

THE WALL STREET JOURNAL.

Toman déficits relevancia con tasas de interés al alza

GREG IP
THE WALL STREET JOURNAL.

Estados Unidos tiene mucho tiempo de ser el prestamista de último remedio del mundo. Durante los pánicos de los mercados emergentes en la década de 1990, la crisis financiera mundial del 2007-2009 y el cierre pandémico del 2020, fue la incomparable capacidad de endeudamiento del Tesoro lo que llegó al rescate.

Ahora, el propio Tesoro es una fuente de riesgo. La escala y la trayectoria ascendente del endeudamiento estadounidense y la ausencia de cualquier correctivo político ahora amenazan a los mercados y a la economía de una manera en que no lo habían hecho durante al menos una generación.

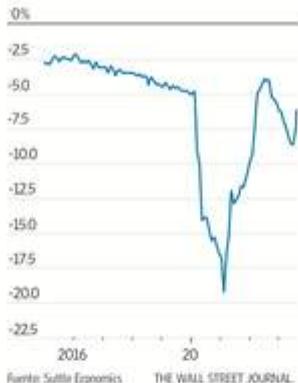
Ésa es la conclusión que se desprende del repentino y pronunciado aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro en las últimas semanas. No se le puede imputar a los sospechosos habituales: el panorama de la inflación ha mejorado marginalmente y la Reserva Federal ha señalado que casi ha terminado de elevar las tasas.

En cambio, la mayor parte del aumento se debe a la parte de los rendimientos, llamada prima por plazo, que no tiene nada que ver con la inflación o las tasas a corto plazo. Numerosos factores afectan la prima por plazo, y el aumento del déficit público es el principal sospechoso.

Los déficits han sido amplios durante años. ¿Por qué importaría ahora? Una mejor pregunta podría ser: ¿Por qué tomó tanto tiempo?

Que los déficits mayores hagan subir las tasas de largo plazo había sido durante mucho tiempo una ortodoxia económica. Pero durante los últimos 20 años, los modelos de tasas de interés que incorporaban la política fiscal no funcionaron, señaló Riccardo Trezzi, ex economista de la Reserva Federal que ahora dirige su propia firma de inves-

Deficit federal (total 12 meses), participación del PIB



tigación, Underlying Inflation.

Eso es comprensible. Los bancos centrales -preocupados por una inflación demasiado baja y un crecimiento estancado- habían mantenido las tasas de interés en torno a cero mientras compraban bonos gubernamentales ("expansión cuantitativa"). La demanda privada de crédito era débil. Esto superaba cualquier preocupación por los déficits.

"Tuvinos 25 años maravillosos sin tener que preocuparnos por este problema", indicó Mark Wiedman, director administrativo senior de BlackRock.

Sin embargo, hoy los bancos centrales están preocupados de que la inflación sea demasiado alta y han dejado de comprar y en algunos casos están deshaciéndose de sus tenencias de bonos ("restricción cuantitativa"). De repente, la política fiscal vuelve a importar.

Los déficits pueden afectar las tasas de interés de manera gradual o repentina. Al pedirse a los inversionistas que compren más bonos, gradualmente hacen espacio en sus carteras comprando menos de otra cosa, como acciones.

Con el tiempo, los rendimientos ajustados al riesgo de estos activos se empanan, lo que

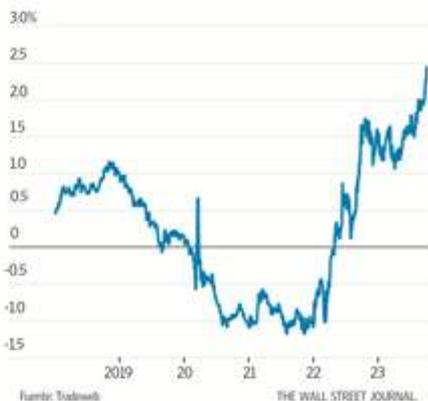
significa mayores rendimientos de los bonos y menores relaciones precio/beneficio de las acciones. Eso ha estado sucediendo durante el último mes.

Sin embargo, a veces los mercados pueden moverse repentinamente, como cuando México amenazó con declararse en moratoria en 1994 y Grecia si incumplió pagos una década después. Incluso en países que, a diferencia de México o Grecia, toman préstamos en monedas que controlan, las tasas de interés pueden convertirse en rehenes de los déficits, como en Canadá a principios de los años 1990 o Italia en los años 1980 y principios de los 1990.

Estados Unidos no es Canadá o Italia; controla la moneda de reserva mundial, y su inflación y tasas de interés están impulsadas principalmente por factores internos, no externos. Por otro lado, Estados Unidos también ha explotado esas ventajas para acumular deuda y tener déficits mucho mayores que los de economías homólogas.

No hay muchas señales de que esto haya impuesto un castigo aún. Los inversionistas todavía proyectan que la Reserva Federal reducirá la inflación a su objetivo del 2%. Al 2.4%, los rendimientos reales (ajustados

Rendimiento del bono del Tesoro a 10 años ajustado por inflación



do a importar. El otoño pasado, una propuesta de recorte de impuestos en el Reino Unido desencadenó un repunte en los rendimientos de los bonos británicos; el Gobierno descartó la propuesta y luego renunció. Los rendimientos italianos han aumentado desde que el Gobierno retrasó la semana pasada la reducción de su déficit por debajo de las directrices europeas. Trezzi dijo que durante la última década el Banco Central Europeo había comprado más del 100% de la emisión neta de bonos del Gobierno italiano, pero eso está llegando a su fin.

Los inversionistas extranjeros, preocupados por la inflación y los déficits, han estado vendiendo bonos italianos, mientras que los hogares italianos han estado comprando, señaló Trezzi. "Con una economía en debilitamiento, no está claro por cuánto tiempo... podrán los hogares compensar la venta masiva de los extranjeros".

Los inversionistas que tengan la esperanza de que la voluntad política estadounidense controle los déficits deben tomar nota de que tanto el ex Presidente Donald Trump como el Presidente Biden, los favoritos de sus partidos para la nominación presidencial del 2024, han firmado leyes para reducir el déficit y que ambos partidos se han comprometido a no recortar los dos programas de gasto más importantes, Medicare y el Seguro Social, o aumentar los impuestos a la mayoría de los hogares.

También notarían que el presidente republicano de la Cámara de Representantes acaba de ser depuesto por rebeldes de su propio partido porque había aprobado un proyecto de ley de gasto bipartidista para evitar el cierre del Gobierno. Pero los cierres, señaló Barclays, representan una "erosión de la gobernanza". No es así como actúa un país que intenta tranquilizar el mercado de bonos.

por inflación) de los bonos del Tesoro son comparables a los de mediados de la década del 2000 e inferiores a los de la década de 1990, cuando las deudas y los déficits del Gobierno estadounidense eran mucho menores.

Es notable que el reciente aumento en los rendimientos de los bonos se produjo cuando Fitch Ratings rebajó su calificación crediticia de Estados Unidos, el Tesoro incrementó el tamaño de sus subastas de bonos, los analistas comenzaron a revisar al alza el déficit federal de este año y el Congreso estuvo a punto de cerrar partes del Gobierno por no lograr aprobar proyectos de ley de gastos.

El déficit federal superó el 7% del producto interno bruto en el año fiscal 2023, después de ajustar por distorsiones contables relacionadas con la deuda estudiantil, señalaron los analistas de Barclays la semana pasada. Eso es mayor que cualquier déficit desde 1930, sin contar las guerras y recesiones. Y esto está ocurriendo en un momento de bajo desempleo y fuerte crecimiento económico, lo que sugiere que en tiempos normales, "los déficits pueden ser mucho mayores", añadió Barclays.

En el extranjero, la política fiscal claramente ha comenza-