

Análisis Macroeconómico

# Llega la curva “plana”: una nueva norma en los rendimientos a largo plazo

Shushanik Papanyan

**Una curva de primas a plazo “plana” no tiene precedentes si se compara con los anteriores ciclos restrictivos de la Reserva Federal**

**La dinámica de las primas a plazo se ve impulsada por el mayor papel amortiguador del riesgo basado en la duración**

**Las expectativas de crecimiento económico siguen siendo el principal motor subyacente a la trayectoria de los rendimientos a largo plazo**

La perspectiva de una recuperación de la tendencia alcista de los rendimientos a largo plazo de los títulos del Tesoro –apoyada en el sentimiento posterior a las elecciones presidenciales estadounidenses– ha comenzado a desvanecerse. Teniendo en cuenta que, durante décadas, dicha tendencia ha sido a la baja, ¿es posible que lo mejor que podamos esperar de la curva de rendimiento a largo plazo sea su estabilización? De hecho, a lo largo de los últimos cinco años la rentabilidad de los títulos del Tesoro a 10 años ha venido fluctuando dentro de un intervalo de 160 puntos básicos. Desde 2012, el límite superior de la rentabilidad a 10 años se ha situado en torno a 3% y el límite inferior alrededor de 1.4%. En los últimos 9 meses también se ha seguido esta pauta sin excepciones. El resultado del referéndum sobre el Brexit arrastró la rentabilidad de los títulos a 10 años a su nivel mínimo (1.37%) en julio de 2016; posteriormente aumentó a 2.60% en enero de 2017, cuando las políticas económicas de la administración Trump reavivaron las expectativas inflacionarias.

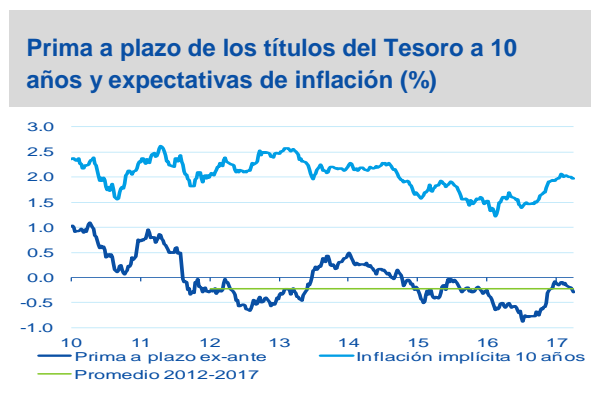
De cara al futuro, los rendimientos a largo plazo –que por lo general dependen de las expectativas referentes a la trayectoria que seguirán las tasas a corto plazo, el crecimiento económico, la inflación y la prima a plazo– se han ajustado para reflejar las expectativas de constancia y previsibilidad. La idea de un crecimiento moderado y constante, una baja inflación y una comunicación clara de los aumentos de las tasas por parte de la Reserva Federal ha calado en los mercados. Sin embargo, los rendimientos a largo plazo experimentarán una fluctuación lateral importante, con un amplio rango de aumento y disminución como resultado de los riesgos geopolíticos. Las fuerzas que impulsan los rendimientos a largo plazo revelan una elevada probabilidad de que las proyecciones a mediano plazo sigan una trayectoria “plana” –una prima a plazo plana en los diferentes vencimientos, una tendencia plana de los rendimientos a largo plazo y, por tanto, un aplanamiento de la curva de rendimientos–. Cualquier ruptura de este patrón “plano” pasará por cambios estructurales, como variaciones en la oferta o la demanda de los títulos del Tesoro y/o el paso a un nuevo régimen de productividad, crecimiento e inflación.

Gráfica 1



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 2



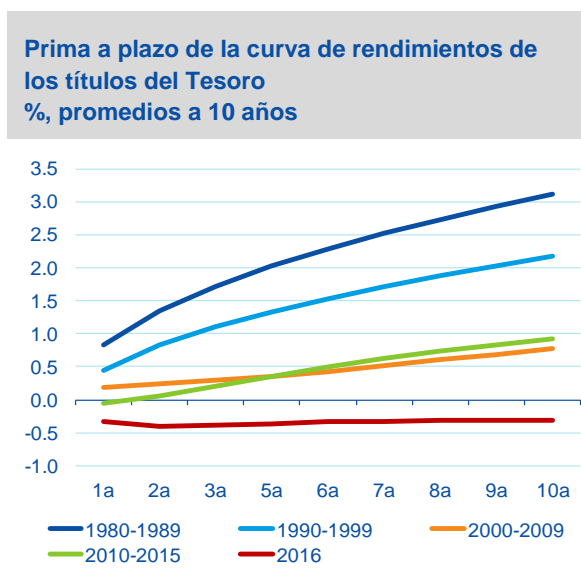
Fuente: BBVA Research y FRB

### ¿Qué riesgo entraña la prima de riesgo de los rendimientos a largo plazo?

Los rendimientos a largo plazo se ven estimulados por las expectativas y la prima de riesgo. Las investigaciones disponibles han llegado a la conclusión de que el descenso de los rendimientos a largo plazo se ha debido principalmente a la reducción de la prima de riesgo. Además, junto con el descenso de la prima a plazo, el aplanamiento de la prima a plazo en los diferentes vencimientos hace que el período posterior al año 2000 sea bastante significativo. Este fenómeno se manifiesta claramente en 2016, cuando se obtiene una estimación media negativa para la prima a plazo de los títulos del Tesoro a 10 años que, además, está a la par con la prima a plazo de dichos títulos desde 1 año hasta 7 años. Cabe destacar que la curva de primas a plazo de 2015 a 2017 no tiene precedentes si se compara con cualquier ciclo restrictivo anterior de la Reserva Federal.

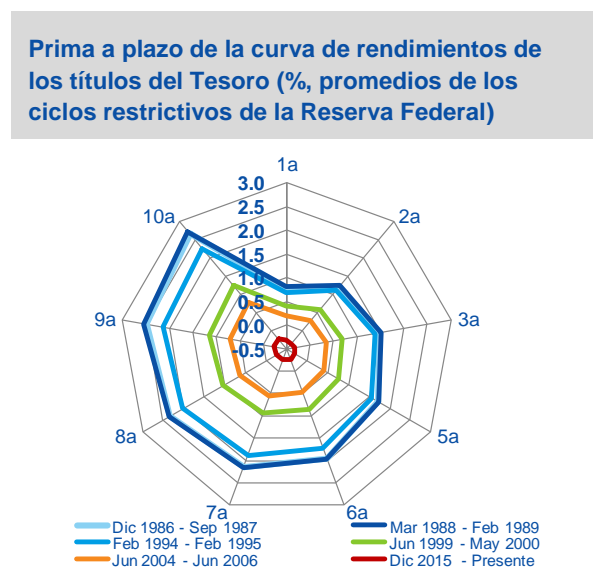
La reducción del riesgo de inflación y la menor incertidumbre con respecto a la política monetaria solamente constituyen una parte de la dinámica que mantiene la prima a plazo en niveles reducidos. Los dos factores que diferencian la evolución de la prima a plazo en este ciclo restrictivo de la Reserva Federal de otros ciclos precedentes son el desajuste entre la oferta y la demanda, por un lado, y el mayor papel amortiguador del riesgo basado en la duración, por otro.

Gráfica 3



Fuente: BBVA Research y FRBNY

Gráfica 4



Fuente: BBVA Research y FRBNY

**Desajuste entre la oferta y la demanda:** pese a que el Tesoro de los Estados Unidos ha desacelerado su emisión de títulos, la proporción de éstos en manos de los bancos centrales (incluida la Reserva Federal) solamente experimentó una leve reducción, hasta situarse en el 40% del total. La demanda de títulos del Tesoro por parte de fondos de pensiones e instituciones autorizadas también permaneció estable, respaldada por la normativa financiera relativa a la liquidez aprobada tras la Gran Recesión y por la jubilación de parte de los *Baby-Boomers*. En conjunto, los bancos centrales, las instituciones autorizadas estadounidenses y los fondos de pensiones poseen el 63% del total de títulos en circulación emitidos por el Tesoro; el resto está en manos de sociedades privadas de cartera nacionales y extranjeras.

El desajuste entre la oferta y la demanda ha conducido en gran medida a un descenso del riesgo basado en la duración y a una compresión de la prima a plazo en los diferentes plazos de vencimiento. Las investigaciones económicas han abordado el canal de ajuste de cartera en el que una reducción del volumen agregado de bonos a largo plazo acorta el vencimiento medio de los títulos en circulación, dando lugar a una reducción del riesgo basado en la duración. Por lo tanto, a medida que la Reserva Federal disminuya la demanda de títulos del Tesoro para equilibrar su hoja de balance, cabría esperar que se produzca un aumento del riesgo basado en la duración, seguido del ajuste de los rendimientos a largo plazo, ante dicha estrategia de normalización de la hoja de balance.

Gráfica 5

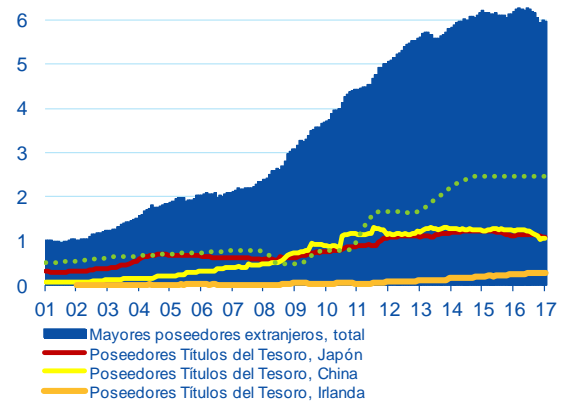
**Oferta de títulos del Tesoro de EEUU y demanda privada nacional, miles de millones de dólares, variación anual**



Fuente: BBVA Research, FRB y BPD

Gráfica 6

**Principales poseedores extranjeros de títulos del Tesoro de EEUU y la Reserva Federal (miles de millones de dólares)**

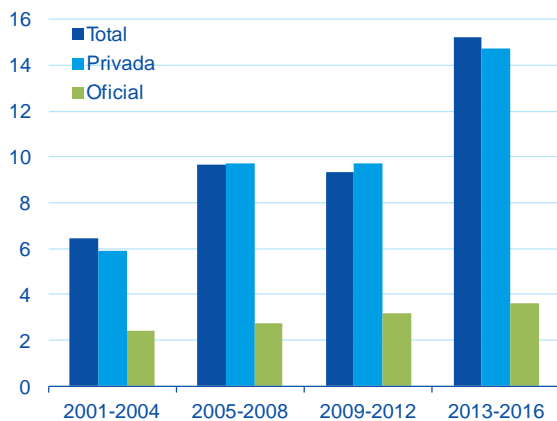


Fuente: BBVA Research, FRB y Bloomberg

**Papel amortiguador:** los períodos turbulentos obligan a los inversores a centrarse en el papel amortiguador del riesgo basado en la duración, cuando los bonos públicos actúan como un seguro con un plazo de amortización flexible. El papel recientemente amplificado del riesgo basado en la duración como amortiguador ha dado lugar a una prima a plazo negativa y un aplanamiento del riesgo basado en la duración en los diferentes vencimientos. La dinámica de los flujos de entrada y salida netas de capital en forma de títulos del Tesoro ha cambiado de manera significativa desde 2013, algo que probablemente se puede atribuir a los mayores volúmenes de negociación de valores seguros. Los datos indican que, desde 2013, se ha producido un incremento tanto de la volatilidad mensual de los flujos netos como del volumen de flujos mensuales.

Gráfica 7

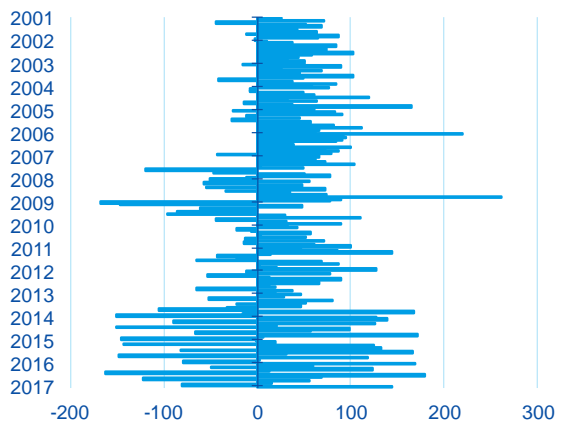
**Volatilidad de los flujos netos mensuales de entrada de capital internacional al Tesoro Promedio de una desviación estándar**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 8

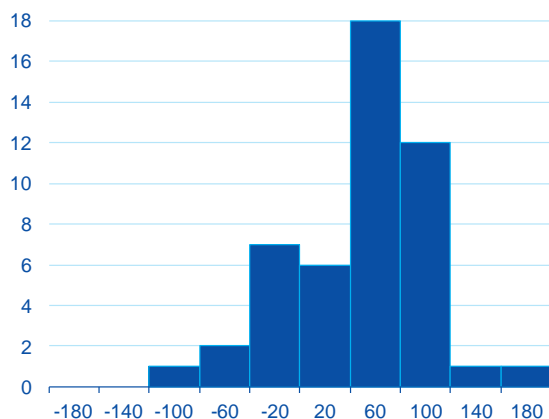
**Volatilidad de los flujos netos mensuales de entrada de capital internacional al Tesoro (miles de millones de dólares mensuales)**



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfica 9

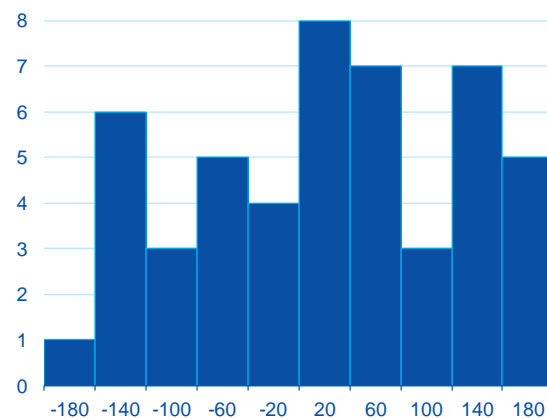
**Distribución de los flujos de entrada y salida mensuales netos de capital internacional, 2004-2007 (miles de millones de dólares, intervalo promedio y frecuencia)**



Fuente: BBVA Research

Gráfica 10

**Distribución de los flujos de entrada y salida mensuales netos de capital internacional, de 2013 a la actualidad (miles de millones de dólares, intervalo promedio y frecuencia)**



Fuente: BBVA Research

## La elevada incertidumbre pesa sobre las previsiones de los rendimientos a largo plazo

No ha resultado fácil precisar los niveles de rentabilidad de los bonos a largo plazo, debido a la creciente demanda de bonos por parte de los bancos centrales, las instituciones autorizadas y los fondos de pensiones y a la mayor volatilidad de los flujos transfronterizos de capital. Asimismo, las implicaciones de las discrepancias entre los rendimientos a largo plazo observados y previstos varían en función de si la discrepancia está relacionada con la prima de riesgo o con las expectativas referentes al crecimiento económico.

“En la medida en que pueda determinarse que el descenso de las tasas a futuro se deba a una reducción de la prima a plazo, quizá debido a una o varias de las razones que acabo de sugerir, el efecto es estimulante desde el punto de vista financiero y, si el resto de condiciones no varían, respalda la aplicación de una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, si el comportamiento de los rendimientos a largo plazo refleja las condiciones económicas actuales o prospectivas, las consecuencias para la política pueden ser bastante diferentes... e incluso opuestas. El caso más sencillo es aquel en el que unos rendimientos a largo plazo reducidos o en descenso reflejan unas expectativas de débil crecimiento económico futuro por parte de los inversores.”

**Comentarios del presidente de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, el 20 de marzo de 2006**

Las predicciones que utilizan un modelo de curva de rendimientos de factor latente dinámica afín sin arbitraje que incorpora vínculos bidireccionales entre las variables macroeconómicas y los factores latentes de la curva de rendimientos (nivel, pendiente y curvatura) son conocidos por ser los que mejor sintetizan la modelización macroeconómica y financiera de la curva de rendimientos. Sin embargo, la evaluación de la exactitud de la predicción a dos años vista de los rendimientos de los títulos del Tesoro a 10 años demuestra ser sensible a la finalización del período de la muestra en el que se llevó a cabo la predicción. Dicha sensibilidad temporal de la exactitud de la predicción existe porque el modelo de la curva de rendimientos asigna un peso menor a la variación de la prima de riesgo y, en cambio, un peso mayor a las dinámicas que no se ven afectadas por el riesgo. Una investigación anterior estimó que, dentro de las estimaciones de la curva de rendimientos que admiten vínculos bidireccionales entre los factores macro y de la curva de rendimientos, el modelo atribuye más de la mitad de la variación de los rendimientos a largo plazo a factores macroeconómicos<sup>1</sup>. Además, una investigación reciente ha confirmado que, en las estimaciones en las que se utilizan modelos de curva de rendimientos afines sin arbitraje,

1: Diebold *et al.* (2006), Ang *et al.* (2007).

se asigna a las dinámicas neutras ante el riesgo una prioridad mayor sobre la volatilidad estocástica de la serie temporal, es decir, la prima de riesgo<sup>2</sup>

La descomposición de la curva de rendimientos de los títulos del Tesoro a 10 años en tendencia estocástica - prima a plazo, y la tasa neutral al riesgo<sup>3</sup> ha puesto de relieve que las expectativas futuras explican el incremento de 27 puntos básicos registrado entre el 22 de julio de 2016 (tras el referéndum sobre el Brexit y las elecciones estadounidenses) y el 16 de diciembre de 2016 (cuando la Reserva Federal aumentó por segunda vez las tasas de interés). En términos globales, la fluctuación neutral al riesgo ha estimado un rango de +30 a -30 puntos básicos en torno a la media. Las expectativas de los inversores con respecto a la actividad económica están fuertemente influenciadas por las evaluaciones de la Reserva Federal, que se comunican a través de discursos, declaraciones del FOMC y políticas.

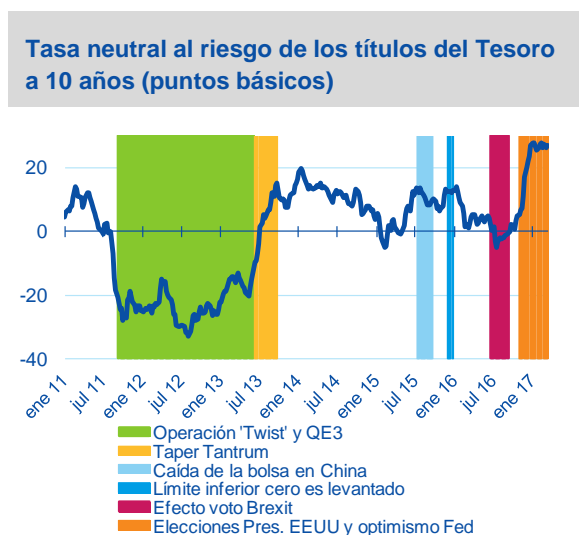
Las predicciones a mediano plazo parecen ser más precisas cuando se obtienen las menores desviaciones con respecto a la media tanto para la prima de riesgo como para la tasa neutral al riesgo. Al mismo tiempo, en un entorno económico caracterizado por una baja inflación y por la existencia de riesgos en las políticas, las expectativas referentes al crecimiento económico nacional y mundial siguen siendo las principales fuerzas subyacentes a la volatilidad de los rendimientos a largo plazo.

Gráfica 11



Fuente: BBVA Research y FRB

Gráfica 12



Fuente: BBVA Research

## Conclusiones

Los rendimientos a largo plazo están atrapados entre una presión a la baja procedente de la prima a plazo y una presión al alza derivada de la tasa neutral al riesgo. En ausencia de cambios estructurales, la tendencia de fluctuación lateral de los rendimientos a largo plazo representa una “nueva norma” razonable. Las fuerzas subyacentes a una prima a plazo cercana a cero se explican por los cambios estructurales –fundamentalmente, el envejecimiento de la población y las normas promulgadas– y solo podrán romperse a través de otros cambios estructurales similares, como el paso a un nuevo régimen de productividad, crecimiento e inflación. Bajo la hipótesis de que la Reserva Federal continuará con su tradición de transparencia y claridad en sus comunicaciones, sobre todo en lo que concierne a las nuevas modificaciones de las tasas de interés y a la posterior normalización progresiva de su hoja de balance, cabe esperar que la Reserva Federal siga determinando las expectativas de crecimiento e influyendo en la tasa neutral al riesgo. Al mismo tiempo, la normalización gradual de la hoja de balance de la Reserva Federal debería ejercer un efecto positivo sobre el riesgo basado en la duración. A mediano plazo, es probable que las expectativas de crecimiento económico a nivel nacional y mundial sigan siendo el principal motor de la rentabilidad de los bonos a largo plazo.

2: Joslin y Le (2013).

3: Clark (1987): descomposición del modelo univariante de componentes no observados de ciclo-tendencia.

## Referencias

- Ang, A., Bekaert, G. y Wei, M., 2007. Do macro variables, asset markets, or surveys forecast inflation better?. *Journal of monetary Economics*, 54(4), pp.1163-1212.
- Clark, P.K., 1987. The cyclical component of US economic activity. *The Quarterly Journal of Economics*, 102(4), pp.797-814.
- Cochrane, J.H. and Piazzesi, M., 2009. Decomposing the yield curve. Working Paper, University of Chicago and NBER
- Diebold, F.X., Rudebusch, G.D. y Aruoba, S.B., 2006. The macroeconomy and the yield curve: a dynamic latent factor approach. *Journal of econometrics*, 131(1), pp.309-338.
- Diebold, F.X. y Rudebusch, G.D., 2012. Yield curve modeling and forecasting: the dynamic Nelson-Siegel approach. *Economics Books*.
- Joslin, S. y Le, A., 2013. Interest rate volatility and no-arbitrage affine term structure models. Working Paper. University of Southern California.

## 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.