

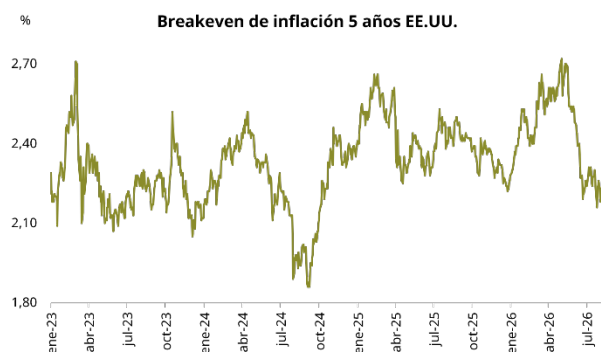
28 de agosto de 2026

Bonos del Tesoro: La Tasa y el Mercado Madre

La semana pasada, Scott Bessent anunció que duplicaría las recompras de títulos con vencimientos de entre 10 y 30 años, hasta un mínimo de USD 4.000 millones, programadas entre septiembre y noviembre de este año. Para financiar la recompra de bonos largos, el Tesoro utilizaría la emisión de títulos de corto plazo. Un liability management algo particular creemos, dado que acorta la duration promedio de la deuda. Sin dudas, una tasa de interés a 30 años por encima del 5,3% fue una señal que preocupó al secretario del Tesoro que, si de algo sabe, es de mercados de deuda.

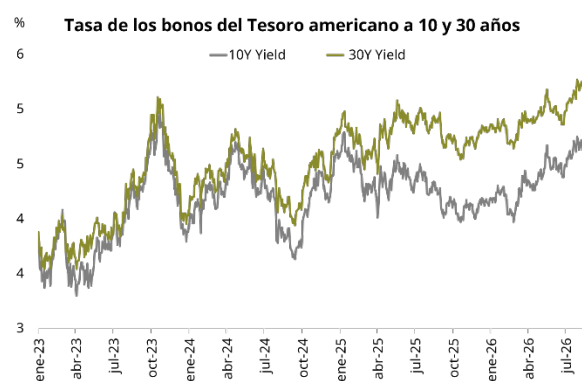
¿Será esta señal suficiente para contener las tasas largas? Mirando la dinámica del mercado en las ruedas posteriores al anuncio, esto parece poco probable. Si bien existe una extensa literatura económica sobre los determinantes de las tasas de interés en Estados Unidos, que incluye factores desde la demografía hasta la tasa de ahorro del resto del mundo, en este breve informe nos centraremos en la inflación esperada y en la trayectoria fiscal, quizás las dos variables más relevantes a corto plazo.

Comencemos por la inflación esperada. Desde 2023, la inflación esperada a cinco años vista, implícita en el mercado de bonos, se ha movido en un rango muy estable, entre 2,1% y 2,4%, salvo algunas excepciones. Desde que comenzó el conflicto en Medio Oriente, la inflación esperada subió unos puntos al inicio para rápidamente volver a los niveles de preguerra del 2,3%.



Fuente: Cucchiara Research en base a FRED.

La medición de inflación minorista presentó un marcado incremento entre marzo y mayo de este año (0,66% promedio mensual), producto del aumento del precio del petróleo y sus derivados. Sin embargo, los datos de junio y julio mostraron una clara moderación (-0,15% promedio mensual). Desde que comenzó la guerra, la tasa a 10 años subió cerca de 50 puntos básicos, mientras que la tasa a 30 años aumentó 35 puntos básicos. Por lo tanto, claramente el incremento de la inflación esperada no explica la suba de las tasas.



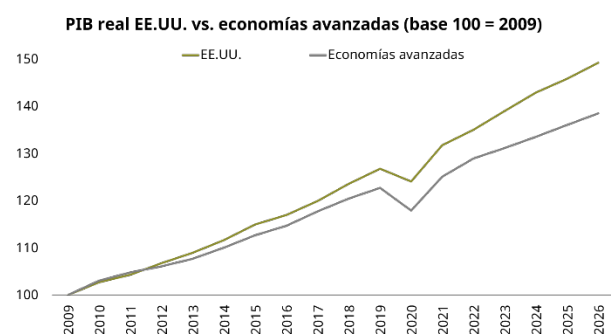
Fuente: Cucchiara Research en base a FRED.

Pasemos a la trayectoria fiscal. En las economías avanzadas (excluyendo EE. UU.) la deuda pública alcanzó el 95% del producto en 2025, mientras que en Estados Unidos el nivel de deuda ronda el 124% del PBI, superando los USD 37 billones. Ahora bien, cerca del 20% del total de la deuda norteamericana se encuentra en manos del propio sector público, con lo cual la deuda

neta supera levemente el tamaño de la economía.

Los niveles de deuda no son tan distintos entre Estados Unidos y el promedio de las economías avanzadas. Básicamente, es un dolor de cabeza para casi todos. Las tasas de los bonos soberanos de la gran mayoría de las economías del primer mundo han mostrado una clara suba durante el último tiempo, dejando en claro la preocupación de los mercados financieros. Donde la dinámica es algo diferente, es en la sostenibilidad.

En el análisis de la sostenibilidad de la deuda, EE. UU. tiene algunos puntos que lo diferencian respecto al promedio de las economías desarrolladas. Desde el lado positivo, su tasa de crecimiento es algo mayor que el promedio de las economías avanzadas. Desde 2010 a 2026, el crecimiento acumulado en EE. UU. superó en cerca de un 8% el crecimiento acumulado promedio de las economías avanzadas. Esta es una buena noticia para la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, este efecto se contrarresta en parte por la dinámica fiscal. Para este año, el FMI proyecta un déficit fiscal financiero del 2,5% para las economías avanzadas, excluyendo EE. UU., mientras que para el país de América del Norte el rojo fiscal superaría el 7%.



Fuente: Cucchiara Research en base a FMI.

En un ejercicio muy simple de sostenibilidad, uno podría ver la dinámica futura de la deuda considerando el déficit primario, la tasa de crecimiento de la economía (g_t), el nivel de deuda (b_{t-1}) y la tasa de interés real (r_t).

Usando la formula detallada a continuación y tomando los datos actuales para la economía norteamericana, el ratio de deuda neta sobre PBI (Δb_t) crecería aproximadamente 2 puntos por año. Dicho de otra forma, para estabilizar el ratio de deuda sobre el PBI, el déficit primario ($-s_t$) de 2,7% del producto debería reducirse a medio punto del producto.

$$\Delta b_t = \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} - s_t$$

Puesto de forma más clara, o EE. UU. lleva a cabo un ajuste de 2 puntos del producto o crece más rápido para estabilizar su ratio de deuda. Ambas alternativas hoy lucen complejas, tanto por la dinámica política como por los factores fundamentales. Claramente EE. UU. no va a defaultear su deuda dado que tiene el privilegio de endeudarse en la moneda que emite. ¿Cuál sería entonces la conclusión? Básicamente algo más de crecimiento nominal pero explicado básicamente por algo más de inflación, por encima de la meta de largo plazo de la FED del 2%.

Pero como sabemos, los mercados se mueven con expectativas. Para que la tasa de interés de los bonos del Tesoro se reduzca de forma consistente y marcada, el Tesoro norteamericano debe dar señales de reducción, aunque sea de forma gradual, del déficit primario. Esto hoy luce lejano, pero consideramos que las circunstancias cambian rápido. Al final del día, la baja de interés provocada por la señal fiscal puede

ser expansiva, contrarrestando el efecto de la política fiscal contractiva. Visto de otro modo, en estos umbrales de deuda y déficits, parte de los efectos expansivos fiscales se disipan por el efecto de la suba de tasas y en algún momento podría aparecer el interés político de reducir el déficit primario.

Sekoia Research
research@sekoia.com.uy