

¿Estabilidad en los precios o en los mercados? Cómo ha cambiado la Reserva Federal

Precios bajos y pleno empleo. El doble objetivo de la Fed en EE. UU. parece incompatible con uno nuevo: un mercado de bonos del Tesoro estable en medio de la inflación.



19 de abril de 2024

Por [David Teeters](#)

El 2023, Wall Street estaba convencido de que el ciclo acelerado de subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal controlaría la alta inflación. La robustez del mercado laboral indicaba que la economía estadounidense funcionaba a pesar de la subida de tipos. También se esperaba que, con la inflación ya controlada, los tipos volvieran a bajar durante 2024. Y que esos tipos de interés más favorables guiarían la economía hacia un “aterrizaje suave”, evitando la recesión. Era un buen escenario para inversores y empresarios de todo el mundo, dado que la política monetaria de tipos de interés de la Fed influye en diferentes clases de activos e índices de precios globales. Sin embargo, la inflación se ha mantenido por encima del objetivo, y las expectativas de recortes de los tipos de interés no se han cumplido.

Las previsiones de inflación han sido incorrectas por varias razones:

- Los líderes políticos de Occidente continúan obsesionados con el riesgo de una deflación debido al efecto a largo plazo de la demografía y la tecnología.
- Los economistas perciben el aumento de la inflación como un efecto temporal de la oferta.
- Además, se preveía que la inflación se estabilizaría a medida que la economía se acomodara a la nueva normalidad tras los parones ocasionados por la COVID-19, los efectos de la guerra de Ucrania en los mercados de materias primas y otros daños colaterales causados por la geopolítica.

La creación de bancos centrales independientes, como la Reserva Federal, con mandatos para controlar la inflación, ha sido una de las grandes innovaciones financieras de los últimos cuarenta años. Sin embargo, la Ley de Goodhart afirma que, cuando una métrica se convierte en un objetivo político, deja de ser una medida fiable. ¿Se centran los líderes políticos en el indicador correcto? Dicho de otro modo, ¿contienen las actuales medidas oficiales de inflación el mismo valor informativo que antes?

Un reciente estudio –entre cuyos autores figura el ex secretario del Tesoro de Estados Unidos, Larry Summers–, cuestiona que realmente exista una [discrepancia entre la bonanza económica y el pesimismo persistente de los consumidores estadounidenses](#). Si se calcula la inflación utilizando la metodología desarrollada durante la década de 1970, la tasa actual estaría rozando el 18%, una cifra mucho más alta de las reconocidas por los organismos públicos.

La mayoría de nosotros, al ver los precios en el supermercado o del combustible, nos identificamos más con una inflación del 18% que con la oficial. Summers y sus coautores

aseguran que esta medida de la inflación reconstruida refleja la insatisfacción pública (de entorno a un 70%) con la situación actual.

El papel del crédito en los mercados

Tras décadas de grandes cargas financieras –asumir la jubilación de los *baby boomers*, el Medicare y mantener un impresionante gasto militar–, el Gobierno de Estados Unidos se ha visto asfixiado por el paquete de estímulos de los cheques COVID y los recortes en impuestos.

Por otro lado, la solución para cada crisis reciente del mercado ha sido lograr una refinanciación mucho mayor que la anterior. Los impagos se “resolvieron” mediante la reestructuración de la deuda a través de prórrogas o incluso mirando hacia otro lado. Esta situación se ha agravado tras la eliminación de los mecanismos de defensa contra los excesos financieros establecidos tras la Gran Depresión.

Una de las formas más sencillas para entender el papel del crédito en los mercados, cada vez más complejos, es recordando los tres tipos de empresas en función de su capacidad de pago de las obligaciones crediticias contraídas según Hyman Minsky:

1. **Financiación de cobertura:** tanto la deuda como los intereses pueden amortizarse con los ingresos operativos anticipados de caja existentes.
2. **Finanzas especulativas:** los flujos de caja existentes cubren los pagos de intereses, pero la deuda depende de la refinanciación al vencimiento.
3. **Financiación Ponzi:** los flujos de caja no cubren ni la deuda ni los intereses.

El legado de casi quince años de tipos de interés bajos o nulos en gran parte del mundo supuso un aumento del apalancamiento en los balances soberanos, bancarios, empresariales e, incluso, domésticos. Esta cantidad de deuda especulativa (y, frecuentemente, Ponzi) necesita ser refinanciada a su vencimiento. Por ello, los participantes en los mercados financieros se han acostumbrado a confiar en que la Reserva Federal baje los tipos de interés y proporcione unas condiciones de liquidez aptas para refinanciar la deuda.

En este “mundo financiado” en el que vivimos los activos se utilizan cada vez más en los balances como avales de la financiación del pasivo. Se trata de la ingeniería financiera de las empresas desarrollada por las sociedades de capital privado, de la transformación de las viviendas en valores respaldados por la hipoteca y la transformación de la naturaleza en un “activo” como cualquier otro para la refinanciación, debido a las políticas ESG y climáticas.

El papel de la Reserva Federal en el futuro

La Reserva Federal sigue lidiando con los efectos de la expansión de sus balances mediante el proceso de expansión cuantitativa en respuesta a la crisis financiera mundial. El consiguiente aumento del apalancamiento en los balances puede no ser visible para el inversor medio, pero cambia la estructura de la economía y la necesidad de seguir obteniendo financiación.

La Reserva Federal se enfrenta a un desafío importante en cuanto a cómo manejar los tipos de interés, dado que existe una marcada disparidad entre los indicadores económicos que reflejan la salud del *Main Street* (inversores minoristas y pequeñas empresas) y el auge de los mercados financieros de *Wall Street*. Perry Mehrling capta la [importancia de nuestro sistema monetario](#) como vínculo estructural entre ambos. Un resultado directo del esfuerzo de la Reserva Federal por equilibrar estos retos mediante la expansión del balance ha sido el aumento de la base monetaria potencial. Precisamente porque el monetarismo está tan pasado de moda es por lo que deberíamos volver a cuestionar nuestra comprensión de la inflación en palabras de Milton Friedman: "La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario".

A pesar del rápido ciclo de subidas de los tipos, las condiciones de los mercados financieros son hoy posiblemente más favorables que cuando empezaron. Esto es evidente en los mercados de renta variable, que siguen desafiando las normas tradicionales de valoración en su perenne crecimiento. Ni siquiera el creciente ritmo de impagos y quiebras empresariales desde la crisis financiera mundial ha mermado la confianza de los mercados. Wall Street intenta forzar el giro de la Reserva Federal hacia tipos más bajos para proporcionar una refinanciación más barata y necesaria para evitar una recesión. Sin embargo, los ciudadanos y los consumidores no tienen el mismo acceso al crédito barato y soportan el peso de una inflación persistentemente alta. Esto repercute en la confianza de los consumidores, como señala Summers en su estudio.

El problema con los malabares de la Reserva Federal es que los balances que necesitan refinanciación incluyen los del Gobierno de Estados Unidos. La emisión de bonos del Tesoro estadounidense aumenta en un billón de dólares cada 100 días. Este es el tipo de financiación del déficit que se requiere en tiempos de guerra o en una recesión grave. En el caso de una recesión, esta emisión aumentaría aún más rápido, ya que los ingresos del Tesoro (procedentes de los impuestos) caen y los gastos (por ejemplo, de las prestaciones por desempleo) aumentan.

Como era de esperar, los bonos del Estado han perdido entre un 20% y un 40% de su valor (debido a la relación inversa entre rendimiento y precio) desde que comenzó el ciclo de subidas de tipos de interés. Con los precios actuales, ¿quién compraría estos nuevos bonos del Tesoro estadounidense, así como la deuda que es necesario renovar para financiar el balance soberano de Estados Unidos?

Los compradores extranjeros (en su mayoría gestores de reservas de bancos centrales) dejaron de aumentar la tenencia de bonos del Tesoro estadounidense en 2014. La búsqueda de activos de reserva alternativos se aceleró con la incautación de las reservas de divisas de Rusia tras la invasión de Ucrania. A continuación, el sector bancario aumentó sus tenencias en respuesta a las nuevas regulaciones, o la represión financiera. Esto terminó con la crisis bancaria estadounidense de 2023, que obligó a la Reserva Federal a garantizar el valor del bono del Tesoro estadounidense como el activo libre de riesgo del mundo respaldado por el *Bank Term Funding Plan* (BTFP).

Cuando cambian las reglas del juego...

El objetivo bicéfalo de la Fed del pleno empleo y la estabilidad de precios se ve ahora superado por un tercer objetivo no oficial, pero ampliamente reconocido: la necesidad de mantener en funcionamiento los mercados del Tesoro de Estados Unidos.

El año pasado, el profesor Charles Calomiris describió [escenarios bajo la sombra de la dominancia fiscal](#). La preocupación es que, al encontrarse la ratio deuda/PIB de Estados Unidos por encima del 100%, las subidas de los tipos de interés son inflacionistas, ya que el aumento de los pagos de intereses de la deuda pendiente revierte en la economía. Al mismo tiempo, los recortes de los tipos de interés que conducen a unas condiciones monetarias más laxas también son inflacionistas.

Esta es la desagradable aritmética monetaria de los mercados de bonos y las opciones cada vez más difíciles de la Fed. La Reserva Federal tendrá que sacrificar la estabilidad de precios si desea mantener estable el mercado de bonos. Este es un terreno nuevo y difícil de navegar para la institución y reducirá su capacidad para gestionar eficazmente las crisis.

Como reza el libro de Friedman, *There's is no such as thing as a free lunch*. Es decir, nadie da duros a cuatro pesetas. Los compromisos de financiación de Estados Unidos y los excesos de crisis anteriores deben pagarse en algún momento. Trasladar la deuda incobrable a un balance más grande diluye el problema y gana tiempo para que los balances de toda la

economía se mantengan estables. Pero el único balance más grande para acomodar las necesidades de financiación de Estados Unidos es la economía de las familias y de los hogares. Esto hace que las decisiones políticas a la hora de distribuir estos costes resulten incómodas (sobre todo en un año de elecciones en el que hay mucho en juego). Si no se puede comprar tiempo, la dinámica de la deuda puede descontrolarse rápidamente a medida que el pago de los intereses de la deuda pendiente se acerque a los ingresos fiscales del Gobierno. Si no se encuentran compradores para la deuda, la Reserva Federal se verá abocada a la impensable monetización de la deuda.

Sin alternativa al dólar

Lo que aquí se describe son fenómenos ampliamente conocidos y de evolución lenta. Lo que es diferente ahora es la urgencia con la que las reducidas opciones de la Fed nos afectan como inversores y empresarios. ¿Qué podemos hacer?

En primer lugar, parafraseando a Warren Buffett, nunca apuestes contra Estados Unidos. El mundo está vinculado al mercado de capital estadounidense por el uso generalizado de dólares estadounidenses en los mercados de eurodólares y el sistema de petrodólares. Las empresas no americanas necesitan dólares para pagar su deuda denominada en dólares y comprar materias primas, y esa demanda de dólares puede, contraintuitivamente, subir el precio del dólar. El privilegio de Estados Unidos es que puede imprimir e imprimirá los dólares necesarios para mantener la liquidez de los mercados del Tesoro estadounidense.

Sin embargo, el resto del mundo lo sabe. El [informe Bretton Woods III](#), del economista Zoltan Pozsar, se basa en la perspectiva de los Estados competidores de Estados Unidos que reconocen los fallos del actual sistema monetario mundial y trabajan en alternativas. Por ahora, no las hay: Europa sigue ocupada en sus desafíos internos, el euro no es un competidor para la moneda de reserva mundial, y China tampoco muestra interés.

Aun así, nada garantiza que las cosas continuarán así. China seguirá sacudiendo la economía mundial, ya que su sistema financiero sufre enormes tensiones tras décadas de mala inversión y un crecimiento desequilibrado. Incluso en Japón, durante mucho tiempo proveedor de capital a través de su política de tipos de interés cero, el banco central está subiendo los tipos de interés, aunque eso daría para otro artículo.

Consejos para inversores y empresarios

Ante tal incertidumbre, ¿cómo debemos reaccionar? No se trata de un consejo financiero, sino de sentido común y experiencia financiera:

- Cuestiona los supuestos implícitos de tu necesidad de financiación actual, especialmente si puedes necesitar refinanciación.
- Realiza pruebas de estrés con escenarios que incluyan tipos más altos o restricciones de crédito.
- Gestiona las conversaciones con los bancos para diversificar las fuentes de financiación: el momento adecuado para obtener una línea de crédito es cuando se puede; porque cuando se necesita suele ser demasiado tarde.

El éxito de las inversiones depende siempre y en todas partes de una gestión activa del riesgo. Para nuestras propias inversiones, ya no se puede seguir como siempre. El cambio de paradigma de una gestión activa a una pasiva ha alterado las estructuras de los mercados. Tu capital es fruto del trabajo duro, asegúrate de ser crítico y entender cómo se gestiona tu cartera de activos.

En un artículo de octubre de 2023, titulado "[Los malabarismos de la Reserva Federal](#)", Eduard Talamàs abordaba el tema del activo más valioso de la Fed: su credibilidad. El oro, históricamente menospreciado como activo financiero, ha experimentado un aumento constante de su precio recientemente. Es importante estar atentos para discernir si, con esta subida, el mercado está cuestionando la credibilidad de la Fed ante los desafíos que enfrenta en la transición hacia una nueva realidad.

www.iese.edu/es/insight