

DESCOMPOSICIÓN FACTORIAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EEUU Y EUROPA

Los tipos de interés sin riesgo a largo plazo (10 años) han experimentado importantes cambios a lo largo de la pandemia, tanto en la UEM como en Estados Unidos. En la primera fase de la pandemia, hasta el inicio de la vacunación, la incertidumbre económica derivada del inicio de la crisis del COVID-19 supuso una reducción de los tipos nominales libres de riesgo, que también se observó en las expectativas de inflación. La mayor caída de los tipos nominales observada en EEUU se debió a la bajada sustancial en marzo de 2020 del tipo de interés de política monetaria¹. Posteriormente, los tipos nominales se mantuvieron relativamente estables en esta etapa de la crisis. En la segunda fase de la pandemia, al inicio de la vacunación, las noticias positivas sobre la efectividad de las vacunas y la reactivación de algunos sectores llevaron a una mejora de las perspectivas económicas y a una ligera recuperación de los tipos reales y nominales. Esta evolución se invirtió a mediados de 2021 y hasta agosto

de 2021, en un contexto de empeoramiento de las perspectivas de mercado, que se ha traducido en una reducción considerable de los tipos nominales. Finalmente, desde los últimos días de agosto, en la UEM se está produciendo una nueva subida de los tipos nominales acompañada por un aumento de las expectativas de inflación. En EEUU, se observa también una subida desde septiembre.

Dadas estas variaciones, el objetivo del recuadro es explorar la importancia de los factores explicativos de esta evolución de los tipos de interés nominales a largo plazo (10 años)² durante la crisis pandémica, cubriendo la UEM y Estados Unidos. Para ello se emplean métodos estadísticos que permiten estudiar qué factores económico-financieros explican las variaciones que se han producido en los tipos nominales³. En concreto, se ha examinado la contribución de la inflación esperada implícita en los precios de instrumentos derivados, las

Gráfico 1
DETERMINANTES DEL TIPO DE INTERÉS NOMINAL A 10 AÑOS EN LA ZONA EURO (a)

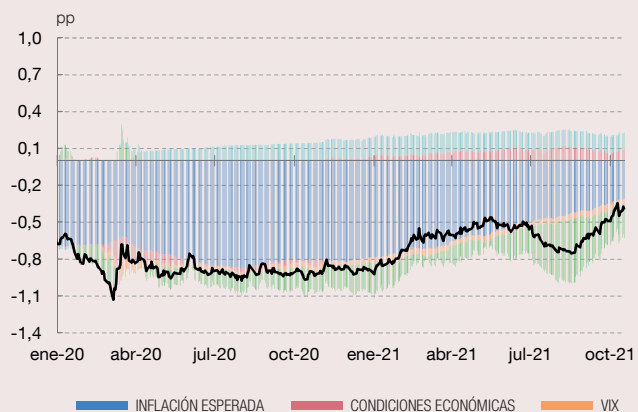
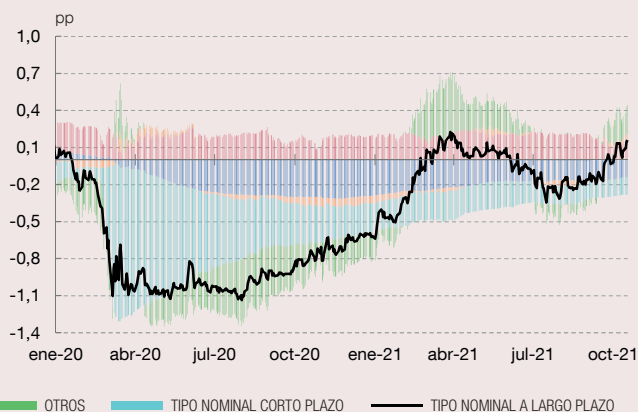


Gráfico 2
DETERMINANTES DEL TIPO DE INTERÉS NOMINAL A 10 AÑOS EN EEUU (a)



FUENTES: Bloomberg, Datastream, Thomson Reuters y Banco de España.

a Se muestran las desviaciones (en pp) respecto a la media histórica del periodo comprendido entre agosto de 2008 y septiembre de 2021. La inflación esperada se refiere al *Inflation Linked Swap* (ILS) para un plazo de 10 años, el VIX muestra la volatilidad implícita del S&P 500, y las condiciones económicas se aproximan mediante la cotización del S&P 500. El tipo nominal a corto plazo se refiere al tipo OIS con un plazo de 3 meses.

- 1 En EEUU, los tipos de referencia de la política monetaria (*federal funds rate* por su término en inglés) bajaron 50 pb el 3 de marzo y 100 pb adicionales el 16 del mismo mes, hasta situarse en el rango 0-0,25%. Por su parte, en el área del euro, los tipos de la facilidad de depósito se han mantenido inalterados desde que situaron en -0,5% en septiembre de 2019
- 2 En concreto se utiliza los *Overnight Index Swap* (OIS) para un plazo de 10 años. Las expectativas de inflación a 10 años son obtenidas mediante el uso de los *Inflation-linked swap* (ILSs), que son derivados cuyo precio está vinculado a la inflación en el futuro.
- 3 La descomposición de los factores (gráficos 1 y 2) que han contribuido a la variación del tipo nominal en las dos regiones se calculan como las desviaciones, respecto a la media histórica, utilizando un modelo SVAR (identificación basada en perturbaciones independientes de cada uno de los factores) con las siguientes variables: cotización de los índices EURO STOXX 600 y S&P 500 respectivamente, la volatilidad implícita del S&P 500 (VIX), la inflación esperada de acuerdo con ILSs y las expectativas de tipos nominales en el corto plazo (medida con el OIS-3 meses), en el periodo comprendido entre agosto de 2008 y octubre de 2021. La contribución de cada uno de los factores ilustra cómo las variaciones en cada una de las variables han afectado a las variaciones en el tipo nominal a 10 años.

DESCOMPOSICIÓN FACTORIAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EEUU Y EUROPA (cont.)

expectativas de tipos a corto plazo, la incertidumbre en los mercados financieros, las expectativas económicas recogidas en el mercado de renta variable y un residuo que recoge el resto de factores.

En esta línea, los gráficos 1 y 2 muestran la desviación de los tipos nominales a largo plazo respecto a sus medias históricas, y la contribución de cada uno de los factores mencionados. Esta contribución difiere, en algunos aspectos, a lo largo del tiempo y entre las dos regiones geográficas. Así, en el caso de Europa, las variaciones en los tipos nominales a largo plazo tras la introducción de restricciones a la movilidad en marzo de 2020 son explicadas por la mayor incertidumbre en los mercados y, en menor medida, por las peores expectativas económicas. En EEUU, la caída inicial de los tipos nominales a largo plazo se debió, principalmente, a la relajación de la política monetaria y la bajada de tipos, inmediatamente después del inicio de la pandemia. Un aspecto común a ambas regiones ha sido la contribución de la inflación esperada a que los tipos nominales se sitúen por debajo de su media histórica, especialmente en Europa, en el periodo previo al anuncio del desarrollo de vacunas. En el caso del continente europeo, este efecto moderador de las expectativas de inflación en los tipos se observaba ya antes de la irrupción de la crisis.

No obstante, esta situación empezó a cambiar a finales de 2020, en un contexto de mejora del entorno económico y de noticias positivas sobre el desarrollo de vacunas. De esta forma, el aumento de la inflación esperada ejerció presión al alza en los tipos nominales en la UEM, particularmente desde verano de 2021. Cabe destacar

también el reducido papel que el componente VIX está jugando en este periodo, lo que sugiere que los tipos nominales no se han visto afectados por una mayor incertidumbre, a pesar de que la deuda pública americana se considera un activo seguro que actúa como refugio ante la misma.

También es notable la contribución del conjunto de los otros factores. En concreto, los programas de compras y la política monetaria acomodaticia han podido contribuir a que los tipos del área del euro presenten valores más reducidos de lo que cabría esperar teniendo en cuenta únicamente las variables económicas incluidas explícitamente en el modelo, especialmente desde junio hasta octubre de 2021. En EEUU estos otros factores han contribuido a unas mayores subidas de tipos durante la primera mitad de 2021. Ello podría ser consecuencia de unas mayores expectativas de crecimiento en sectores específicos, en particular, de aquellos vinculados a la reapertura de la economía (el hotelero, transportes, ocio, entre otros) cuya evolución fue mucho más destacable que la del índice general (S&P 500) usado en las estimaciones para evaluar las condiciones económicas.

En resumen, la evolución de los tipos de interés nominales a largo plazo en 2021 parece haber estado estrechamente relacionada con unas expectativas de inflación al alza, después de la reactivación de la actividad tras la pandemia y la mejora en las perspectivas económicas. El repunte observado en el último mes, que ha sido de mayor intensidad en la zona Euro, se debe especialmente a los mayores niveles de inflación esperados.