

FOCUS · La prima de risc temporal dels *treasuries* nord-americans: no hi és, però se l'espera

Durant l'últim quart de segle, els tipus d'interès nominals a llarg termini i lliures de risc han mostrat una tendència sostinguda a la baixa als països desenvolupats. Múltiples factors hi han contribuït i han incidint en algun o en alguns dels tres components que integren aquest tipus d'interès: la inflació esperada, els tipus reals a curt termini esperats i la prima de risc temporal. El paper exercit per aquesta última ha estat tan silenciós com important i, previsiblement, ho continuarà sent d'ara endavant.

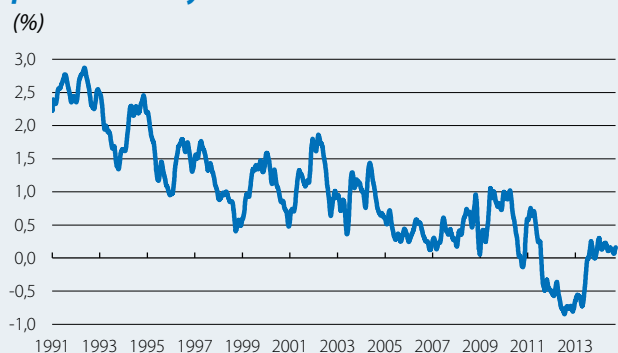
La prima de risc temporal (*term premium* en l'argot) cal entendre-la com la compensació o el plus de rendibilitat que exigeix l'inversor per invertir en un bo (o en un altre instrument de renda fixa) a llarg termini, en lloc fer-ho en un títol a curt (reinvertint durant el termini de vida del bo a llarg termini). De forma més precisa, la *term premium* està composta per dos elements diferenciats: (i) una prima de risc associada a la incertesa sobre l'evolució esperada dels tipus d'interès reals a curt termini i (ii) una prima de risc associada a la incertesa sobre les expectatives d'inflació. En conseqüència, en períodes d'elevada incertesa sobre les intencions del banc central pel que fa al tipus oficial i/o quan el banc central no estableix objectius d'inflació concrets i creïbles, la *term premium* dels bons a llarg termini tendirà a ser superior.

Malgrat que aquesta prima no és observable directament, pot ser estimada mitjançant tècniques econòmiques o mitjançant enquestes. Diversos estudis coincideixen a l'hora d'identificar un descens molt apreciable de la *term premium* dels bons del Govern dels EUA (*treasuries*) entre el 2010 i el 2013. També hi ha consens sobre la causa principal: les compres massives d'actius per part de la Fed (QE1, QE2 i QE3), l'extensió del venciment mitjà de la seva cartera de bons i l'estratègia de *forward guidance* van pressionar la *term premium* fins a situar-la en terreny negatiu, un fet insòlit en termes històrics. No obstant això, va haver-hi altres factors que van contribuir a aquesta dinàmica. L'escassetat relativa d'actius considerats segurs després de l'esclat de la crisi financera global en va ser un, sobretot davant la demanda creixent per part de les entitats financeres per complir els nous requeriments reguladors de solvència i de liquiditat.

El preanunci del *tapering* per part de Bernanke al maig del 2013 es va traduir en un repunt sobtat de la *term premium* fins a assolir, de nou, cotes positives. Els mesos posteriors han estat d'estabilitat en aquesta variable. Preveiem que la tendència alcista es reprendrà al llarg del 2015, gràcies a dos factors, un a curt termini i un altre a mitjà-llarg termini. Primer, la lenta (en termes històrics) tònica alcista del tipus oficial que ara descompten els agents es pot veure alterada de sobte per un probable avançament de la Fed a l'hora d'escometre la primera pujada de tipus en vuit anys. Això incrementarà la incertesa sobre les decisions posteriors. En

segon lloc, el disseny i la implementació de l'estratègia de venda dels bons en la cartera de la Fed són elements de gran transcendència i no trigaran a ser objecte de preocupació per als inversors. Des de l'inici dels programes d'expansió quantitativa, la Fed ha quadruplicat el seu balanç mitjançant l'adquisició de gairebé 4 bilions de dòlars en bons. A més a més, una proporció molt considerable d'aquestes tinences correspon a bons a llarg termini (10 anys o més). Aquesta circumstància comporta que la vida mitjana del deute públic viu al mercat (excloses les tinences de la Fed) sigui, en l'actualitat, significativament inferior a la d'uns anys enrere. Per tant, el previsible augment de l'oferta de *treasuries* en el tram llarg de la corba exercirà pressió a l'alça sobre els tipus d'interès a llarg termini. Després de la calma imperant al mercat de *treasuries* el 2014, l'any vinent podria oferir episodis d'inestabilitat, derivats del previsible repunt de la *term premium*. En aquest sentit, la magnitud i la persistència d'aquests episodis dependran, en bona part, del grau de concreció i de claredat que adquireixi la política de comunicació de l'autoritat monetària.

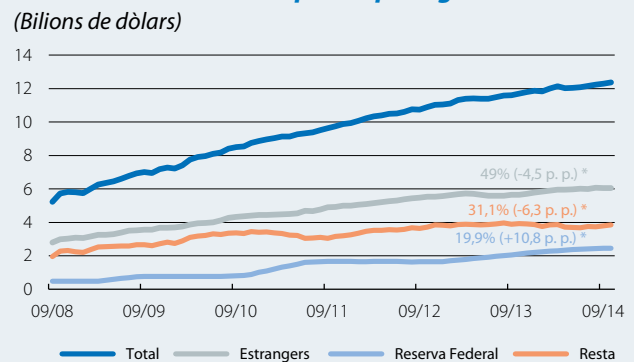
EUA: prima de risc temporal del deute públic a 10 anys *



Nota: * Estimació de la prima de risc temporal mitjançant un model d'estructura temporal de tipus d'interès de tres factors, Kim & Wright (2005).

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

EUA: tinences de deute públic per agents



Nota: * Proporció de les tinences de cada grup sobre el total de deute públic nord-americà (dada corresponent a l'octubre del 2014). Entre parèntesis, variació absoluta d'aquesta proporció entre l'octubre del 2014 i el setembre del 2008.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.