Cómo financiar la ‘edad de oro de Estados Unidos’

Las implicaciones de la presidencia de Trump para los mercados financieros globales, este 2025 y los próximos años

5 de febrero de 2025

En su primera semana en el cargo, Donald Trump ha firmado una avalancha de decretos para implementar la ambiciosa visión económica que expuso en su discurso de investidura. Trump anunció entonces el inicio de una nueva “edad de oro de Estados Unidos”, centrada en

©IESE Business School

renovar la base industrial y manufacturera del país, aumentar la productividad con una apuesta redoblada por la innovación y asegurar el predominio y la abundancia energéticos.

Se trata de un cambio de estrategia que responde a una necesidad indudable, la de reiniciar el modelo de negocio de Estados Unidos. Un rápido repaso histórico: el "consenso de Washington" de los últimos cincuenta años promovió la globalización y el crecimiento económico mundial a costa del modelo económico y el dominio manufacturero de Estados Unidos. Esto llevó a un declive secular de los tipos de interés y el consiguiente apalancamiento del balance en todos los sectores de la economía, lo que a su vez provocó una inflación del precio de los activos y el agravamiento de la desigualdad de la riqueza. Wall Street se benefició de esta financiarización de la economía, vendiendo activos y productos financieros del país al resto del mundo, pero el estadounidense medio salió perdiendo. El libre comercio, como la "comida gratis", no existe. Ante los cambios fundamentales que se avecinan en la economía global, tal vez sea prudente renunciar a la apuesta deliberada por el crecimiento y conformarse con un crecimiento potencial más modesto.

La primera semana de Trump refleja un cambio radical respecto a la visión neoliberal –en el mejor de los casos, parcialmente materializada– de un mundo con mercados cada vez más interconectados. Pero Estados Unidos no es el único país que rompe con el pasado: muchos otros ya han pasado de la doctrina colaborativa de unos mercados en perpetua expansión a una visión del mundo centrada en la competencia directa entre países, alumbrada por el ascenso de los BRICS.

Como era de esperar, China ha liderado este desafío a la hegemonía estadounidense. Con Xi Jinping, Pekín empezó a virar hacia una estrategia de "China primero", apoyada en la política industrial estatal. El proceso se aceleró a partir de 2018, cuando se redirigió el crédito interno del sector inmobiliario a las industrias clave del país en aras de una mayor autosuficiencia. Si las reglas del juego se cumplen a voluntad, el orden global basado en normas debe adaptarse. En finanzas, cuando la estrategia cambia, otro tanto debe hacer el correspondiente paradigma de la financiación para ajustarse a la nueva visión.

¿Qué significa todo esto para los mercados financieros? En otro artículo de IESE Insight expuse los retos gemelos que encara Scott Bessent, el nuevo secretario del Tesoro estadounidense.

©IESE Business School

Primer reto: el perfil de vencimiento de los bonos del Tesoro y la liquidez del mercado

En los dos últimos años, la antecesora de Bessent, Janet Yellen, optó por refinanciar la deuda del Tesoro estadounidense emitiendo cada vez más letras a corto plazo en lugar de bonos a largo plazo. Independientemente de sus razones, esta política tuvo tres efectos claros:

1. **Una relajación de las condiciones financieras**. La decisión de emitir letras –títulos monetarios, de un plazo menor al de los bonos y obligaciones– aumentó la liquidez de financiación del mercado, lo cual propició el auge de todos los activos financieros hasta las elecciones presidenciales. Esta cuasi expansión cuantitativa (inyección de liquidez) vino a neutralizar la contracción cuantitativa (reducción de balance) de la Reserva Federal. Pero, dadas las particularidades de la fontanería del abundante sistema de reservas, este efecto fue puntual, ya que los bancos utilizaron su saldo en repos para invertir en letras, un proceso que en gran medida ya se ha agotado.

2. **Un cuasi "control de la curva de rendimiento**". Como la oferta de letras aumentó por encima de la demanda esperada, el rendimiento fue mayor (y el precio menor, en igualdad de condiciones). Lo contrario también se cumple en la parte más alejada de la curva: la menor emisión de obligaciones –títulos con un plazo de vencimiento de diez años o superior– tuvo como efecto que la oferta fuera inferior a la demanda, lo cual eliminó artificialmente el rendimiento a diez años. Esto ha distorsionado gravemente una serie de señales de precio de los mercados que son fundamentales: la pendiente de la curva de rendimiento (relación entre tasas de corto y largo plazo), la prima de plazo (compensación que los inversores exigen por mantener bonos a largo plazo) y los umbrales (o expectativas) de inflación.

3. **Un aumento del riesgo de refinanciación.** Las letras son susceptibles al riesgo de refinanciación, al renovarse constantemente. En los mercados de deuda, 2025 es un año de refinanciación. El Tesoro tiene que refinanciar hasta un tercio de su deuda pendiente –potencialmente, hasta 10 billones de dólares–, a lo que hay que sumar el muro de vencimiento de la deuda corporativa que se había emitido durante la época de tipos de interés bajos de la pandemia.

Todo ello recuerda lo que en otro artículo de IESE Insight señalé como el problema del tercer mandato extraoficial de la Fed: el imperativo de velar por el funcionamiento del mercado de financiación del Tesoro. Aunque no es una regla escrita, recientemente se han producido episodios de disfunción del mercado cuando los rendimientos a diez años del Tesoro llegan

©IESE Business School

aproximadamente al 5%. Esa es la razón por la que el vicepresidente J. D. Vance calificó la situación económica heredada de los demócratas como un "basurero en llamas".

Si Bessent normaliza la financiación con instrumentos de deuda a más largo plazo en lugar de letras, se revertirán los efectos mencionados y se reducirá la liquidez de los mercados, lo que presionará a la baja el precio de los activos financieros. El estrés que sufren los mercados financieros –con valoraciones ya de por sí tensionadas– debido a esta falta estructural de liquidez es uno de los mayores riesgos de la primera mitad de este año. De hecho, las valoraciones de los mercados de capitales siguen enviando señales que no concuerdan con otras clases de activos. Dado el tamaño de los ajustes estructurales necesarios, tal vez el precio de la volatilidad del mercado sea ahora mismo el activo más infravalorado.

En una de sus últimas intervenciones oficiales, Yellen advirtió de que el Tesoro estaba empezando a aplicar medidas de financiación extraordinarias, y lo hacía esta vez recurriendo a la Cuenta General del Tesoro, pues vuelve a cernirse el riesgo de alcanzar el techo de la deuda. No hay duda de que el Tesoro refinanciará la emisión de deuda pendiente. La cuestión es a qué precio, si no se corrigen las condiciones de liquidez de financiación del mercado, y en qué momento la Fed se verá obligada a revertir su contracción cuantitativa y retomar la expansión cuantitativa.

Segundo reto: la deuda total pendiente y el gasto en intereses

El segundo reto que tiene por delante Bessent es el peso total de la deuda en el balance de Estados Unidos. Se suele medir con la ratio deuda/PIB, pero como han demostrado Japón y otros países, el verdadero problema radica en la capacidad para pagar los intereses, que depende tanto del tipo de interés como de la calidad de la deuda. Ahora mismo, la partida del gasto en intereses supera la del presupuesto de defensa. Políticamente, Estados Unidos no recortará –al menos, en términos nominales– sus compromisos de gasto en bienestar social (Medicare, Social Security, etc.) o defensa. Con todo, a pesar de los aspavientos que suscita el supuesto fin del dominio del dólar, sigue sin haber alternativas reales, por lo que la divisa estadounidense permanecerá en el centro del sistema monetario mundial. Algo tiene que ceder.

Los precios son intrínsecamente relativos: si algo debe bajar de valor, la pregunta es frente a qué. La preocupación sobre las soluciones de mercado descoordinadas radica en que pueden

©IESE Business School

forzar un reequilibrio mundial a través de los tipos de cambio, generando conflictos entre países y potencialmente desatando nuevas guerras de divisas. Ahora bien, ante el fenómeno global del elevado apalancamiento de los balances soberanos –fruto de cincuenta años de declive de los tipos de interés y de financiarización–, una opción viable sería reiniciar de forma coordinada el sistema monetario mundial para desapalancarlo, devaluando todas las divisas frente a un activo de reserva neutral. Este activo podría ser el oro, que ha cumplido esa función durante milenios, o el bitcoin, la criptomoneda favorita de los mileniales. Ambos van a salir ganando con toda probabilidad este año.

Si Estados Unidos no liderara la búsqueda de una solución global, podríamos ver el regreso de los "vigilantes de bonos" a los mercados, lo que provocaría un ajuste más desordenado hacia un nuevo precio de equilibrio, tanto para los bonos del Tesoro estadounidense como para el dólar.

"El oro y el bitcoin van a salir ganando con toda probabilidad este año"

El enfoque de esta situación es crucial: las finanzas sirven a la estrategia, y la de Estados Unidos ha cambiado. La sobrecarga de deuda en los balances soberanos refleja una visión del mundo antigua, caracterizada por la financiarización y los bajos tipos de interés. La agenda de "Estados Unidos primero" de Trump, con un sesgo inflacionario, demanda un nuevo paradigma. De hecho, los retos gemelos de los que hablo representan una oportunidad para que Trump cimente su legado.

"Las finanzas sirven a la estrategia, y la de Estados Unidos ha cambiado"

©IESE Business School

En otoño de 2024 ya dije que todas las crisis financieras se resuelven engordando el balance. Estados Unidos puede sentarse con sus aliados y adversarios para impulsar la creación de un nuevo orden financiero y monetario internacional más acorde con las realidades del siglo XXI: recuperar los acuerdos Plaza y de Louvre, tal vez el de "Mar-a-Lago". Lo que se necesita son compradores de bonos estadounidenses insensibles al precio –movidos por objetivos políticos y no económicos– que engorden el balance y demuestren así su apuesta por un nuevo sistema monetario mundial reequilibrado y su financiación. Pero estos compradores soberanos han estado ausentes –en términos de compras marginales– de los mercados de financiación del Tesoro estadounidense en los últimos diez años.

En el mercado se habla de un bono a cien años, pero ¿por qué no volver a los orígenes del mercado de capitales, el de los activos seguros, y emitir bonos a perpetuidad? De este modo, se eliminaría el riesgo de refinanciación y se haría explícita la finalidad de estos bonos como activo seguro y principal aval de un sistema orientado a apuntalar el futuro. Es más, si estos bonos a perpetuidad se emitieran como títulos no negociables en el mercado –y la Fed se ofrece a financiarlos–, se blindaría el papel del dólar como moneda de reserva del sistema financiero mundial, además de aliviarse los retos más inmediatos del Tesoro estadounidense. 2025 va a ser un año en el que las consideraciones macroeconómicas seguirán dominando los mercados financieros. En otras palabras, la política y las prioridades de la defensa nacional de Estados Unidos continuarán siendo decisivas, además del principal impulsor financiero del país.

Desde el punto de vista de la negociación, los aranceles son el (gran) palo. Pero la zanahoria proverbial podría ser aún más grande: un nuevo orden financiero que respalde una estrategia basada en la vida, la libertad y la búsqueda de la felicidad, las tres metas que realmente "hacen grande" a Estados Unidos y el mundo. Es posible que China, el adversario casi a la par de Estados Unidos, tenga incentivos todavía mayores. Básicamente, las inversiones apalancadas en sectores clave de su economía han creado campeones mundiales, pero también un exceso de capacidad y balances sectoriales que aún deben reequilibrarse ante la doble amenaza de una recesión del balance y la deflación de la deuda. Con una economía orientada a la exportación que sigue constreñida por un sistema de comercio mundial dolarizado, un dólar más fuerte puede llevar a China a participar en estas negociaciones. Esto sería bueno para el mundo, pues propiciaría un desacoplamiento más pacífico de las economías y cadenas de suministro, además que los países competirían en la esfera comercial y no la militar.

©IESE Business School

En su regreso a la Casa Blanca, Trump exhortó a los estadounidenses a valerse de su creatividad innata para construir el futuro con audacia. Esta visión necesita una nueva estrategia financiera y, de hecho, un nuevo orden monetario internacional que sustituya al actual, tensionado hasta el límite. El liderazgo de la nueva edad de oro de Estados Unidos y, por extensión, del crecimiento global, pasa por abordar la oportunidad inherente a estos retos gemelos de los mercados de financiación del Tesoro estadounidense.

David Teeters

Profesor de Dirección Financiera en el IESE. Es experto en finanzas corporativas, valoración de empresas y evolución histórica de los mercados financieros.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School