

Cómo afectan la oferta y la demanda a las primas por plazo del Tesoro

12 de octubre de 2023

- Las estimaciones sugieren que la prima por plazo de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años ha regresado a territorio positivo. Creemos que esto puede explicarse, al menos en parte, por factores de oferta y demanda. Y sospechamos que las primas por plazo podrían aumentar un poco más, aunque eso no impedirá que el rendimiento a 10 años siga cayendo.
- En principio, el rendimiento de un bono se puede descomponer en un rendimiento “neutral al riesgo”, que captura las expectativas de tasas de interés a corto plazo durante su vida, y una “prima por plazo”, que captura la influencia combinada sobre el rendimiento de los bonos. todos los demás factores. Si bien no es directamente observable, la prima por plazo se puede estimar. **En el caso de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años, es la primera vez desde 2017 que dos de los principales modelos, ACM y DKW/KWW, estiman que la prima por plazo se encuentra en territorio positivo. (Ver Cuadro 1.)**

Gráfico 1: Estimaciones del modelo de prima a plazo del Tesoro de EE. UU. a 10 años (%)

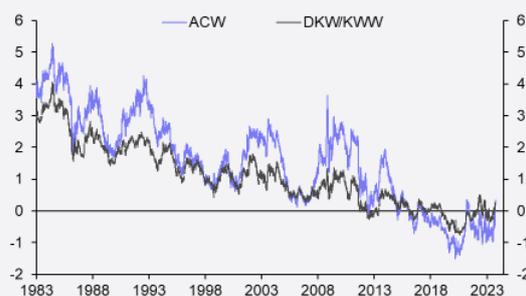
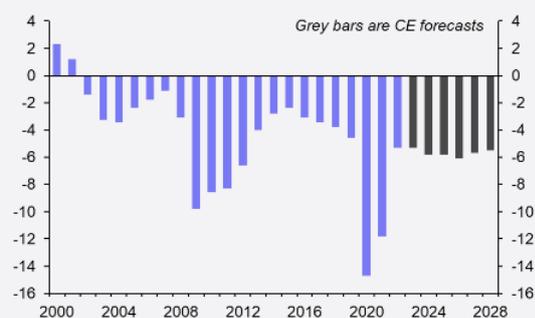


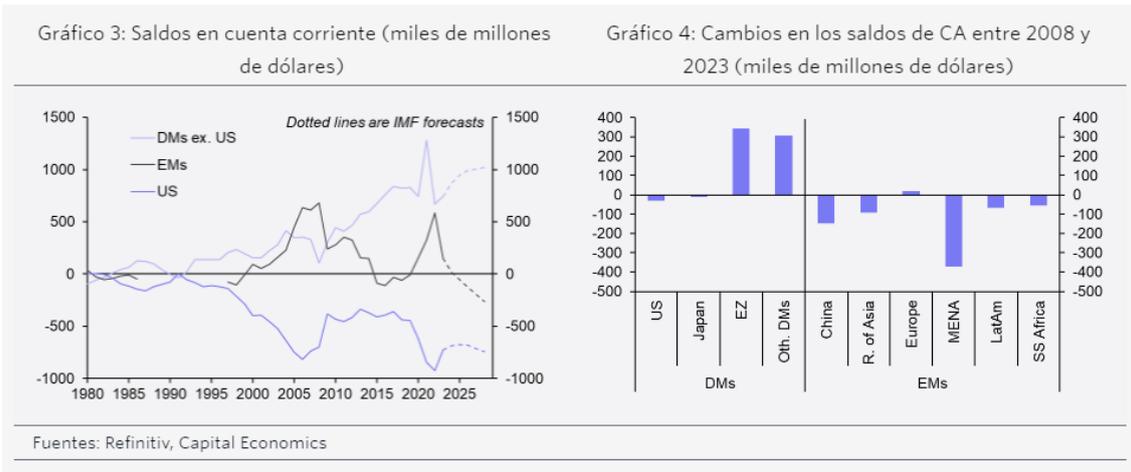
Gráfico 2: Saldo presupuestario anual del gobierno central de EE. UU. (% del PIB)



Fuentes: Refinitiv, Capital Economics

- Hay **muchas razones** por las que las primas por plazo podrían haberse recuperado, como una mayor volatilidad esperada de las tasas y una mayor incertidumbre sobre la solvencia de Estados Unidos. **Otro factor clave de este aumento es la dinámica de la oferta y la demanda.**
- Por el lado de la oferta, la emisión de bonos del Tesoro ha aumentado rápidamente desde 2015, como lo demuestra el creciente déficit

presupuestario del gobierno de Estados Unidos. Y pensamos que el déficit seguirá siendo alto en los próximos años. (Véase el gráfico 2.) De hecho, las emisiones del Tesoro han sido bastante cuantiosas en lo que va del año, ya que el déficit se ha ampliado más de lo esperado y el Tesoro ha rellenado su cuenta tras la crisis del techo de deuda. Es más, la corrección de su balance por parte de la Reserva Federal mediante un ajuste cuantitativo debería contribuir a la oferta general. **Esto nos sugiere que la dinámica de la oferta no aliviará la presión alcista sobre la prima por plazo.**



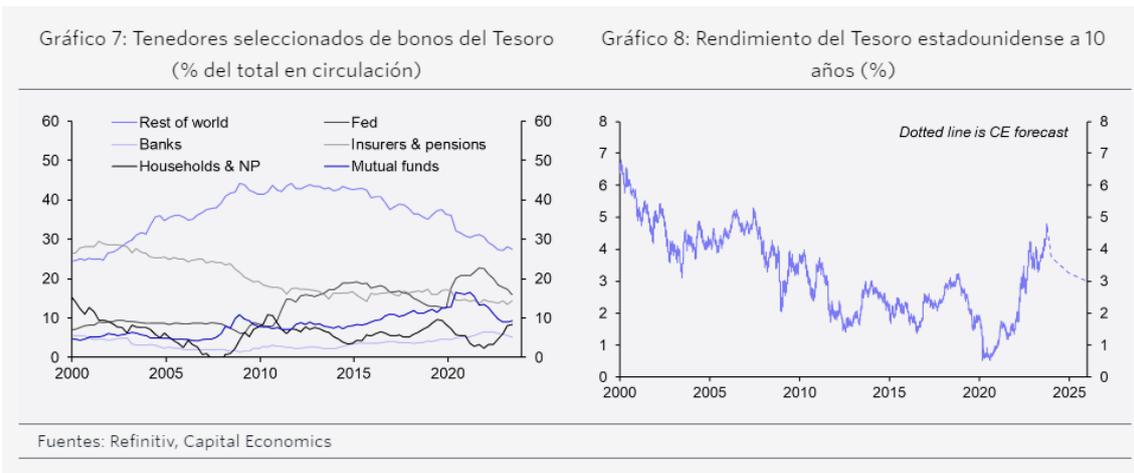
- **En lo que respecta a la demanda, los flujos internacionales de capital son un determinante clave.** El período anterior a la crisis financiera mundial (CFG) se caracterizó por un “exceso de ahorro global”. En algunos mercados desarrollados, como Japón y Alemania, el envejecimiento de la población significó un aumento del ahorro nacional. En los mercados emergentes (ME), las dolorosas crisis financieras (México en 1994, Asia Oriental en 1997-98, Rusia en 1998, Brasil en 1999 y Argentina en 2002) proporcionaron fuertes incentivos para reducir la dependencia de los inversores extranjeros y acumular reservas, lo que llevó a los inflados *superávits* de CA en los mercados emergentes. (Véase el gráfico 3.) El período también estuvo marcado por una importante acumulación de reservas en China, no sólo para protegerse de las crisis que habían afectado a sus vecinos, sino también en respuesta a una política encaminada a mantener subvaluado el renminbi.
- **Pero podría decirse que el exceso de ahorro ya terminó.** Aparte de un período de alta volatilidad debido a las perturbaciones del comercio y la inversión causadas por la pandemia de COVID-19, la situación parece haberse “normalizado” desde la GFC. (Ver Gráfico 4.) Después de todo, las inversiones deberían fluir naturalmente de los mercados desarrollados a los mercados emergentes, ya que el capital es más escaso y, por lo tanto, las oportunidades de inversión y los retornos potenciales son mayores en los países emergentes.

- **Esta dinámica es evidente cuando se analizan las compras netas de bonos del Tesoro por tipo de compradores. (Véase el gráfico 5.)** En la década de 2000, los inversores extranjeros eran, con diferencia, los principales compradores. Esto siguió siendo así en la década de 2010, aunque la Reserva Federal y el sector financiero estadounidense también compraron muchos bonos estadounidenses, en parte debido a los requisitos regulatorios posteriores a la GFC. En 2020 y 2021, una nueva ronda de QE convirtió a la Reserva Federal en el principal comprador. Desde entonces, la Reserva Federal está *endureciendo* su política y reduciendo su balance. Como resultado, los hogares y las organizaciones sin fines de lucro –una categoría que incluye los fondos de cobertura– son ahora los principales compradores de bonos del Tesoro. (Ver Cuadro 6.)



- En general, los inversionistas e instituciones extranjeros poseen ahora alrededor del 28% de todos los bonos del Tesoro en circulación, lo que es aproximadamente 15 puntos porcentuales menos que al comienzo de la GFC. (Ver Cuadro 7.)
- **Probablemente no deberíamos esperar que los mercados emergentes ayuden nuevamente a absorber los bonos del Tesoro . Y dudamos que los mercados desarrollados tomen el relevo, especialmente a medida que los bancos centrales reduzcan o eliminen el apoyo a sus propios mercados de bonos gubernamentales. Es más, salvo que se produzca otro accidente en el sistema financiero, es probable que la Reserva Federal siga recortando su balance. Esto significa que los inversores privados nacionales probablemente seguirán llenando el vacío. La gran diferencia con la Reserva Federal o los administradores de reservas es que estos inversores son mucho más conscientes de los precios y, por lo tanto, podrían pedir una prima más alta. Esto nos sugiere que la prima por plazo del Tesoro no volverá a caer a sus mínimos previos a la pandemia; de hecho, sospechamos que aumentará un poco más.**

- Es cierto que esperamos que los rendimientos de los bonos del Tesoro caigan aún más. Esto se debe a que pensamos que un crecimiento decepcionante y una inflación inferior a la esperada llevarán a la Reserva Federal a recortar los tipos antes y en mayor medida de lo que actualmente se descuenta en los mercados. Sin embargo, nuestra opinión de que la prima por plazo aumentará aún más nos sugiere que los rendimientos no se estabilizarán tan bajos como antes de la pandemia. El resultado es que pronosticamos que el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años caerá al 3% para fines de 2025. Esto se compara con su nivel actual de alrededor del 4,6% y con un promedio del 2,4% durante la década de 2010. (Ver Cuadro 8.)



Hubert de Barochez , economista de
mercados, hubert.debarochez@capitaleconomics.com

<https://www.capitaleconomics.com/publications/global-markets-update/how-demand-and-supply-affect-treasury-term-premia>