Tenemos que hablar de los tipos de interés

En un verano con la atención centrada tanto en los efectos del cambio climático –con eventos como El Niño, que pueden ocasionar perturbaciones en la actividad mundial en otoño– como en el retorno del riesgo político a la casilla de salida previa a la firma, en junio, del acuerdo entre EE. UU. e Irán, un viejo conocido ha vuelto a llamar a la puerta de los riesgos económicos y financieros. La intensa subida de las rentabilidades en todos los tramos de la curva de tipos, de entre 40 y 50 p. b. desde finales de junio, supone un nuevo escalón en el cambio de tendencia de los mercados de bonos iniciado en 2022 y refleja las transformaciones estructurales que afronta la economía mundial. Una nueva fuente de preocupación si este movimiento se intensifica, teniendo en cuenta que la deuda pública mundial ya está rozando la psicológica frontera de los 100 billones de dólares, con países como EE. UU. superando los 40 billones de dólares. Se aproximan así a los límites establecidos por la Ley de Ferguson, según la cual una potencia económica entra en zona de riesgo cuando el pago de intereses de la deuda pública supera el gasto en defensa. En ese punto, financiar las deudas del pasado exige más recursos que garantizar la seguridad futura.

Teniendo en cuenta que el tipo de interés natural es aquel que equilibra el ahorro y la inversión y es compatible con la estabilidad de precios, la realidad es que, después de más de una década perdida para la formación bruta de capital tras la gran crisis financiera, desde la pandemia se está produciendo un aumento de las necesidades de financiación asociadas a la defensa, la inteligencia artificial (IA), el envejecimiento de la población y la transición energética. Esta dinámica se ha acelerado en los últimos trimestres, impulsada por la carrera de las grandes empresas tecnológicas por liderar la revolución de la IA y por su creciente recurso directo a los mercados financieros. Desde esta perspectiva, estaríamos asistiendo a una normalización de los tipos de interés después de una larga etapa marcada por anomalías económicas y financieras, como las rentabilidades negativas o el uso de instrumentos no convencionales por parte de los bancos centrales para combatir el riesgo de japonización de las economías occidentales. Este camino de retorno ha situado el tipo de interés medio de las principales referencias de deuda a largo plazo de la OCDE en niveles de 2008, en torno al 3,7%. La normalización también se refleja en la revisión al alza de los tipos neutrales por parte de bancos centrales como el de la eurozona, que ahora los sitúa entre el 2% y el 2,5%. Al mismo tiempo, estas instituciones reducen su huella en los mercados, con un balance que ha pasado del 65% al 37% del PIB de la eurozona, y vuelven a concentrar la política monetaria en los tipos de referencia y las subastas semanales.

Si descomponemos el movimiento de los tipos de interés de los últimos meses entre el componente real y las expectativas de inflación, la rentabilidad real explicaría la mayor parte del ascenso, tanto en el bono a 10 años como en la referencia a 30 años. El fenómeno es especialmente visible en EE. UU., donde los tipos reales se han situado entre el 2,5% y el 3% en el tramo largo de la curva, frente a los niveles todavía negativos de comienzos de 2022, mientras que las expectativas de inflación de medio plazo apenas superan el 2%. Esta evolución refleja la confianza en la capacidad de los bancos centrales para devolver la inflación a su objetivo, los cambios en el equilibrio entre ahorro e inversión y el optimismo sobre el impacto de la inversión en IA en el crecimiento a largo plazo. También ayuda a explicar la aparente contradicción entre el aumento de la rentabilidad del activo libre de riesgo y el buen comportamiento de los mercados bursátiles durante el verano.

Si, alternativamente, desglosamos las rentabilidades a largo plazo entre las expectativas sobre los futuros movimientos de los bancos centrales y la prima por plazo, es decir, el coste de protegerse frente a riesgos imprevistos de naturaleza fiscal o monetaria, la mayor parte del aumento en lo que va de año se explicaría por una recalibración al alza del nivel de tipos necesario para alcanzar los objetivos de inflación. Sin embargo, salvo en el caso de los sospechosos habituales de los últimos años, como Francia y el Reino Unido, la prima por plazo no ha aumentado de manera significativa. Esta actitud de excesiva tolerancia puede venir explicada porque el aumento del tipo neutral al riesgo también esté recogiendo la preocupación por la política fiscal.

En definitiva, aparentemente, detrás de la reciente subida de las rentabilidades no se observa una excesiva intranquilidad de los inversores por los desequilibrios monetarios o fiscales, sino la apuesta de los bancos centrales por tipos neutrales más elevados para combatir los efectos de los *shocks* de oferta, además de tipos de equilibrio más altos para acomodar la nueva demanda de financiación de los sectores público y privado. Por tanto, la apuesta, no exenta de riesgo, es que las inversiones en IA tendrán una rápida traslación en productividad, crecimiento potencial y beneficios empresariales, permitiendo estabilizar la dinámica de la deuda pública. Con todo, el optimismo y la tranquilidad van por barrios, como muestran las sorprendentes intervenciones del Tesoro estadounidense en el mercado de bonos, tanto de forma directa, mediante el aumento de las compras de deuda pública, como indirecta, a través de su actuación en los mercados de divisas junto con las autoridades japonesas.

José Ramón Díez