

Las implicaciones fiscales del aumento de los rendimientos de los bonos

16 de octubre de 2023

- **Las percepciones importan al menos tanto como las políticas reales para determinar la estabilidad fiscal. En consecuencia, el aumento de los rendimientos de los bonos durante el último mes plantea el mayor riesgo para aquellos países donde el compromiso del gobierno con la rectitud fiscal en el mediano plazo está en duda.**
- **El aumento de los rendimientos de los bonos obviamente aumentará los costos de los intereses de la deuda de los gobiernos.** Esto se produce en un contexto en el que la QE acorta efectivamente el vencimiento promedio de la deuda pública y aumenta la velocidad con la que las tasas de interés más altas se reflejan en los costos de los intereses de la deuda (dado que la deuda pública a largo plazo ha sido reemplazada esencialmente por reservas del banco central que conllevan un tipo de interés flotante). tasa).
- Como ejemplo de las magnitudes involucradas, las estimaciones de la CBO de EE. UU. y la OBR del Reino Unido sugieren que cada aumento del 1% en las tasas de interés a corto y largo plazo aumentará el endeudamiento público en 2024 en ambos países en el equivalente al 0,5% del PIB. . El impacto sobre el endeudamiento anual aumenta a medida que vence más deuda; para 2027, por ejemplo, alcanzará entre el 0,7% y el 0,8% del PIB.
- **La pregunta clave es si este aumento en los costos de los intereses amenaza la sostenibilidad fundamental de la deuda pública.** Sostenibilidad de la deuda es un término confuso, pero generalmente se entiende que significa que la relación deuda/PIB está en una trayectoria estable (o descendente), lo que a su vez significará generalmente que los mercados financieros seguirán dispuestos a prestar a los gobiernos con una prima baja. **Que el reciente aumento de los rendimientos de los bonos comprometa esta sostenibilidad depende de si este aumento persiste y de qué lo impulsa.**
- Si tenemos razón al pensar que las tasas oficiales se reducirán más rápida y bruscamente de lo que esperan los mercados –y que los mercados se han

dejado llevar un poco por la narrativa de “más alto por más tiempo”— entonces los rendimientos deberían revertir parte de su reciente aumento. (Ver [aquí](#)).

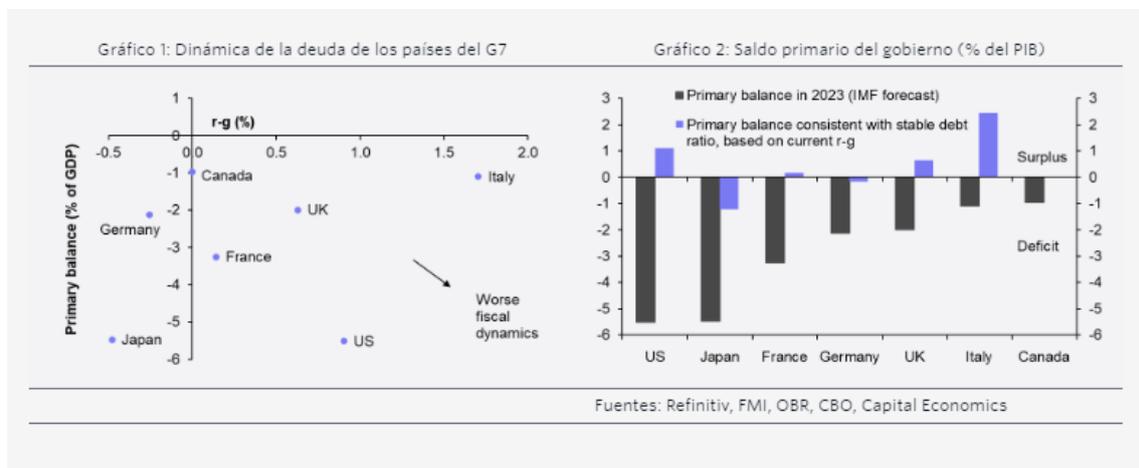
- **Sin embargo, no es probable que todo el aumento se revierta, sobre todo porque los mercados financieros ahora parecen pensar que el nivel de equilibrio de las tasas de interés reales ha aumentado y/o aumentará aún más.** En la medida en que esto refleje mayores expectativas de crecimiento económico, esto no importa para las perspectivas de la deuda, ya que aumenta tanto la “*r*” como la “*g*” en el diferencial de interés-crecimiento que es clave para la dinámica de la deuda. (Para obtener más detalles, consulte [aquí](#).) Pero los mercados también podrían pensar que un cambio en el equilibrio de ahorro e inversión deseados ha aumentado las tasas de interés reales en más de lo que ha aumentado el crecimiento potencial del PIB, lo que lleva a un diferencial menos favorable. (Exploraremos las implicaciones de tasas de interés de equilibrio más altas para la sostenibilidad de la deuda del sector público en un próximo trabajo más largo).
- **Otro motivo de preocupación es que el aumento más reciente de los rendimientos parece haber sido impulsado más por primas por plazo más altas que por expectativas de tasas de interés oficiales.** (Ver [aquí](#).) Este aumento podría deberse a todo tipo de razones, desde una perspectiva de inflación más volátil hasta una reducción en el apetito de los mercados emergentes por los activos de los mercados desarrollados. **Pero la culpa también podría ser las crecientes preocupaciones fiscales, especialmente en Estados Unidos.** Aunque el riesgo de un impago total es bajo para aquellas economías desarrolladas que emiten deuda en su propia moneda y pueden imprimir su propio dinero, eso todavía deja la posibilidad de un “incumplimiento” por otros medios, incluida la represión financiera o la inflación.
- **Podría parecer desconcertante que los mercados hayan decidido preocuparse ahora; después de todo, las proyecciones de la CBO han mostrado durante años que el ratio de deuda estadounidense está en una trayectoria ascendente a largo plazo. Pero un par de factores podrían haber provocado preocupaciones fiscales.** El primero es el posible cambio de visión sobre las tasas de interés de equilibrio. La segunda es que los déficits fiscales en muchos países siguen siendo muy altos, incluso cuando las economías siguen siendo resilientes y los efectos relacionados con la pandemia se han desvanecido en gran medida. De hecho, Italia revisó recientemente *al alza* sus previsiones de déficit presupuestario. Y los déficits primarios se mantendrán relativamente altos por ahora (ver [aquí](#)). En Estados Unidos, en particular, donde se proyecta que el déficit primario de este año será equivalente a alrededor del 5,5% del PIB, hay pocas perspectivas de que

pronto se produzca un ajuste significativo de la política fiscal. (Ver [aquí](#)).

- **Si es cierto que los mercados se están poniendo nerviosos por las posiciones fiscales de los gobiernos, entonces existe el riesgo de caer en una espiral descendente.** Los mercados se preocupan por la deuda pública, que eleva las primas por plazo y las tasas de interés, lo que empeora aún más la situación de la deuda y preocupa aún más a los mercados. **Aquí las percepciones son tan importantes como la realidad.** Hemos señalado antes que puede haber “equilibrios múltiples”; un determinado nivel de deuda puede ser tanto sostenible (si los mercados permanecen relajados y las primas de riesgo y los rendimientos siguen siendo bajos) como insostenible (si los mercados se preocupan y las tasas de interés suben). (Ver [aquí](#)).
- De hecho, la mayoría de las crisis fiscales de los últimos cinco años han sido causadas por la creencia en los mercados de que el gobierno en cuestión ha perdido, o está perdiendo, credibilidad fiscal. Esto no siempre ha sido el resultado de un cambio en la política real, sino más bien de la creencia de que el compromiso del gobierno con la rectitud fiscal ha disminuido. **La crisis que siguió al desastroso “Minipresupuesto” de Liz Truss en el Reino Unido el año pasado es un buen ejemplo de esto.**
- No creemos que una crisis fiscal sea inminente ni en Estados Unidos ni en ningún otro lugar. **No obstante, los mercados financieros parecen indicar que tienen una tolerancia limitada al despilfarro fiscal,** en marcado contraste con los años previos a la pandemia, cuando casi se consideraba que el bajo nivel de las tasas de interés daba luz verde a los gobiernos para endeudarse tanto como quisieran.
- **A primera vista, Estados Unidos parecería correr un alto riesgo de perder la confianza de los mercados financieros.** El gráfico 1 muestra el saldo presupuestario primario de las economías del G7 en el eje vertical y la diferencia entre las tasas de interés y el crecimiento del PIB nominal en el eje horizontal. (Hemos calculado esto último utilizando el promedio de los rendimientos de los bonos a cinco años de este mes y nuestra estimación actual del crecimiento potencial del PIB nominal). Los países que se ubican más hacia la parte inferior derecha del gráfico tienen la dinámica fiscal más inestable, con Estados Unidos aparentemente en una posición relativamente pobre.
- **Sin embargo, los países enfrentan márgenes de maniobra significativamente diferentes dependiendo de sus limitaciones políticas e institucionales.** Estados Unidos se beneficia de la emisión de deuda en la moneda de reserva mundial, mientras que una alta tasa de ahorro interno ha permitido a Japón sostener un ratio de deuda pública mucho mayor que el de

otros países avanzados. Por el contrario, ser parte de una unión monetaria sin una unión fiscal plena pone más bien una camisa de fuerza a los gobiernos de la eurozona.

- **En consecuencia, son Francia, el Reino Unido e Italia (ver [aquí](#)) los que posiblemente se encuentran en las posiciones más vulnerables.** Sobre la base del actual diferencial $r-g$, todos tienen déficits primarios que son incompatibles con mantener estables los ratios deuda/PIB. (Véase el gráfico 2.) Es probable que esto siga siendo así incluso si los rendimientos de los bonos retroceden algo como esperamos. Todos estos países planean reducir sus déficits en los próximos años. **Por lo tanto, si pronto se desarrolla una crisis fiscal en cualquiera de estos países, lo más probable es que se deba a que los mercados perciben un debilitamiento de estos compromisos.**



https://www.capitaleconomics.com/publications/global-economics-update/fiscal-implications-rise-bond-yields?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-8ddb2ad-6d69-4f3b-99ec-2712e3301c16&utm_term=Regular%20Report-8ddb2ad-6d69-4f3b-99ec-2712e3301c16