

El regreso de los patrulleros de bonos

¿Volverán los mercados a ejercer presión en la política fiscal?

Ramana Ramaswamy



FOTO: ONUR PINAR PHOTOGRAPHY

LOS PATRULLEROS DEL MERCADO DE BONOS son una especie en extinción. El término alude a operadores de bonos aversos al despilfarro fiscal pero también a políticos defensores de un gobierno de tamaño pequeño. Durante 20 años, hasta 2008, tuvieron gran influencia en la política fiscal mundial pero ya no se les teme. En años recientes, el mercado de bonos no ha podido asignar primas de riesgo (mayor rendimiento) a países con políticas fiscales insostenibles. Los políticos que suelen apoyar la limitación del tamaño del gobierno también se han llamado a silencio. La reticencia reciente de los halcones fiscales en el Congreso de Estados Unidos, por ejemplo, ha dejado a muchos perplejos.

¿Qué pasó? ¿Cambió la estructura económica de las economías avanzadas para dar cabida a una deuda pública mayor a la pensada? ¿Es el apoyo de los republicanos a la expansión fiscal en una economía con pleno empleo una exigencia política o indica cambios económicos más profundos? ¿Volverán los mercados de bonos a ejercer presión en los gobiernos? Entender esto es crucial tanto para las políticas como para los mercados.

No es novedad que la expansión cuantitativa —compras a gran escala de bonos públicos por parte de los bancos centrales— cambió radicalmente la relación entre la deuda y el rendimiento

de los bonos. La aparición de un fuerte comprador de bonos baja invariablemente el rendimiento. Menos obvio es que la sensibilidad del rendimiento de los bonos a la inflación es mucho mayor que su sensibilidad a la sostenibilidad fiscal. Además, la expansión cuantitativa no aumentó la inflación tan rápido ni tanto como se preveía al comienzo. Esta combinación de compra directa de bonos en el marco de la expansión cuantitativa, su fracaso en acelerar la inflación considerando la escala de las compras de bonos, y la gran sensibilidad del rendimiento de los bonos a la inflación resultaron ser una mezcla poderosa que hicieron que el rendimiento de los bonos se mantuviera bajo durante años.

El bajo rendimiento de los bonos transformó radicalmente la política en materia de deuda y déficit. Cuando el rendimiento es bajo, hay menos desplazamiento del gasto público no financiero. Para los políticos, eso disminuye la presión de tomar decisiones difíciles entre objetivos del gasto en pugna. Simplemente, hay menos razones para contrariar a otros poniendo freno al gasto cuando hay más para repartir. Es un beneficio sin costo alguno, y quejarse sería quijotesco. El silencio de los partidarios del gobierno de tamaño limitado y el presupuesto equilibrado refleja principalmente esta coexistencia de deuda alta y bajo rendimiento.

Cabe suponer también que la reticencia de los políticos adeptos al gobierno limitado refleje un entendimiento más profundo de la política fiscal: que en economías con demanda insuficiente donde la política monetaria no puede ser muy efectiva, la expansión fiscal es necesaria para evitar una recesión grave. Pero dudo que esta revelación acallara a los halcones fiscales. La persistencia de bajos rendimientos es una explicación más creíble para el cambio de actitud política hacia la política fiscal.

También influye el cambio en la percepción del incumplimiento soberano. La experiencia de expansión cuantitativa en Japón y la zona del euro cambió radicalmente la forma en que el mercado percibe el incumplimiento en la actualidad. Japón e Italia tienen mayores problemas de sostenibilidad de la deuda que Estados Unidos. Hay grandes diferencias entre Italia y Japón, pero, en esencia, ambos países tienen una deuda cuantiosa, un

El bajo rendimiento de los bonos transformó radicalmente la política en materia de deuda y déficit.

crecimiento más lento y poblaciones que envejecen rápidamente: una mezcla negativa para la sostenibilidad de la deuda.

Igual que en Estados Unidos, el objetivo expreso de la expansión cuantitativa en Japón y la zona del euro es subir la inflación. Pero su efecto imprevisto, o según algunos su “intención implícita”, aunque los bancos centrales lo niegan enfáticamente, fue eliminar las primas por incumplimiento del mercado de bonos. Que un país con un coeficiente de endeudamiento del 240% del PIB, como Japón, logre asegurar rendimientos de casi cero para sus bonos a 10 años, hace difícil para los mercados valorar la probabilidad de incumplimiento en otros países. Por eso, cuando se incorpora a la caja de herramientas de los bancos centrales, la expansión cuantitativa altera radicalmente la percepción del mercado respecto del incumplimiento y su capacidad para ponerle un precio. El despilfarro fiscal impone costos mínimos a los gobiernos.

Fue este factor —la incapacidad del mercado de bonos para fijar las primas de riesgo— y no los cambios en la estructura de la economía lo que permitió aumentar la deuda con poco deterioro de las garantías. El sistema político simplemente devoró los beneficios sin costo. En todo caso, hoy la estructura de las economías avanzadas puede justificar los menores niveles de deuda. El envejecimiento de la población supone más gasto en salud y jubilaciones en el futuro, y menos capacidad de crecimiento.

La superposición de la expansión cuantitativa y la influencia desinflacionaria de la tecnología, la globalización y la débil posición de la fuerza laboral neutralizaron a los patrulleros de bonos. Aunque en Estados Unidos la expansión se está retirando gradualmente en una economía fortalecida, en Japón y la zona del euro continúa. Con inflación baja y el apoyo fiscal implícito que ofrece, resulta difícil justificar un retiro de la expansión en ambos países. Por ende, el mercado mundial de bonos seguirá sintiendo los efectos de la expansión cuantitativa pese a su repliegue gradual en Estados Unidos.

La inflación es clave para resucitar a los patrulleros de bonos. No sabemos bien cuánto durará la tendencia a la desinflación estructural de los últimos 20 años. Es improbable que persista si la globalización retrocede. Podemos estar en ese punto de inflexión si la reacción contra el libre

comercio y los movimientos transfronterizos de la mano de obra cobra impulso. La política económica también podría hacer que retornara al país la producción mediante incentivos tributarios y encarecer la dependencia de las cadenas internacionales de suministro.

Si la tendencia a la desinflación deja paso a la inflación, obligará a replegar la expansión cuantitativa en todo el mundo. Eso revelaría el apoyo fiscal implícito que ha sido un elemento tácito pero igualmente poderoso de dicha expansión. Toda la serie de acontecimientos que llevó a los patrulleros de bonos al borde de la extinción podría revertirse. En las búsquedas de Google surgirían informes sobre los patrulleros, y los halcones fiscales volverían a sobrevolar en las salas del Congreso. Los gobiernos estarían en apuros y se transformaría profundamente la actitud política hacia la política fiscal. **FD**

RAMANA RAMASWAMY es Profesor distinguido pasante en el Queens' College, Universidad de Cambridge.

