

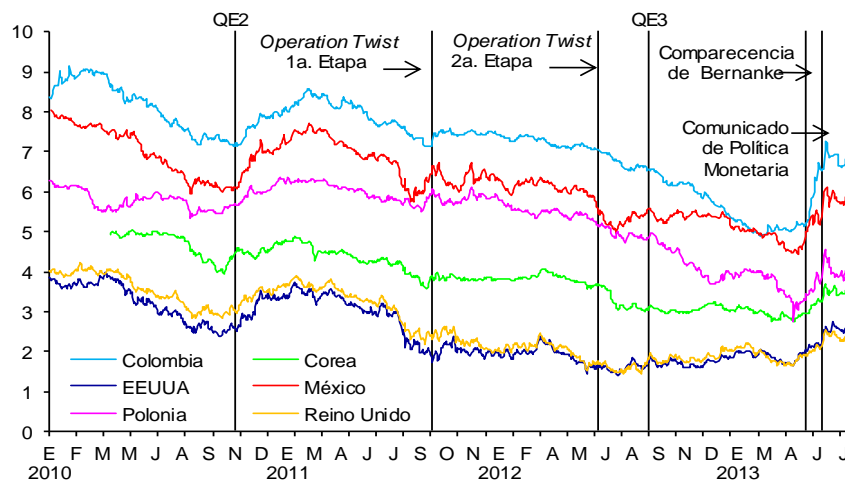
Proceso de Descompresión de Primas de Riesgo y su Efecto sobre las Tasas de Interés de Mayor Plazo en Estados Unidos y en el Resto del Mundo

Extracto del Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2013, Recuadro 2, pp. 20-23, Agosto 2013

Introducción

Ante la reciente mejoría del mercado laboral en Estados Unidos, la Reserva Federal señaló que de consolidarse la recuperación de la actividad económica, podría empezar a disminuir su ritmo de compras de activos financieros (principalmente bonos del Tesoro y los garantizados por hipotecas) en la segunda parte del año. Ello generó aumentos en las tasas de interés de mayor plazo tanto en Estados Unidos, como en otras economías avanzadas y emergentes en un entorno de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales (Gráfica 1). En este Recuadro se describen algunos canales a través de los cuales las acciones de política monetaria en Estados Unidos han tenido efectos sobre las tasas de interés en ese país.

Gráfica 1
Tasas de Interés de Bonos a 10 Años de Países Seleccionados
 Por ciento



Fuente: Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PiP).

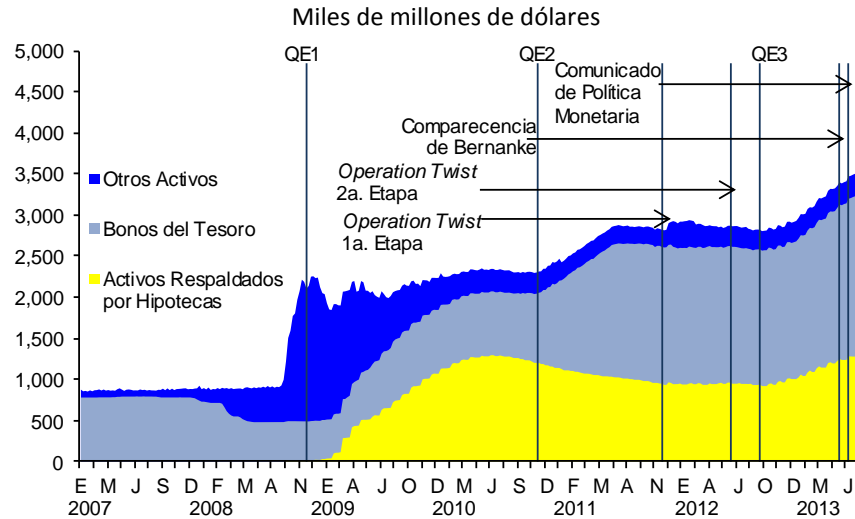
Acciones de Política Monetaria en Estados Unidos

A partir de finales de 2008, en respuesta a la crisis financiera global, la Reserva Federal disminuyó gradualmente la tasa de política monetaria hasta alcanzar niveles cercanos a cero. Posteriormente comenzó a implementar programas de relajamiento monetario cuantitativo (QE, por sus siglas en inglés) que han incrementado significativamente el tamaño de su hoja de balance y modificado su composición (Gráfica 2). En un inicio, este tipo de programas tuvieron el objetivo de proveer liquidez para restablecer el funcionamiento de ciertos mercados financieros que habían dejado de funcionar adecuadamente.¹ Después, con estos programas se buscó

¹ Una descripción detallada de las medidas expansivas aplicadas por la Reserva Federal para restablecer un funcionamiento ordenado de los mercados financieros se presentó en el Recuadro “Los Riesgos Deflacionarios e Inflacionarios en Estados Unidos” del Informe sobre la Inflación Enero - Marzo 2009.

impulsar la recuperación económica a través de una reducción en las tasas de interés de largo plazo.

Gráfica 2
Balance de la Reserva Federal: Activos



Con el propósito de ilustrar el impacto que los programas mencionados tuvieron sobre las tasas de interés de largo plazo, resulta conveniente descomponer dichas tasas en dos elementos: i) la tasa de interés de corto plazo y las expectativas sobre ésta durante el tiempo que se mantiene la inversión de largo plazo (A); y ii) diversas primas de riesgo (B). Así, la tasa de largo plazo se puede expresar como sigue:

$$i_t^{LP} \approx \underbrace{i_t^{PM} + E_t i_{t+1}^{PM} + \dots + E_t i_{t+N-1}^{PM}}_A + \underbrace{\rho_t^1 + \rho_t^2 + \dots + \rho_t^n}_B$$

en donde i_t^{LP} representa la tasa de interés nominal de largo plazo, i_t^{PM} se refiere a la tasa de interés de política monetaria y $E_t i_{t+1}^{PM}$ representa la expectativa en el tiempo t sobre las tasas de interés de política monetaria en el periodo $t + i$ para $i = 1, \dots, N$, donde N es el número de periodos que dura la inversión de largo plazo y n es la enésima prima de riesgo.

El efecto de la política monetaria sobre las tasas de interés de largo plazo se presenta a través de los dos elementos señalados:

1. Primero, a través de la tasa de interés de referencia de la política monetaria y de señales sobre su trayectoria futura.
2. Segundo, a través de su efecto sobre las "primas de riesgo" (Kim y Orphanides, 2007).

Respecto al primer elemento, la Reserva Federal ha utilizado una guía futura (*"forward guidance"*) para reiterar su compromiso de mantener tasas de interés de política monetaria en niveles extraordinariamente bajos por un periodo prolongado. En particular, mencionó que mantendría la tasa de política monetaria en un rango objetivo para la tasa de fondos federales de entre 0 a 0.25 por ciento al menos mientras la tasa de desempleo se sitúe por arriba de 6.5 por ciento, condicional a que las proyecciones de inflación entre uno y dos años no superen 2.5 por ciento y las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan estables.² Ello, junto con sus previsiones para el desempleo y la inflación, han dado lugar a que en la actualidad se anticipe que la tasa de referencia se mantendrá en niveles cercanos a cero por un periodo prolongado. Lo anterior sugiere que en la medida en que se consolide la recuperación de la economía estadounidense, es de esperar tasas reales más elevadas.

² Véase el comunicado de la Reserva Federal del 28 de enero y 18 de marzo de 2009 para el inicio de la "guía hacia adelante" y el del 12 de diciembre de 2012 para el sistema de umbrales.

2 Proceso de Descompresión de Primas de Riesgo y su Efecto sobre las Tasas de Interés de Mayor Plazo en Estados Unidos y en el Resto del Mundo

En lo referente al segundo elemento, la tendencia a la baja que hasta mediados de mayo se observó en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos puede asociarse, principalmente, a una reducción en las primas de riesgo. Como se argumenta en la siguiente sección, éstas disminuyeron a raíz de los programas de relajamiento cuantitativo.

Efectos de los Programas de Relajamiento Monetario Cuantitativo en las Tasas de Interés de Largo Plazo

A través de las Primas de Riesgo

Uno de los principales canales a través de los cuáles las acciones de política monetaria no convencionales influyen en las tasas de interés de largo plazo es el *canal de rebalanceo de portafolio*. Éste es uno de los canales que ha operado con la implementación de los programas de compras de activos de la Reserva Federal, así como de los programas “Operation Twist”.³

En general, las primas por plazo se pueden definir como el rendimiento adicional que demandan los inversionistas por mantener un activo de largo plazo, en lugar de invertir consecutivamente en una serie de activos de corto plazo con las mismas características (véase Kim y Wright, 2005). Así, a través de dicho canal, con las compras masivas de activos la autoridad monetaria reduce la cantidad de valores en el mercado, desplazando a algunos inversionistas y reduciendo las participaciones de otros, mientras que de manera simultánea aumenta la cantidad de reservas bancarias -libres de riesgo y de corto plazo- en las cuentas corrientes del banco central (Bernanke, 2010 y Gagnon *et al.*, 2011). De esta forma, como consecuencia de la implementación del relajamiento cuantitativo de la Reserva Federal se observó una tendencia a la baja en la prima por plazo implícita en los bonos del gobierno en Estados Unidos a 10 años (Gráfica 3).

Gráfica 3
Estados Unidos: Prima de Riesgo por Plazo^{1/}
Por ciento



^{1/} Se refiere a la prima por plazo implícita en los bonos a 10 años.

Fuente: Kim y Wright (2005), Reserva Federal.

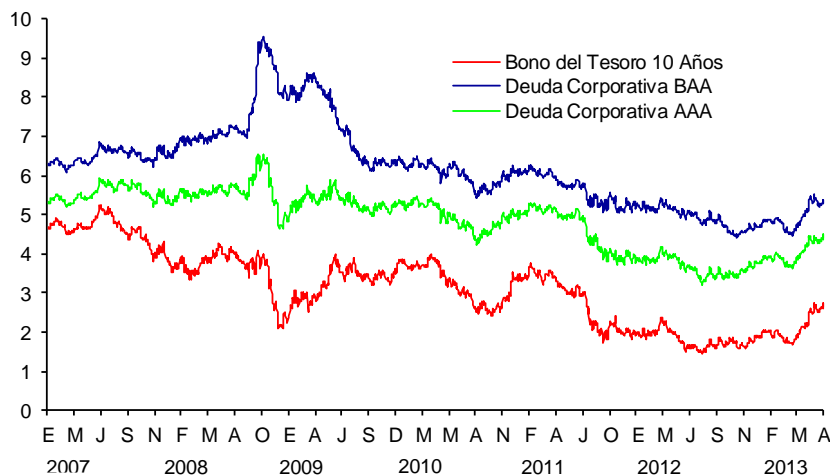
Por lo general, la prima por plazo es positiva ya que los inversionistas tienden a exigir una compensación por la incertidumbre sobre la trayectoria futura de las tasas de interés y otros factores. No obstante, entre el comienzo

³ Los programas “Operation Twist” se refieren a operaciones de política monetaria a través de los cuales la Reserva Federal vende títulos de corto plazo y compra títulos de largo plazo, modificando con ello la composición y duración del acervo de títulos del Tesoro en el mercado.

de 2012 y la primera mitad de 2013, indicadores de la prima por plazo sugieren que ésta tomó valores negativos (véase Kim y Wright, 2005).⁴ En este caso, el hecho de que la prima por plazo haya sido negativa se puede interpretar como que los inversionistas estuvieron dispuestos a pagar una compensación por mantener estos activos, debido en buena medida a la política de mantener las tasas de interés de corto plazo prácticamente en cero y a las compras masivas de activos que ha llevado a cabo la Reserva Federal. Por tanto, el repunte reciente de la prima por plazo puede asociarse al hecho de que los inversionistas demandan una compensación adicional por mantener estos activos derivada de un posible aumento en la oferta de activos de largo plazo en el mercado por parte de la autoridad monetaria.

Adicionalmente, en respuesta a cambios en las tasas relativas de retorno y a la disminución de la oferta de instrumentos de largo plazo, los inversionistas comenzaron a invertir en otro tipo de valores, tales como los emitidos por corporaciones, nacionales y extranjeras, y por otros países, además de acciones. En concreto, la estrategia de la Reserva Federal se ha basado parcialmente en la presunción de que los diferentes activos financieros tienen cierto grado de sustituibilidad, por lo que los cambios en la oferta neta de un activo disponible afecta su rendimiento y el de aquellos activos con cierta similitud (véase Bernanke, 2010). Por lo tanto, las compras de bonos del Tesoro y activos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) reducen el rendimiento de este tipo de valores e incentivan a los inversionistas a adquirir otros activos de características relativamente similares.⁵ Con ellos aumenta la demanda por activos similares, sube su precio y disminuye su rendimiento. De esta forma los programas de compras de activos han influido también en las tasas de interés de otros activos. Por citar algún caso, algunas instituciones financieras que vendieron MBS a la Reserva Federal los sustituyeron en sus carteras por bonos corporativos de largo plazo y de alta calidad, deprimiendo con ello los rendimientos de esos activos también (Gráfica 4). Otros adquirieron títulos emitidos por otros países, afectando así las tasas de interés y los tipos de cambio en múltiples economías.

Gráfica 4
Tasa de Interés de Deuda Gubernamental y Deuda Corporativa en Estados Unidos
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Nota: La tasa de interés de la deuda corporativa se compone del promedio no ponderado del rendimiento de bonos corporativos con un plazo de entre 20 y 30 años, y cuya emisión exceda los cien millones de dólares.

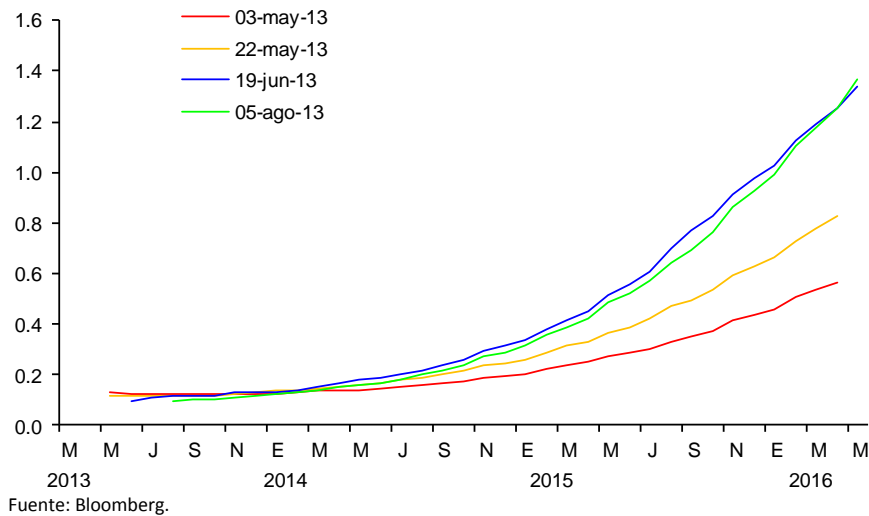
⁴ A pesar de que este artículo apareció como documento de trabajo de la Reserva Federal en 2005, en el sitio de internet de ese banco central es posible encontrar estimaciones más recientes de la prima por plazo como parte del material suplementario del artículo.

⁵ Véase Krishnamurthy y Vissing-Jorgensen (2011) para una evaluación de los efectos diferenciados que las compras de distintos activos por parte de la Reserva Federal tienen sobre valores no involucrados en las compras por parte de dicho banco central.

A través de las Expectativas de la Tasa de Interés de Corto Plazo

Los anuncios de compras de activos por parte de un banco central también pueden mandar señales a los participantes del mercado acerca de cambios en las perspectivas de la autoridad monetaria sobre las condiciones económicas actuales y futuras (*canal de señalización*).⁶ En este contexto y ante anuncios de futuras reducciones en las compras de activos por parte de la Reserva Federal, el canal de señalización posiblemente dio lugar a cambios sobre las perspectivas de la trayectoria futura de la tasa de política monetaria. En efecto, a raíz de los recientes anuncios de la Reserva Federal, y a pesar de sólo haber hecho referencia a su programa de compras de activos y no a posibles cambios en la tasa de interés de política monetaria, los futuros para la tasa de fondos federales se incrementaron en fechas recientes (Gráfica 5).

Gráfica 5
Futuros de la Tasa de Fondos Federales en
Estados Unidos
Por ciento



Consideraciones Finales

Tomando en cuenta la fase cíclica por la que atraviesa la economía de Estados Unidos y sus perspectivas, es previsible que las tasas de interés para dicho país se incrementen gradualmente en los siguientes años. Al respecto, es de esperarse que este efecto se lleve a cabo en dos etapas:

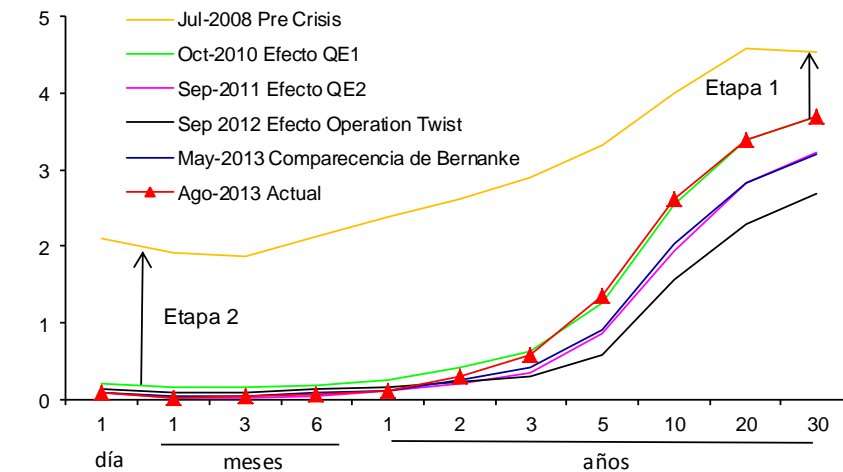
- Etapa 1:** A través de la actividad en la hoja de balance que tendría efectos sobre las primas de riesgo. En este contexto, cuando la Reserva Federal reduzca el ritmo de compras de activos, generará presión a la baja en sus precios y por lo tanto incrementos en sus rendimientos. Este efecto parecería haber sido descontado, cuando menos parcialmente, por los mercados.
- Etapa 2:** Si bien aún distante, tendrá lugar a través de ajustes al alza en la tasa de interés de fondos federales, una vez que se hayan satisfecho las condiciones que la Reserva Federal ha especificado para llevar a cabo este tipo de acciones.

Así, es de esperar que en la primera etapa se observe un gradual empinamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos y que, posteriormente cuando tenga lugar la segunda etapa, se registre un desplazamiento paralelo al alza en la referida curva (Gráfica 6).

⁶ Véase Bauer y Rudebusch, 2012.

Finalmente, dada la importancia de los mercados financieros de Estados Unidos en la economía mundial, es previsible que las mayores tasas de interés en dicho país conduzcan también a incrementos en las tasas de interés del resto de las economías avanzadas y de las emergentes.

Gráfica 6
Curva de Rendimiento de Bonos Gubernamentales en Estados Unidos
Por ciento



Fuente: Departamento del Tesoro de EE.UU.A.

Referencias

- [1] Bauer, M. y G. Rudebusch, (2012), "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series 2011-21*.
- [2] Bernanke, B., (2010), "The Economic Outlook and Monetary Policy," Speech at Jackson Hole, Wyoming.

- [3] Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache y B. Sack, (2011), “Large Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they work?”, *FRBNY Economic Policy Review*.
- [4] Kim D. y J. Wright, (2005), “An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates.” *Federal Reserve Board Working Paper* No. 2005-33.
- [5] Kim D. y A. Orphanides, (2007). “The Bond Market Term Premium: What is it and How Can We Measure it?”, *BIS Quarterly Review*.
- [6] Krishnamurthy A. y A. Vissing-Jorgensen, (2011). “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, *Brooking Papers on Economic Activity*.