

## FOCUS · La prima de riesgo temporal de los *treasuries* americanos: no está, pero se la espera

A lo largo del último cuarto de siglo, los tipos de interés nominales de largo plazo y libres de riesgo han mostrado una tendencia sostenida a la baja en los países desarrollados. Múltiples factores han contribuido a ello, incidiendo en alguno o algunos de los tres componentes que integran dicho tipo de interés: la inflación esperada, los tipos reales a corto plazo esperados y la prima de riesgo temporal. El papel desempeñado por esta última ha sido tan silencioso como importante y, previsiblemente, lo seguirá siendo en adelante.

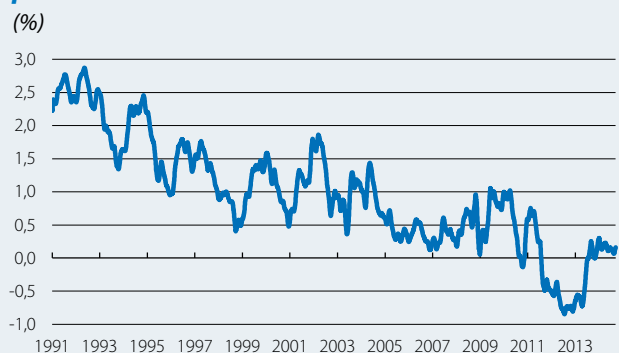
La prima de riesgo temporal (*term premium* en la jerga) cabe entenderla como la compensación o plus de rentabilidad que exige el inversor por invertir en un bono (u otro instrumento de renta fija) de largo plazo, en vez de hacerlo en un título de corto (reinvirtiendo durante el plazo de vida del bono de largo plazo). De forma más precisa, la *term premium* está compuesta por dos elementos diferenciados: (i) una prima de riesgo asociada a la incertidumbre sobre la evolución esperada de los tipos de interés reales de corto plazo y (ii) una prima de riesgo asociada a la incertidumbre sobre las expectativas de inflación. En consecuencia, en periodos de elevada incertidumbre sobre las intenciones del banco central respecto a su tipo oficial y/o cuando el banco central no establece objetivos de inflación concretos y creíbles, la *term premium* de los bonos de largo plazo tenderá a ser mayor.

Aunque esta prima no es observable directamente, puede estimarse mediante técnicas econométricas o a través de encuestas. Diversos estudios coinciden en identificar un descenso muy apreciable de la *term premium* de los bonos del Gobierno de EE. UU. (*treasuries*) entre 2010 y 2013. También hay consenso sobre la causa principal: las compras masivas de activos por parte de la Fed (QE1, QE2 y QE3), la extensión del vencimiento medio de su cartera de bonos y la estrategia de *forward guidance* presionaron la *term premium* hasta situarla en terreno negativo, un hecho insólito en términos históricos. No obstante, hubo otros factores que contribuyeron a aquella dinámica. La escasez relativa de activos considerados seguros tras el estallido de la crisis financiera global fue uno de ellos, máxime ante la creciente demanda por parte de entidades financieras para cumplir los nuevos requerimientos regulatorios de solvencia y liquidez.

El preanuncio del *tapering* por parte de Bernanke en mayo de 2013 se tradujo en un súbito repunte de la *term premium* hasta alcanzar de nuevo cotas positivas. Los meses posteriores han sido de estabilidad en esta variable. Prevedemos que la tendencia alcista se reemprenda a lo largo de 2015 de la mano de dos factores, uno de corto y otro de medio-largo alcance. Primero, la lenta (en términos históricos) senda alcista del tipo oficial que ahora descuentan los agentes puede verse bruscamente alterada ante un probable adelanto de la Fed a la hora de acometer la que será la primera subida de tipos en ocho años. Esto elevará la incertidumbre sobre las decisiones posteriores. En segundo

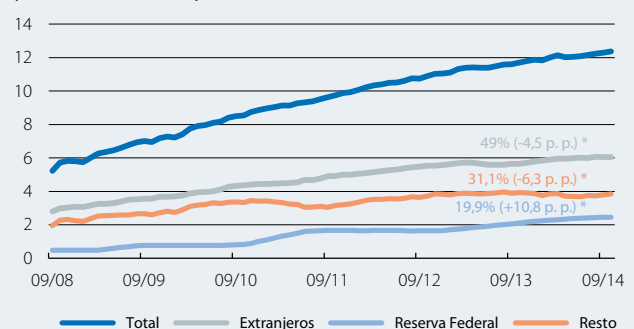
lugar, el diseño e implementación de la estrategia de venta de los bonos en la cartera de la Fed constituye un elemento de gran trascendencia que no tardará en ser objeto de preocupación para los inversores. Desde el inicio de los programas de expansión cuantitativa, la Fed ha cuadruplicado su balance a través de la adquisición de cerca de 4 billones de dólares en bonos. Además, una proporción muy considerable de estas tenencias corresponde a bonos de largo plazo (10 años o más). Esta circunstancia supone que la vida media de la deuda pública viva en el mercado (excluyendo las tenencias de la Fed) sea en la actualidad significativamente menor que en años atrás. Por tanto, el previsible aumento de la oferta de *treasuries* en el tramo largo de la curva ejercerá presión al alza sobre los tipos de interés de largo plazo. Tras la calma imperante en el mercado de *treasuries* en 2014, el próximo año podría deparar episodios de inestabilidad de la mano del previsible repunte de la *term premium*. En este sentido, la magnitud y persistencia de los mismos dependerá en buena parte del grado de concreción y claridad que adquiera la política de comunicación de la autoridad monetaria.

### EE. UU.: prima de riesgo temporal de la deuda pública a 10 años \*



**Nota:** \* Estimación de la prima de riesgo temporal mediante un modelo de estructura temporal de tipos de interés de tres factores, Kim & Wright (2005).  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

### EE. UU.: tenencias de deuda pública por agentes (Billones de dólares)



**Nota:** \* Proporción de las tenencias de cada grupo sobre el total de deuda pública estadounidense (dato correspondiente a octubre de 2014). Entre paréntesis, variación absoluta de dicha proporción entre octubre de 2014 y septiembre de 2008.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.