

FOCUS · El enigma de Greenspan diez años después

En 2005, el entonces presidente de la Reserva Federal (Fed), Alan Greenspan, tildó de enigmático el comportamiento de los tipos de interés de largo plazo durante el periodo de endurecimiento de política monetaria que estaba en curso. Las cifras fueron elocuentes: entre junio de 2004 y julio de 2006, la Fed incrementó el tipo rector en 4 p. p. para hacer más restrictivas las condiciones financieras y atajar el riesgo de sobrecalentamiento de la economía. Pero el tipo de la deuda soberana a 10 años apenas aumentó 0,3 puntos, de modo que uno de los principales canales de transmisión de la maniobra de frenada quedó neutralizado. La posible reaparición de este fenómeno, bautizado como «enigma de Greenspan» (*Greenspan's conundrum*), ha cobrado protagonismo ante el inminente inicio de la normalización de los tipos de interés oficiales en EE. UU.

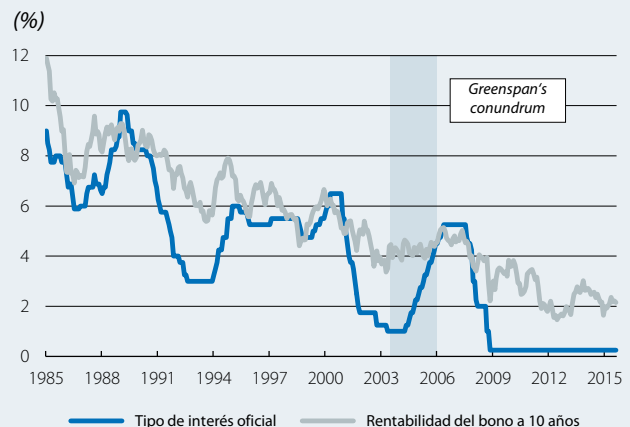
Conceptualmente, el tipo de interés de largo plazo, digamos 10 años (TLP), tiene tres componentes. Primero, el tipo real de corto plazo esperado por los agentes como promedio para los próximos 10 años (TRCPE). Segundo, las expectativas de inflación a largo plazo, 10 años, de dichos agentes (EILP). Y tercero, la prima de riesgo temporal exigida para invertir en bonos de vencimiento lejano en vez de hacerlo en bonos a corto con renovaciones sucesivas (PRT). Cuando el banco central modifica el tipo oficial de corto plazo (o comunica su estrategia y planes de política monetaria), cada uno de estos tres componentes es susceptible de moverse al alza o a la baja, bajo la influencia también, evidentemente, de otras fuerzas o *shocks*. En los procesos de endurecimiento monetario de la Fed en 1988, 1994 y 1999, el TLP evolucionó al alza con nitidez, empujado tanto por el TRCPE (porque los agentes asumieron el mensaje de que la Fed pretendía y podía mantener un nivel más alto para el tipo a corto plazo) como por la PRT (ante una mayor incertidumbre sobre el nivel y la volatilidad de los tipos de corto plazo venideros). El componente EILP habría ido en sentido bajista (a la vista de una Fed comprometida en la lucha contra la inflación), pero con menor influencia debido al propio anclaje de expectativas derivado del establecimiento de objetivos creíbles de inflación.

La fase de endurecimiento monetario de 2004 truncó la pauta de las anteriores. Pese a las rápidas subidas del tipo oficial, el TLP prácticamente no se movió. Diversos estudios han mostrado que el componente discordante con los ciclos previos fue la PRT, que en esa ocasión descendió sensiblemente (del orden de 1 p. p.), contrarrestando la subida que, ajustándose al guion, experimentó el TRCPE (mientras que las EILP se mantenían estables). El enigma de Greenspan fue, por tanto, el enigma de la prima temporal, una variable cuya importancia crece cuando se acentúan las imperfecciones del mercado (los límites al arbitraje entre plazos). Las fuerzas fundamentales que explican aquella caída de la prima temporal son, ahora, bien

conocidas: exceso de ahorro global, acumulación de reservas por los bancos centrales de numerosos países, búsqueda de activos seguros y, fruto de todo ello, fuerte demanda de bonos de largo plazo del Tesoro de EE. UU. (*treasuries*), que no se trasladó a los plazos más cortos.

Diez años después, buena parte de esos factores de tipo estructural siguen vigentes, lo que invita a pensar que tenderán a contrarrestar la presión al alza sobre el TLP que ejercerán las fuerzas del ciclo económico-monetario. La paulatina reducción de la tasa de crecimiento potencial de la economía norteamericana, la persistencia de la abundancia global de ahorro, la demografía y el envejecimiento de la población en los países avanzados y la escasez de activos considerados seguros seguirán limitando el alcance de eventuales alzas del TLP, a través de presiones a la baja sobre el TRCPE y la PRT. El pronóstico de los agentes del mercado de *treasuries* parece ir en esa línea a juzgar por el escenario implícito en la curva de tipos actual, según el cual el TLP mostrará alzas de escasa envergadura en los próximos años, a pesar de las actuaciones de la Fed, y la curva de deuda se aplanará considerablemente. No obstante, esta visión del mercado sobre la evolución del TLP omite dos elementos cruciales. Primero, la EILP que hoy tienen los inversores en bonos es exigua, y esta percepción puede revertir de forma abrupta ante eventuales sorpresas al alza en los indicadores de precios y salarios, lo que desencadenaría repuntes bruscos del TLP. Segundo, la disponibilidad de la Fed para vender los 4 billones de dólares de bonos que posee en cartera, circunstancia que podría elevar notablemente la PRT. En este sentido, destacados miembros de la Fed han advertido en diversas ocasiones que la entidad adoptará una estrategia de normalización más agresiva si el TLP no evoluciona al alza. Es decir, parece poco probable que asistamos en el futuro a un «enigma de Yellen».

EE. UU.: tipo oficial de la Fed y rentabilidad del bono a 10 años



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.