



3 macrotendencias en colisión que pondrán a prueba la economía estadounidense

Por [Michael Ashton](#) Visión del mercado 03.08.2023 03:10

Michael Ashton

Resulta irónico que planeara esta columna hace un par de días y empezara a escribirla ayer, porque las mismas preocupaciones de las que hablo a continuación están detrás de la noticia de anoche sobre la rebaja de Fitch de la calificación de la deuda a largo plazo de los bonos del Estado de Estados Unidos, hasta AA+. Esto coincide con la calificación de [S&P](#) (Moody's (NYSE:MCO) mantiene la de AAA).

Lea también:

Rojo bursátil: EE.UU. pone en jaque al mercado; esto esperan los expertos

Mercados al rojo vivo tras el mazazo de Fitch a EE.UU.: Ojo a lo que viene

Permítanme decir de entrada que no me preocupa en absoluto que Estados Unidos vaya a incumplir sus obligaciones en el sentido clásico de negarse a pagar. Tradicionalmente, un Gobierno que puede imprimir el dinero en el que están denominados sus bonos nunca puede verse obligado a incumplir. Siempre puede imprimir los intereses y el capital.

Sí, esto causaría una inflación masiva, y por lo tanto representaría un impago sobre el valor de la moneda. De nuevo, tradicionalmente, no se trata de ninguna decisión. Sin embargo, cabe señalar que podría haber *algunos* casos en los que la deuda sea **tan** grande que imprimir una solución sea **tan** malo que el país pueda preferir el impago para que los titulares de bonos, y no la población en general, sean los que paguen el precio directamente. No creo que esta sea la historia de hoy ni probablemente la de esta década. Probablemente.

Pero volvamos a lo que quería decir.

Aquí hay tres tendencias generales que se están uniendo en mi mente de una manera que me molesta:

Grandes y crecientes (otra vez) déficits federales

Una tendencia acelerada hacia la deslocalización de la producción a EE.UU.

La Reserva Federal sigue reduciendo su balance.

Se podría pensar que dos de esos tres puntos son positivos sin paliativos. El hecho de que la Reserva Federal levante el pie de la garganta de los mercados de deuda es positivo, y la deslocalización de la producción a Estados Unidos reduce los riesgos de alteraciones económicas en caso de conflictos geopolíticos y proporciona empleo de alto valor añadido a los trabajadores estadounidenses. Y por supuesto, todo eso es cierto. Pero hay una forma en que interactúa todo eso que me pone nervioso por lo que sea.

Esto vuelve a la cuestión de dónde viene el dinero para financiar el déficit federal. Ya he hablado de esto antes. En pocas palabras, cuando el Gobierno gasta más de lo que ingresa, el saldo debe proceder de los ahorradores nacionales o de los extranjeros. Dado que los "ahorradores extranjeros" obtienen sus reservas de dólares estadounidenses de nuestro déficit comercial (les compramos más de lo que ellos nos compran, por lo que les enviamos dólares netos que tienen que invertir de alguna manera), observar el flujo del déficit comercial es una forma adecuada de evaluar ese lado de la ecuación. En el lado interno, el ahorro procede principalmente de los particulares y, en los últimos 15 años aproximadamente, de la Reserva Federal. Ésta es la razón por la que estas dos líneas se llevan bastante bien.

El déficit comercial ha mejorado (se ha reducido) en alrededor de un billón desde el año pasado, y el balance de la Reserva Federal se ha reducido en 800.000 millones más o menos. Pero, después de mejorar un poco, el déficit federal se está moviendo ahora en la dirección equivocada, creciendo de nuevo incluso cuando la economía se expande y creando una divergencia entre estas líneas. Esto está ocurriendo en parte aunque no totalmente debido a esta tendencia, que no hará más que empeorar a medida que los tipos de interés se mantengan en niveles elevados y la deuda se renueve a tipos de interés más altos:

El problema en el primer gráfico de arriba es la brecha que se está desarrollando entre esas dos líneas. Porque la diferencia es lo que tienen que compensar los ahorradores privados nacionales. Si no vendes tus bonos a la Fed ni a inversores extranjeros que tienen dólares, tienes que venderlos a inversores nacionales que tienen dólares. Los ahorradores nacionales están, de hecho, ahorrando algo más en el último año (ahorraron MUCHO cuando el Gobierno les dio pilas de dinero en efectivo durante el COVID, lo cual era conveniente ya que el Gobierno necesitaba vender bonos).

Este es el problema.

La tendencia general de grandes déficits federales no parece que vaya a cambiar pronto. Y la tendencia general a la deslocalización parece estar cobrando impulso. Una de las cosas que hará la deslocalización (con el tiempo) es reducir el déficit comercial, ya que venderemos más en el extranjero y compraremos más producción nacional. Menos déficit comercial significa menos dólares para los inversores extranjeros. La tendencia general de la Reserva Federal a reducir su balance terminará con el tiempo, por supuesto, pero por ahora continúa.

Y eso significa que necesitamos que los ahorradores nacionales compren más y más bonos del Tesoro para compensar la diferencia. ¿Cómo se consigue que los ahorradores nacionales inviertan aún más dinero en bonos del Tesoro? Se necesitan tipos de interés más elevados, sobre todo cuando la inflación parece que va a mantenerse estable durante un tiempo. Además, atraer más ahorro privado hacia la deuda del Tesoro en lugar de, digamos, deuda corporativa o acciones o gasto de los consumidores tenderá a acelerar una recesión.

No me preocupan las recesiones. Son una parte natural del ciclo económico. Lo que me preocupa son las rupturas. Los circuitos de retroalimentación son una parte real de las finanzas, y las situaciones desequilibradas pueden entrar en espiral. Los grandes déficits que está generando el Gobierno federal, en parte (pero sólo en parte) debido a los grandes déficits anteriores, junto con el hecho de que la Fed es ahora vendedora y no compradora, y la tendencia a la deslocalización que está secando lentamente los dólares que enviamos al extranjero, crea la necesidad de atraer a los ahorradores nacionales y la única manera de hacerlo es con tipos de interés más altos. Lo que, en última instancia, eleva el coste de los intereses de la deuda, lo que eleva el déficit...

Hay espirales convergentes y espirales divergentes. Si se trata de una espiral convergente, entonces sólo significa que nos conformamos con tipos de interés más altos de lo que la gente espera, pero terminamos en un equilibrio estable. Si se trata de una espiral divergente, significa que las subidas de los tipos de interés podrían volverse negligentes, y la Reserva Federal podría verse obligada a dejar de vender y empezar a "ahorrar" de nuevo. Lo que a su vez proporcionaría apoyo a la inflación.

Nada de lo anterior está garantizado, pero como gestor de inversiones, me pagan por preocuparme. Me parece que estas tres grandes tendencias macroeconómicas no son compatibles con unos tipos de interés estables, así que algo tendrá que acabar cayendo por su propio peso.

Una de esas cosas es la calificación crediticia de la deuda soberana del país. La decisión de Fitch me parece sensata, aunque no fuera el tema original de este artículo.