

FOCUS · Mercado de bonos de Estados Unidos: la visión de Bernanke

Ben Bernanke, presidente de la Reserva Federal (Fed) de EE. UU., impartió recientemente una conferencia en la que abordó dos cuestiones que inquietan a muchos inversores: ¿por qué las tasas de rentabilidad (*yields*) de los bonos en EE. UU. están en niveles tan bajos?, y ¿cómo evolucionarán durante los próximos años?

Para responder a la primera pregunta, Bernanke propuso un análisis en el que las *yields* de largo plazo se descomponen en tres elementos: (i) las expectativas de inflación de los agentes que operan en el mercado de bonos, (ii) la senda esperada del tipo real a corto plazo por dichos agentes y (iii) la prima exigida por el riesgo temporal (es decir, por invertir a largo en lugar de a corto). Esta descomposición se representa en el primer gráfico.

Bernanke asoció la estabilidad que registra el primer componente a la elevada credibilidad del compromiso de la Fed con la estabilidad de precios. El anclaje de las expectativas de inflación ha sido un factor importante en la evolución de los tipos largos en las últimas décadas, pero desde 2007-2008 se ha mantenido estable. En cambio, señaló que desde esa fecha el componente del tipo real a corto plazo se ha visto influido por el excepcional estado de la política monetaria y las expectativas sobre su evolución (factor estrechamente ligado, a su vez, a la marcha de la economía). Los agentes esperan que el tipo real a corto se mantenga en torno a cero durante largo tiempo, expectativas que la propia autoridad monetaria refuerza con sus mensajes. Finalmente, el componente de la prima temporal es el que explica la mayor parte de la caída observada en las *yields* nominales desde 2010. Este hecho no sorprende, ya que coincide con las ampliaciones de las compras a gran escala de bonos de largo plazo (QE2 y QE3) y con las operaciones para extender la duración de la cartera de deuda pública (*Operation Twist*).

En respuesta al segundo interrogante, Bernanke dibujó un escenario central relativamente tranquilizador. Señaló que, si la recuperación económica continúa a un ritmo moderado, el desempleo cae lentamente y las expectativas de inflación permanecen en torno al 2%, entonces las rentabilidades a largo plazo se moverán gradualmente hacia niveles más normales durante los próximos años. Así, apoyándose en diferentes estimaciones, indicó que las *yields* a largo subirán entre 200 y 300 puntos básicos entre 2013 y 2017.

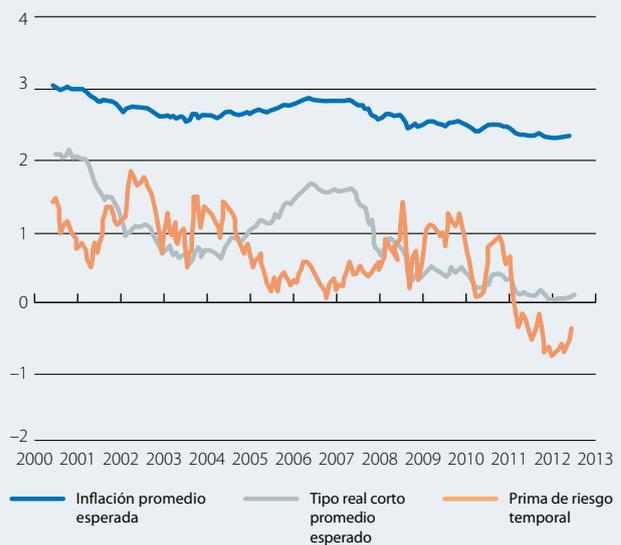
Sin embargo, también reconoció que hay importantes riesgos de desviación respecto a este escenario central, tanto al alza como a la baja. Una vez más, puso de manifiesto cuál le preocupa especialmente, al enfatizar que, en un entorno de recuperación lenta, no es deseable un repunte fuerte de las *yields*, ya que dañaría la actividad económica

y la estabilidad financiera. Declaró que ante tal eventualidad, la institución podría utilizar de nuevo su balance.

Hay al menos dos riesgos que Bernanke no trató de forma explícita: (i) un posible desanclaje de las expectativas de inflación de los inversores, y (ii) que en un horizonte de medio plazo no se alcance un acuerdo político convincente en relación con los desafíos fiscales del país. El impacto de cualquiera de ellos sería negativo, en el sentido de desencadenar tensiones alcistas sobre las *yields* y un entorno mucho más volátil y errático.

Componentes de la yield del bono a 10 años de EE. UU.

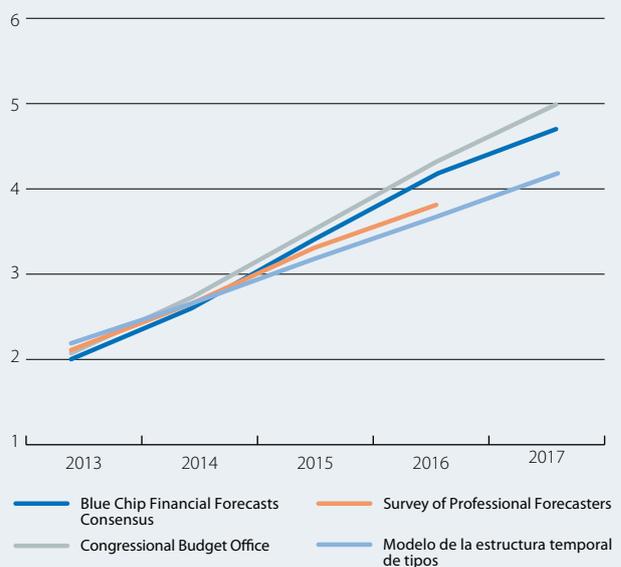
Mensual (%)



Fuente: Federal Reserve.

Proyecciones para la yield del bono a 10 años

Promedio anual (%)



Fuente: Federal Reserve.