

# Flexibilización cuantitativa en Estados Unidos y el rendimiento de los bonos del GOBIERNO PERUANO

ALAN LEDESMA\*

El estímulo monetario implementado por la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) ha reducido los rendimientos de largo plazo de los Bonos del Tesoro Norteamericano. Los efectos de estas acciones de política sobre los mercados financieros de países emergentes se verían reflejados en movimientos de las curvas de rendimiento de sus bonos domésticos, entre los que se encontraría la curva de rendimiento de los bonos emitidos por el gobierno peruano.

\* Especialista en Modelos Macroeconómicos del BCRP.  
alan.ledesma@bcrp.gob.pe

La Reserva Federal de los Estados Unidos (*FED*) ha implementado una serie de medidas de estímulo monetario como respuesta al enfriamiento de su economía en los últimos años. Estas medidas han alterado la valoración de los bonos soberanos tanto norteamericanos como del resto del mundo.

En el caso de la economía peruana, los bonos del gobierno corresponden a los “activos libres de riesgo”, y por consiguiente, sirven de referencia para el costo de la deuda asumida por el sector privado doméstico. Así, una reducción en la valoración de estos bonos, incrementa su rendimiento y por consiguiente encarece la deuda privada doméstica. Esto motiva la exploración que se reporta en este artículo, sobre los vínculos entre los rendimientos de los bonos del gobierno peruano y del tesoro norteamericano.

Desde el año 2009, la *FED* viene implementando programas de estímulo monetario no convencionales conocidos como flexibilización cuantitativa o *quantitative easing* (*QE*)<sup>1</sup>. En general, este tipo de medidas se llevan a cabo mediante la compra de activos financieros públicos y privados para con ello incrementar la base monetaria. En particular, la *FED* viene comprando Bonos del Tesoro Norteamericano (*T-Bill* por sus siglas en inglés) de plazos medianos y largos.

El último anuncio de compras de activos propuesto por la *FED* en setiembre de 2012 (*QE3*) se distinguió de sus anuncios anteriores (*QE1* y *QE2*), debido a que, además de implicar montos de com-

pras más elevados, no se anunció una fecha para el cese de dichas compras. Por este motivo, el *QE3* es usualmente denominado *QE-infinity*<sup>2</sup>.

Este último *QE* ha tenido un impacto más significativo en el mercado de bonos *T-Bill*, pues su potencial permanencia afecta notoriamente a las expectativas de los agentes. De acuerdo a ello, si los agentes perciben que la *FED* mantendrá sus compras de *T-Bill* en un periodo relativamente largo, esperarán entonces que la menor oferta residual de *T-Bill* incremente su valoración de manera sistemática, lo que reduce sus rendimientos<sup>3</sup>.

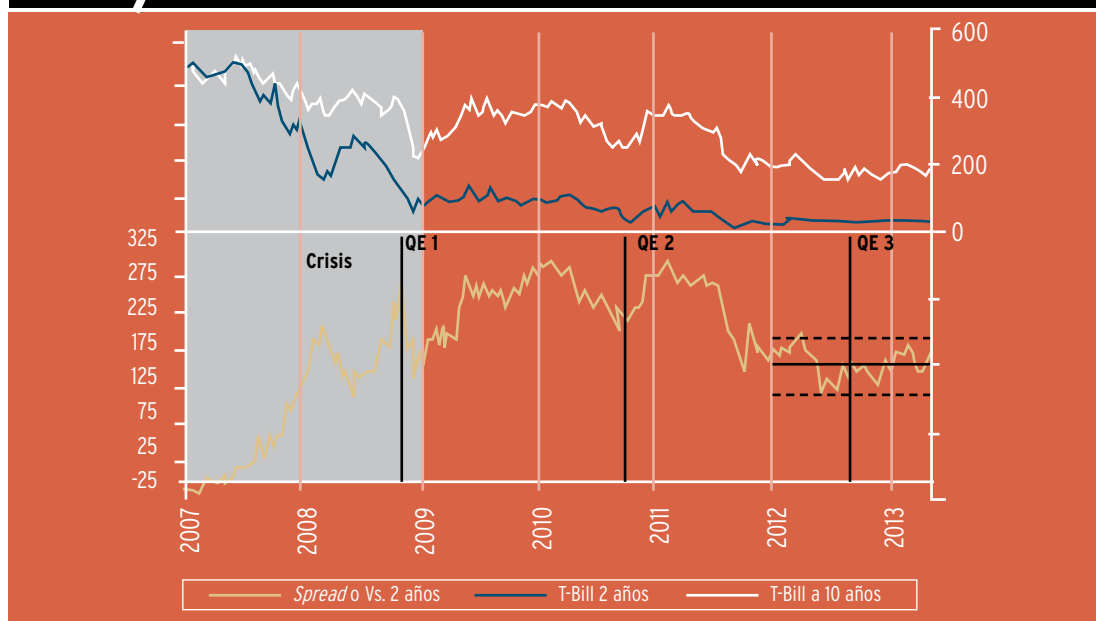
Adicionalmente, el rendimiento de los *T-Bill* de corto plazo se mantiene cerca de cero debido a las medidas convencionales de estímulo de la *FED*. Así se tiene que, el anuncio y ejecución del *QE3* afectó en una mayor proporción a la curva de rendimiento *T-Bill*, debido a que redujo significativamente los rendimientos de las tasas de largo plazo.

Para visualizar la evolución de la curva de rendimiento, se utilizará el *spread T-Bill* entre 10 y 2 años. Como se observa en la Figura 1, el anuncio del *QE3* implica un nuevo régimen donde el mencionado *spread* mantiene niveles bajos en comparación a su historia reciente.

Por su parte, el gobierno peruano emite típicamente Bonos Globales (B-Glo) y Bonos del Tesoro Público (BTP). Para descifrar el impacto del *QE3* sobre los rendimientos de estos bonos, se ha dividido el análisis en dos etapas.

En la primera etapa, se estima un modelo dinámico con dos regímenes para el retorno *T-Bill* a 2 años y

**GRÁFICO 1** Rendimientos en puntos básicos de los Bono del Tesoro Norteamericano a 10 y 2 años (eje derecho) y su correspondiente spread (eje izquierdo)



FUENTE: BLOOMBERG, ELABORACIÓN PROPIA.

<sup>1</sup> Como se documenta en Kiyuev y otros (2009).  
<sup>2</sup> Los detalles se pueden apreciar en el anuncio oficial de la oficina de prensa de la Reserva Federal (2011).  
<sup>3</sup> Ver Uribe (2013).

**CUADRO 1** ■ Efectos sobre los rendimientos de bonos luego del anuncio del QE3

	<i>T-bill</i> a 2 años	<i>Spread T-bill</i> 10 Vs. 2 años	BTP a 10 años	<i>Spread BTP</i> 10 Vs. 2 años	B-Glo a 10 años	<i>Spread B-Glo</i> 10 Vs. 2 años
Antes del anuncio	0,55	2,62	3,24	3,00	2,32	3,24
Un mes después	0,26	1,64	2,68	2,94	1,85	2,72
Dos meses después	0,26	1,61	2,56	2,37	1,85	2,25
Tres meses después	0,26	1,62	2,56	2,14	1,85	2,05

el *spread T-Bill* entre 10 y 2 años. El primer régimen comprende el periodo desde septiembre de 2009 hasta agosto de 2012 (antes del anuncio de la QE3), mientras que el segundo régimen está comprendido entre setiembre de 2012 y mayo de 2013 (después del anuncio de la QE3). Luego, en la segunda etapa, se estima un modelo dinámico de los rendimientos BTP a 10 años y el *spread BTP* entre 30 y 10 años, donde la información condicionante son los rezagos de estas variables y los valores corrientes y rezagados del rendimiento *T-Bill* a 2 años y su respectivo *spread*. Ello se realiza mediante un sistema dinámico lineal, donde implícitamente se asume que la no linealidad en la dinámica *T-Bill* entra de manera exógena a la dinámica BTP. Esta última etapa se repite para el caso de los rendimientos *B-Glo* a 10 años y el *spread B-Glo* entre 30 y 10 años.

Como se puede apreciar en el Cuadro 1 y la Figura 2, antes del anuncio del QE3, el rendimiento medio *T-Bill* a 2 años fue de 55 pbs., el cual cayó en 28 pbs. luego del anuncio. Mientras tanto, el *spread T-Bill* medio antes del anuncio fue de 262 pbs. y cayó en 100 pbs. luego del anuncio.

La respuesta del rendimiento de bonos domésticos a esta dinámica se reporta también en la Figuras 2 y en el Cuadro 1. Se tiene que en el caso de los BTP, el bono a 10 años redujo su rendimiento en 68 pbs., mientras que el *spread* lo hizo en 86 pbs. Por su parte,

el rendimiento de bonos globales se redujo en 47 pbs. y su *spread* en 119 pbs. en los plazos de 10 años y de 30 años, respectivamente.

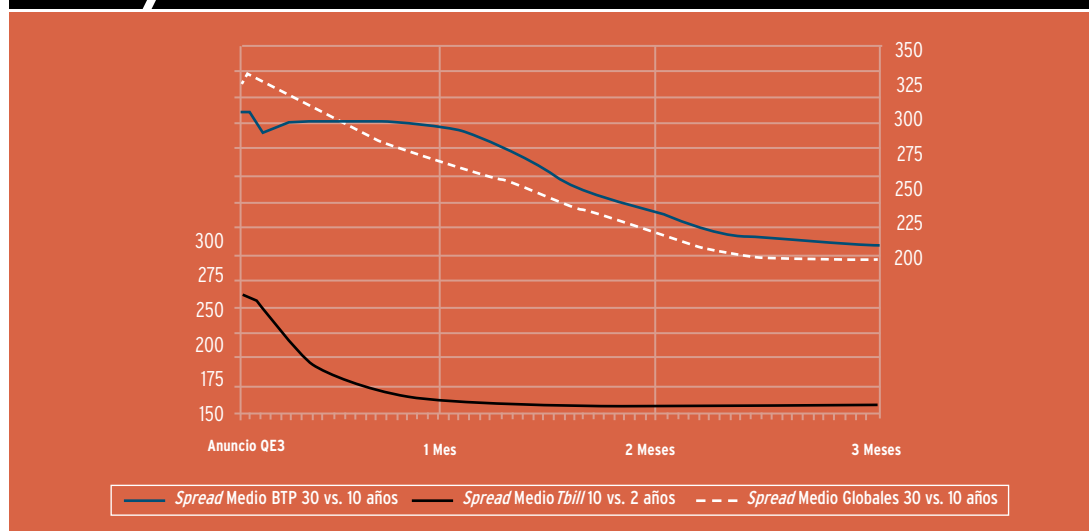
Cabe destacar que el *spread* de Bonos Globales respondió más a esta reducción del *spread T-Bill*. En general, los Bonos Globales se emiten en mercados internacionales y se denominan en dólares; de esta forma, sus tenedores no están expuestos a riesgo cambiario y ello facilita su comercialización. Por ello, los bonos a plazos más largos responden más a la dinámica de los rendimientos *T-Bill*.

En conclusión, se evidencia el impacto del QE3 en la valoración de los bonos domésticos donde, en general, la respuesta ha sido más que proporcional en comparación a los efectos sobre los rendimientos *T-Bill*.

#### REFERENCIAS

- Klyuev, de Imus, y Srinivasan, 2009, "Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies", Fondo Monetario Internacional, noviembre.
- Federal Reserve Press Release, 2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>
- Uribe, 2013, "Normalization of Monetary Policy in Industrialized Economies and the Possible Effects on Latin America and the Caribbean". XCV Meeting of Governors of Central Banks of CEMLA.

**GRÁFICO 2** ■ Evolución media de los *spread* en los rendimientos de los bonos luego del anuncio del QE3 (en puntos básicos)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.