos de los valores del Tesoro a 10 y a 30 años han ido en declive desde diciembre de 2013, tras la primera reducción del ritmo del programa QE3 de la Fed. El FOMC atribuyó la caída de las tasas de interés a largo plazo que se produjo en enero de 2014 al aumento de la demanda de monedas refugio y al descenso de la incertidumbre sobre las tasas de interés a corto plazo en el futuro. No obstante, era difícil prever que el rendimiento de los valores del Tesoro a 10 años tocaría fondo situándose en 1.68% en enero de 2015.

Cuando la Fed comience el proceso de normalización, no está claro si las tasas a largo plazo aumentarán significativamente con respecto a sus bajos niveles actuales, ni cuándo ocurrirá en caso de que ocurra. De hecho, las presiones a la baja sobre las tasas a largo plazo no son el resultado de la disminución de la volatilidad de los valores del Tesoro. Los últimos 7 años de política monetaria no convencional no han repercutido mucho en la volatilidad de los valores a largo plazo, que se ha mantenido estable desde la década de 1990, con un promedio de 13 puntos básicos. Las tasas a largo plazo son el resultado de cambios estructurales tanto en la dinámica de los mercados como en los fundamentales macroeconómicos, lo que ha afectado al nivel de equilibrio de los rendimientos de los valores del Tesoro a largo plazo. Nuestro análisis indica que estas tendencias son el resultado directo del entorno económico posterior a la recesión y de las normas financieras.

Gráfica 1

## Volatilidad de los valores del Tesoro a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 2

## Índice de volatilidad de los bonos del Tesoro a 10 años



Fuente: CBOE y BBVA Research

## Fuerzas que subyacen a las bajas tasas de interés a largo plazo

**Bajo riesgo de inflación:** la prima por plazo de los bonos a largo plazo, es decir, la compensación por los riesgos de inflación y consumo se ha mantenido en territorio negativo desde octubre de 2014. Este es el segundo episodio prolongado en que la prima por plazo es negativa mientras la tasa de los fondos federales ha estado en el nivel próximo a cero. Mientras que en 2012-2013 observamos un desacoplamiento entre la prima por plazo y las expectativas de inflación, en el entorno actual (desde 2014) tanto la prima por plazo como las expectativas de inflación han ido consecuentemente en declive.

Gráfica 3  
Rendimiento y prima por plazo de los valores del Tesoro de EEUU a 10 años (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 4  
Prima por plazo de los valores del Tesoro de EEUU a 10 años y expectativas de inflación de los mercados (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

**Menor incertidumbre de la política monetaria:** al mismo tiempo, las menores expectativas de inflación y el riesgo de supresión de la inflación por sí mismos no son factores suficientes para explicar las bajas tasas de interés a largo plazo. La incertidumbre sobre la trayectoria futura de las tasas a corto plazo es la fuente principal de riesgo de la curva de rendimiento, por tanto, la menor incertidumbre de la política monetaria es otra causa fundamental de la prima por plazo negativa.

La Fed aprendió una valiosa lección con la experiencia de la “fiebre de reducción de estímulos”, durante la cual, el desajuste entre las expectativas del mercado sobre los plazos de la reducción de estímulos y la comunicación de la Fed dio como resultado una mayor volatilidad y ajuste de los mercados. Desde entonces, la comunicación del FOMC, incluidas la *forward guidance* y las previsiones económicas se han preparado cuidadosamente para evitar sorpresas y alinear las expectativas de los mercados con la función de reacción futura de la Fed. Además, en anticipación del despegue de los fondos federales, la mediana de las proyecciones de marzo del FOMC sobre el ritmo apropiado de consolidación de la política se ha aplanado y está más cerca de la senda más moderada implícita en el mercado de futuros de los fondos federales. Como observó Stein, anterior gobernador de la Fed “para evitar inquietar a los mercados, los dirigentes de la Fed tienen incentivos para seguir la senda que han deducido los inversores”.<sup>1</sup>

**Desequilibrio entre oferta y demanda:** además de la prima por plazo negativa, en los últimos 3 meses ha habido una compresión de las curvas de prima por plazo de los valores del Tesoro de mediano a largo plazo, mientras que los diferenciales de las primas con plazos de 5 a 3 años y de 3 a 1 año están en línea con sus promedios históricos. Este fenómeno es el primero que se produce en un acontecimiento histórico de este tipo.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Entrevista con The Wall Street Journal el 17 de marzo, 2015

<sup>2</sup> Modelo financiero de estructura de plazos sin arbitraje de cinco factores, de Adrian, Crump y Moench (2008)

Gráfica 5  
Diferencial de la prima por plazo (%)



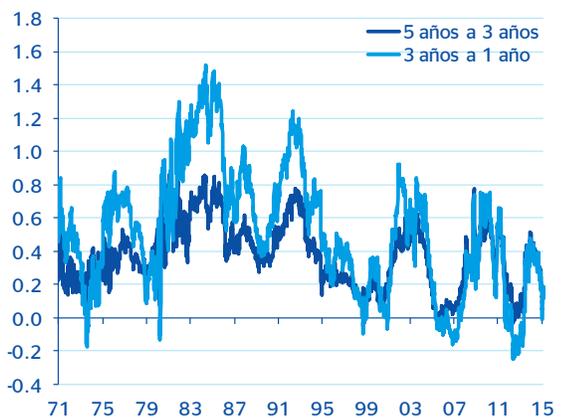
Fuente: Banco de la Reserva Federal de NY y BBVA Research

Gráfica 6  
Prima por plazo (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal de NY y BBVA Research

Gráfica 7  
Diferencial de la prima por plazo (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal de NY y BBVA Research

Gráfica 8  
Prima por plazo (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal de NY y BBVA Research

Gráfica 9  
Prima por plazo en EEUU y en los países desarrollados (%)



Fuente: BBVA Research

Junto con la reducción del riesgo de inflación y de la incertidumbre política, la compresión de la prima en los plazos a 10 y a 5 años es el resultado del desequilibrio entre oferta y demanda. La teoría económica observa que una reducción del total acumulado de los bonos a largo plazo acorta el vencimiento medio de los valores circulantes, con el resultado de una caída del riesgo de duración (canal de equilibrio de la cartera).<sup>3</sup> Cabe destacar que aunque la emisión de deuda del gobierno se ha desacelerado, la Fed sigue siendo uno de los mayores tenedores de deuda pública. El FOMC mantiene la política de reinversión de no reducir sus considerables tenencias de valores a largo plazo. Actualmente tiene la titularidad de valores del Tesoro por valor de 2.46 billones de dólares, lo que representa 19.6% del total de valores de Tesoro circulantes y 15.1% del PIB. Alrededor de 52% de las tenencias de valores del Tesoro de la Fed tienen un vencimiento de 5 años o más. Desde 1990, las tenencias de valores del Tesoro de la Fed han registrado un promedio de 14.4% del total de la deuda en circulación y de 5.4% del PIB.

Gráfica 10  
**Emisión y tenencias de la Fed de valores del Tesoro (miles de millones de \$)**



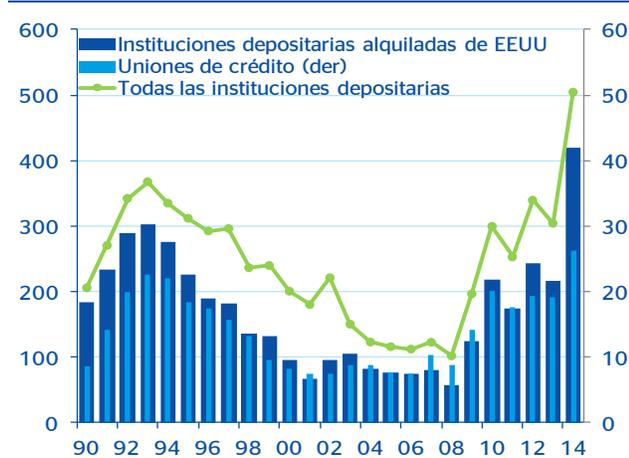
Fuente: Oficina de Deuda Pública, Banco de la Reserva Federal, Haver Analytics y BBVA Research

Gráfica 11  
**Posiciones de la Fed y extranjeras como porcentaje del pasivo del gobierno de valores del Tesoro (%)**



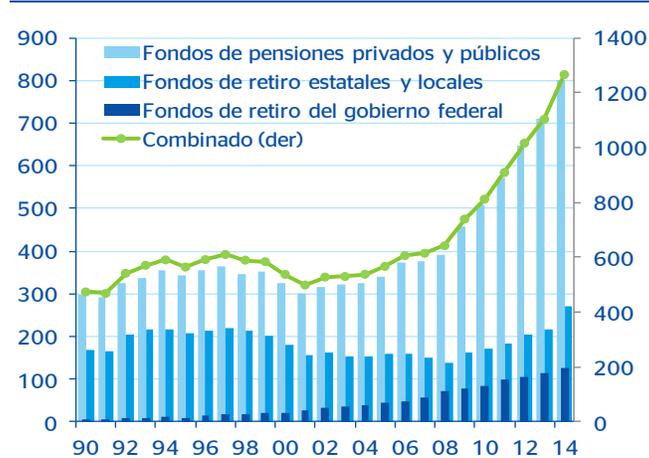
Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 12  
**Tenencias de valores del Tesoro (mmd)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 13  
**Tenencias de valores del Tesoro (mmd)**



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

<sup>3</sup> Diebold y Rudebusch (2013), Hamilton y Wu (2010) y Vayanos y Vila (2009)

La deuda de EEUU tampoco ha perdido su atractivo para los inversores extranjeros. A pesar de la tendencia a la baja común en la prima por plazo de los bonos a largo plazo emitidos por los gobiernos de los países desarrollados,<sup>4</sup> la prima por plazo de EEUU parece ser más atractiva en comparación con la de sus homólogos, pues ofrece menores riesgos de deflación y mayores perspectivas de crecimiento económico. La tenencia de valores del Tesoro de EEUU en el resto del mundo sumaba 5.5 billones de dólares y representaba el 48% de la emisión de deuda en 2014. Las tenencias combinadas de valores del Tesoro de EEUU en la Fed y en el resto del mundo representaban el 70% de la emisión de deuda de EEUU en 2014.

Además, hay mayores presiones internas sobre la demanda de valores a largo plazo debido a las nuevas normas financieras sobre liquidez, que también contribuyen al desequilibrio entre la oferta y la demanda. Las normas sobre liquidez han incrementado constantemente la demanda de los bancos de valores del Tesoro y han llevado los fondos de pensiones a "reducir el riesgo" de sus inversiones centrándose más en los bonos de bajo riesgo emitidos por el gobierno.

### Se mantendrán las presiones a la baja sobre las tasas a largo plazo

El despegue de las tasas a corto plazo introducirá probablemente cierta volatilidad en el mercado de bonos. Sin embargo, es posible que el despegue no haga más pronunciada la curva de rendimiento como algunos esperaban, pues es probable que muchos de los factores actuales que mantienen las tasas a largo plazo bajas perduren durante años. Por ejemplo, aunque se prevé que las expectativas de inflación vuelvan a su promedio histórico (2.17% para las expectativas implícitas en los valores a 10 años), no se prevé que los riesgos de inflación repunten en un futuro previsible ([véase el Observatorio Económico sobre inflación](#)). Además, el entorno de menor incertidumbre política continuará durante el periodo de ajuste monetario (2015-2017), al menos en comparación con el periodo en que el Congreso y la Administración luchaban implacablemente por el presupuesto fiscal y el techo de la deuda. Asimismo, aunque la Fed pueda experimentar algún sobresalto de comunicación cuando empiecen a aumentar cautelosamente la tasa de los fondos federales, seguirán manejando el contenido de las señales de la acción política y la reacción futura de los inversores con una *forward guidance* bien elaborada.

Por otra parte, se prevé que continuará la presión a la baja sobre el riesgo de duración del equilibrio entre oferta y demanda, pues hay muchos factores estructurales a largo plazo que contribuirán a ello. En lo que respecta a la oferta, la emisión de deuda seguirá estabilizándose, ya que se prevé que la tasa de crecimiento anual de la deuda federal bruta se normalice en torno a 3.5%, en comparación con la media anual de 7.8% del periodo posterior a la recesión. En cuanto a la demanda, las normativas mantendrán las presiones al alza sobre la demanda interna de bonos de instituciones financieras. Además, es probable que la demanda externa aumente aún más dado que continúa la búsqueda de valores refugio y valores de calidad al compás de la elevada percepción del riesgo global. Aún más, los actuales programas de flexibilización cuantitativa de los bancos centrales extranjeros y el desacoplamiento entre las políticas de la Fed y las del Banco Central Europeo (BCE) darán probablemente como resultado un flujo adicional de fondos de los inversores privados extranjeros hacia los mercados de capital de EEUU.

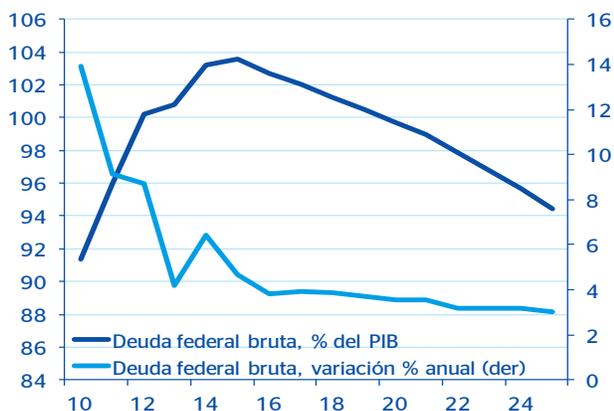
Por otro lado, el porcentaje de tenedores extranjeros de deuda de EEUU seguirá creciendo a largo plazo, pues las poblaciones que envejecen se convierten en uno de los principales obstáculos estructurales para el crecimiento potencial del mundo desarrollado. En este contexto, EEUU se considera un país desarrollado relativamente "más joven" en comparación con los países "más viejos" (los más destacados son Japón, Alemania e Italia). Por tanto, aunque en los países "más viejos" aumentarán la demanda de capital para sustituir la fuerza laboral cada vez más limitada, se producirá un flujo constante de capital hacia los países "más jóvenes", que serán los proveedores de bienes de consumo en el futuro. La búsqueda de inversiones seguras y de alta calidad por parte de la población que envejece aumentará la demanda de deuda de EEUU y bajará las tasas de interés de los bonos a largo plazo en el futuro.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> La prima por plazo común entre los países desarrollados se calcula como una tendencia estocástica común entre los bonos a 10 años emitidos por los gobiernos de EEUU, Canadá, Alemania, Reino Unido, Japón y Australia.

<sup>5</sup> Börsch-Supan y Ludwig (2009)

Gráfica 14

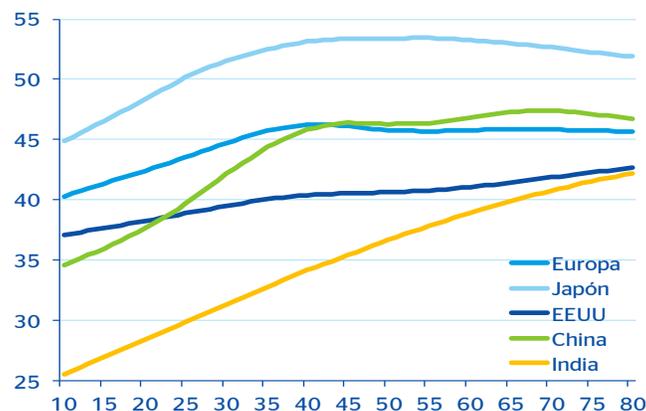
Deuda federal bruta (%)



Fuente: Oficina de Gestión y Estimaciones Presupuestarias y BBVA Research

Gráfica 15

Promedio de edad (años)



Fuente: Naciones Unidas y BBVA Research

### Fundamentales macroeconómicos y previsiones de la curva de rendimiento

Años de política monetaria no convencional han resultado en movimientos de la curva de rendimiento directamente vinculados a la prima por plazo. Sin embargo, dado que la Fed avanza hacia la fase de despegue de la normalización de la política, los movimientos de las tasas a largo plazo estarán más estrechamente vinculados a los fundamentales macroeconómicos y a las tasas a corto plazo. La literatura económica ha demostrado que los vínculos entre los factores macroeconómicos y los rendimientos son bidireccionales y si se tienen en cuenta estas interacciones bidireccionales los fundamentales macroeconómicos pueden explicar la mitad de la variación del rendimiento a largo plazo.<sup>6</sup>

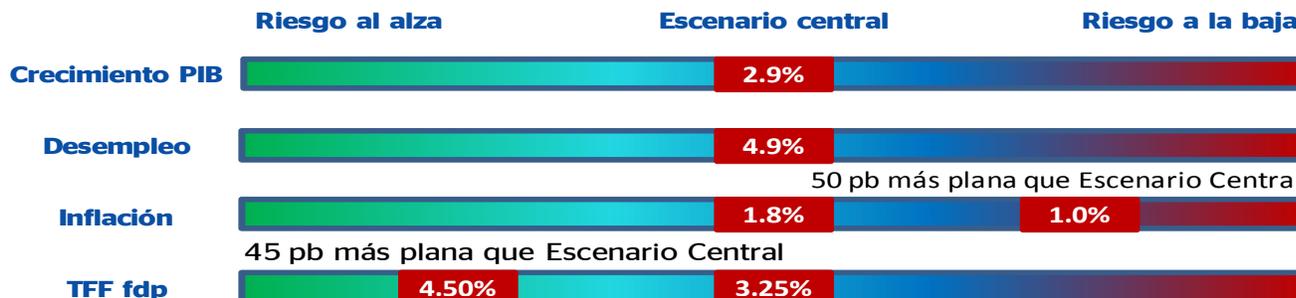
Para examinar la sensibilidad de la trayectoria futura de los rendimientos a largo plazo con respecto a las variables macroeconómicas empleamos un modelo de factor latente para hacer la previsión de la curva de rendimiento cupón cero. El modelo empleado es un modelo de estructura de plazos de tres factores, una aproximación empírica de la forma de la curva de rendimiento, que también incorpora fundamentales macroeconómicos: crecimiento, inflación y tasa de los fondos federales. En los resultados que se muestran a continuación se compara el escenario central de un crecimiento medio del PIB real en 4 años (2.9%), una inflación de 1.8% y un ajuste de la tasa de los fondos federales de 300 pb a finales de 2018, con dos escenarios de riesgo posibles: 1) una trayectoria más acelerada del ajuste de la tasa de referencia (con un incremento de 425 pb en la tasa de los fondos federales en 4 años) y 2) una inflación más baja con una tasa de inflación media de 1.0% en 4 años.

Tanto el escenario central como los dos escenarios alternativos proyectan una curva de rendimiento más plana que la media histórica a finales de 2018. El ritmo más acelerado de aumento de la tasa de los fondos federales en combinación con las hipótesis de nuestro escenario central con respecto al crecimiento y la inflación dan como resultado una curva de rendimiento más alta pero mucho más plana. El resultado de una tasa de referencia con 125 pb más es casi un incremento equivalente en los rendimientos de los valores del Tesoro a 10 años y 45 pb más plano que la curva de rendimiento del escenario central. Por otro lado, una tasa de inflación más baja manteniendo las hipótesis del escenario central sobre el crecimiento del PIB y la tasa de los fondos federales, da como resultado una caída de 63 pb en el rendimiento a 10 años y aplanar la curva de rendimiento en 50 pb. El hecho de suponer un crecimiento del PIB más elevado no ha dado como resultado una proyección de la curva de rendimiento más pronunciada, lo que implica que tanto la inflación como la tasa de los fondos federales son mucho más relevantes que el crecimiento económico en lo que respecta a la previsión de la trayectoria futura de los rendimientos a largo plazo.

<sup>6</sup> Diebold y Rudebusch (2013), Diebold et al (2006) y Ang et al (2007)

Gráfica 16

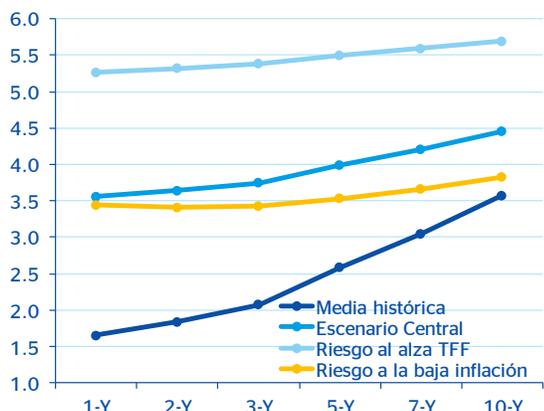
Escenarios macroeconómicos (promedios de crecimiento, desempleo e inflación para el periodo 2015-2018 y cierre de 2018 para la tasa de los fondos federales)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 17

Curva de rendimiento cupón cero en 2018 (cierre del periodo, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfica 18

Pendiente de la curva de rendimiento cupón cero (10A-2A, %)



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 5

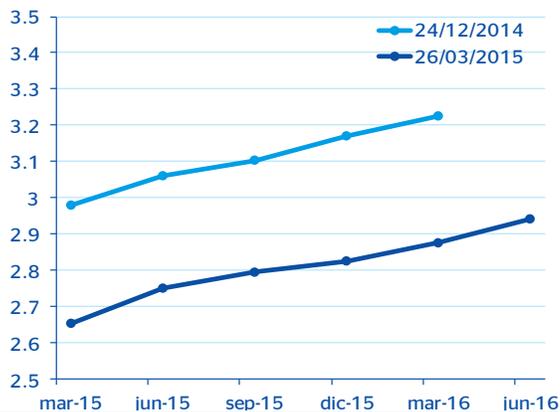
Cupón cero, rendimiento de los valores del Tesoro de EEUU a 10 años (%)



Fuente: Banco de la Reserva Federal y BBVA Research

Gráfica 6

Futuros de rendimiento de los valores del Tesoro de EEUU a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg & BBVA Research

## Conclusiones: el incremento podría ser más suave y la curva de rendimiento más plana

Nuestro análisis indica que los incrementos futuros en los rendimientos a largo plazo podrían ser moderados y que la curva de rendimiento podría aplanarse considerablemente una vez que la Fed empiece a subir las tasas. Tanto los factores estructurales como los cíclicos, como el menor potencial de producción y la baja inflación, factores que ayudan a explicar los recientes mínimos históricos en las tasas de interés a largo plazo, no es probable que desaparezcan rápidamente. Además, las mejores condiciones fiscales, las nuevas normativas financieras, los cambios demográficos y la elevada incertidumbre global podrían contrarrestar la ausencia de compras de activos adicionales por parte de la Fed. Esto no significa que los rendimientos a largo plazo se vayan a mantener en los niveles actuales, sino que el incremento podría ser mucho más suave de lo esperado. Si esto se hace realidad y la Fed avanza en la normalización de la política monetaria, la curva de rendimiento se aplanará considerablemente.

La probabilidad de que haya presiones al alza sobre los rendimientos a largo plazo es pequeña, pero puede surgir si se incrementa el total de los bonos a largo plazo disponibles para los inversores privados. La flexibilización interna de la oferta de valores del Tesoro a largo plazo sería posible si la Fed acelera el proceso de normalización del balance y vuelve a la composición de vencimiento tradicional de sus tenencias, vendiendo valores del tesoro a más largo plazo. Este efecto podría aumentar si los bancos centrales extranjeros caen en dificultades financieras y se ven en la necesidad de vender masivamente sus tenencias de valores del Tesoro.

## Referencias

Adrian, Tobias, Crump, Richard K y Emanuel Moench. 2008. "Pricing the Term Structure with Linear Regressions," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, N° 340, revisado en abril de 2013.

Ang, Andrew, Geert Bekaert y Min Wei. 2007. "Do Macro Variables, Asset Markets or Surveys Forecast Inflation Better?" *Journal of Monetary Economics*, 54(4), páginas 1163-1212.

Börsch-Supan, Axel y Alexander Ludwig. 2009. "Aging, Asset Markets, and Asset Returns: A View From Europe to Asia," *Asian Economic Policy Review*, 4(1), páginas 69-92.

Diebold, Francis X., Glenn D. Rudebusch y Borağan S. Aruoba. 2006. "The Macroeconomy and the Yield Curve: A Dynamic Latent Factor Approach", *Journal of Econometrics*, 131(1-2), páginas 309 – 338.

Diebold, Francis X. y Glenn D. Rudebusch. 2013. *Yield Curve Modeling and Forecasting: The Dynamic Nelson-Siegel Approach*, Princeton University Press: Princeton y Oxford.

Hamilton, James D. y Jing Cynthia Wu. 2011 "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment," Documento de trabajo del NBER n° 16956, publicado en abril.

Papanyan, Shushanik y Kim Fraser. 2014. "¿La baja inflación debería inquietar? Una explicación exhaustiva de la actual ausencia de presiones inflacionistas", Observatorio Económico de EEUU de BBVA Research, 20 de marzo.

[https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/140320\\_EconomicWatchEEUU\\_223\\_tcm348-433703.pdf](https://www.bbvaesearch.com/wp-content/uploads/migrados/140320_EconomicWatchEEUU_223_tcm348-433703.pdf)

Vayanos, Dimitry y Jean-Luc Vila. 2009. "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates," Documento de trabajo del NBER n° 15487, publicado en noviembre.

## AVISO LEGAL

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.