



LA COLUMNA DE

Miguel Ángel

La Fed de Warsh y el regreso del riesgo de inflación. ¿Ha terminado definitivamente la era del dinero barato?

Jackson Hole ha hecho algo más que elevar la probabilidad de una subida de tipos en septiembre. Kevin Warsh, el actual Presidente de la FED, ha empezado a explicar qué Reserva Federal quiere construir y, si realmente lleva adelante lo que ha dicho, el cambio puede ser mucho más profundo que 25 puntos básicos. Durante quince años nos acostumbramos a una combinación extraordinaria de tipos próximos a cero, balances gigantescos, compras de deuda y bancos centrales dispuestos a evitar que el precio del dinero se convirtiera en un problema demasiado serio para los mercados. Terminamos considerando normal lo que probablemente nunca lo fue. Ahora la inflación se resiste a volver al 2%, el déficit estadounidense obliga al Tesoro a colocar cantidades enormes de deuda y el tramo largo de la curva empieza a comportarse con una autonomía que la Fed no controla completamente. Puede que Warsh suba en septiembre o puede que no. La verdadera pregunta es otra. Si el mercado de bonos vuelve a exigir un precio real por prestar dinero durante diez, veinte o treinta años, ¿puede una Reserva Federal, por mucho que quiera, devolvernos al mundo del dinero barato?

Por Miguel Ángel Temprano

31 de agosto de 2026 · Tiempo de lectura: 11 minutos

Durante muchos años Jackson Hole ha terminado convirtiéndose en una especie de concurso de interpretación lingüística. El presidente de la Reserva Federal pronuncia un discurso, cambia una palabra, añade un adjetivo o elimina una expresión y, unas horas después, tenemos a medio mercado intentando averiguar si aquello significa una subida, una bajada o sencillamente que el hombre estaba cansado cuando escribió el párrafo. La cosa ha llegado a extremos bastante absurdos, pero funciona porque la Fed nos acostumbró precisamente a eso, a comunicar con meses de antelación qué pensaba hacer y a conducir al mercado casi de la mano.

Kevin Warsh ya anunció tener otros planes, y en Jackson Hole no dijo que fuera a subir los tipos en septiembre y, siendo coherente con su conocida aversión al forward guidance, hizo bastante por evitarlo. Pero consiguió algo curioso, porque el mercado salió de allí mucho más convencido de que habrá subida que antes de escucharle. La probabilidad implícita pasó desde aproximadamente el 35% hasta moverse en torno al 55%-60%, mientras el *Treasury* a

dos años reaccionaba con una subida cercana a 13 puntos básicos hasta la zona del 4,36%. Para un bono a dos años, un movimiento así en una sola sesión no es precisamente una anécdota.

Podríamos discutir ahora si Warsh convencerá a la mayoría de los miembros del FOMC de la FED para subir 25 puntos básicos el 16 de septiembre. Seguramente se hará durante los próximos quince días y dependerá en buena medida de los datos de empleo y de inflación que todavía quedan por conocer. A mí, sinceramente, me parece la parte menos interesante de lo que ocurrió en Wyoming, porque lo verdaderamente importante fue que Warsh empezó a explicar qué entiende él por estabilidad de precios y, sobre todo, qué Fed quiere presidir.

Dijo que el objetivo del 2% es firme y fijo. Algún lector pensará que esto no merece demasiada atención porque, si el objetivo de la Fed es el 2%, lo lógico será que quiera una inflación del 2%. Pues no estoy tan seguro de que los mercados hayan funcionado durante los últimos años con esa idea. Nos hemos

acostumbrado a aceptar que un 2,5% está suficientemente cerca, que un 2,8% puede explicarse por una perturbación temporal y que cualquier desviación algo mayor tiene siempre alguna causa especial que desaparecerá con el tiempo.

El problema es que el tiempo está pasando. El IPC estadounidense continúa alrededor del 3,7% y el componente subyacente ronda el 3,3%. Más incómodo todavía, aproximadamente la mitad de sus componentes siguen creciendo a ritmos anualizados superiores al 3%. Después de varios años esperando que la inflación encuentre por sí sola el camino de vuelta al objetivo, empieza a ser razonable preguntarse si realmente lo va a encontrar.

“si la nueva Fed decide intervenir menos en ese extremo de la curva, el mercado tendrá que fijar con mayor libertad el precio de la deuda estadounidense. Y volvemos otra vez al déficit.”

Warsh introdujo aquí una idea que me parece mucho más importante que toda la discusión sobre septiembre. La inflación no tiene por qué revertir espontáneamente hacia su media y la estabilidad de precios no se ejecuta sola. Traducido a un lenguaje menos propio de banco central, si no baja suficientemente deprisa, la Fed tendrá que conseguir que baje. Y esto sí supone un cambio importante respecto a una época en la que la prioridad parecía ser casi siempre evitar que el endurecimiento monetario hiciera demasiado daño a los mercados o al crecimiento.

Durante buena parte de los años posteriores a 2008 el problema de los bancos centrales fue exactamente el contrario. No conseguían generar suficiente inflación. Había crecimiento mediocre, exceso de ahorro, globalización, energía relativamente barata y una enorme cantidad de capital buscando rentabilidad. Los tipos podían permanecer próximos a cero durante años sin que apareciera una inflación seria. Hoy estamos empezando a descubrir que quizá aquel mundo fue mucho más excepcional de lo que entonces pensábamos.

Los aranceles son una primera diferencia. No voy a entrar otra vez en la discusión casi teológica sobre si un arancel genera inflación permanente o únicamente aumenta una vez el nivel de precios. Dependerá de lo que ocurra después. Si la empresa importadora absorbe el coste contra su margen, el efecto será uno. Si lo traslada al cliente, el proveedor hace lo mismo, aparecen represalias comerciales y los trabajadores intentan recuperar poder adquisitivo, será otro bastante diferente. Podemos discutir durante horas

cómo queremos llamarlo, pero al consumidor le va a dar exactamente igual cuando pague la factura.

Tenemos después la energía. Irán, Ormuz y todo lo que está ocurriendo en las rutas marítimas han vuelto a recordarnos que la economía continúa dependiendo de cosas tan antiguas como barcos, petróleo, gas y estrechos de treinta kilómetros. La Fed no puede producir petróleo subiendo los tipos ni fabricar gas, chips o transformadores. Lo que sí puede hacer es impedir que un shock inicial termine entrando en salarios, servicios y expectativas. Esa diferencia explica por qué un banco central puede verse obligado a endurecer la política monetaria incluso cuando la causa original de la inflación está completamente fuera de su control.

Y luego aparece la inteligencia artificial, que probablemente sea una de las paradojas más interesantes de todo esto. Llevamos meses escuchando que la IA será desinflacionista porque elevará extraordinariamente la productividad. Tiene sentido. Si producimos más utilizando los mismos recursos, aumentará la capacidad potencial de la economía y disminuirán algunas presiones sobre los precios. Yo también espero que ocurra, entre otras cosas porque las cantidades de dinero que se están invirtiendo empiezan a ser suficientemente grandes como para que más nos valga que haya productividad al final del camino.

Pero antes hay que construirla. Los modelos no viven en el aire. Necesitan centros de datos, semiconductores, redes eléctricas, generación de energía, fibra, refrigeración, terrenos, transformadores y muchísimo capital. Todo eso se demanda hoy, mientras buena parte de los incrementos de productividad llegarán mañana. Así que perfectamente podemos encontrarnos con una tecnología extraordinariamente desinflacionista dentro de diez años que, durante su fase de construcción, añada presión sobre determinadas partes de la economía. Quien diga hoy que sabe con precisión cuál será el resultado neto probablemente sabe bastante más que yo, o simplemente se lo está inventando y no lo quiere reconocer.

Pero hay otro asunto que me preocupa bastante más que todos los anteriores y que, curiosamente, no depende de la Reserva Federal. Estados Unidos mantiene un déficit fiscal cercano al 6% del PIB con una economía que no está en recesión y una deuda pública en manos del mercado que ronda ya el 100% del producto. Si las proyecciones actuales se cumplen, esa deuda seguirá creciendo durante la próxima década.

“llegados aquí, la pregunta es inevitable. ¿Ha terminado definitivamente la era del dinero barato? No tengo ni idea, y cualquiera que responda hoy que sí con absoluta seguridad probablemente tampoco”

Aquí sí tenemos un problema bastante sencillo de entender. Durante años hemos explicado que el déficit debía aumentar en las recesiones. El Estado recauda menos, aumenta determinados gastos y sostiene temporalmente la demanda. Perfecto. El problema aparece cuando tienes un déficit próximo al 6% en una economía cerca del pleno empleo, porque entonces resulta inevitable preguntarse cuánto será el déficit cuando llegue la siguiente recesión. Y llegará. No tengo ni idea de cuándo, pero llegará.

Algún lector me dirá que Estados Unidos emite la moneda de reserva mundial y que siempre encontrará compradores para su deuda. Estoy de acuerdo. La pregunta nunca ha sido si aparecerán compradores. La pregunta es a qué rentabilidad estarán dispuestos a comprar. Al 3%, al 4%, al 5% o al 6% aparecerán, pero alguien tendrá que aceptar que el coste de financiar al Estado norteamericano quizá sea estructuralmente mayor que durante la década posterior a la crisis financiera.

Y aquí empiezan a separarse dos historias dentro del mismo mercado de bonos. El Treasury a dos años mira fundamentalmente a la Fed. Si Warsh parece más preocupado por la inflación y aumenta la posibilidad de una subida, el dos años responde. Eso ocurrió inmediatamente después de Jackson Hole. El treinta años, en cambio, tiene más memoria y muchos más problemas.

Quien compra un bono a treinta años no tiene que preocuparse únicamente por lo que haga Warsh en septiembre. Tiene que pensar en inflación futura, crecimiento, cantidad de deuda que emitirá el Tesoro, demanda internacional, prima temporal y, cada vez más, en la política fiscal estadounidense. Si el Gobierno necesita colocar cantidades enormes de deuda durante años, alguien tendrá que absorberla y, si el precio ofrecido no resulta atractivo, la rentabilidad tendrá que subir hasta que aparezca el comprador. No hay mucho misterio.

Bessent puede recomprar bonos para mejorar la liquidez, modificar el perfil de emisiones y aliviar determinados puntos de la curva. Tiene sentido y puede funcionar. Lo que no puede hacer es conseguir que un inversor acepte durante treinta años una rentabilidad que considera insuficiente frente a inflación, deuda y riesgo fiscal. Y esto nos lleva a una posibilidad bastante desagradable, la Fed podría

terminar bajando los tipos y, aun así, el dinero continuar siendo caro.

Imaginemos dentro de algún tiempo unos Fed Funds en el 3%, mientras el Treasury a diez años permanece en el 4,5% o el 5%, el treinta años continúa por encima del 5% y una familia estadounidense sigue financiando una vivienda al 6% o 7%. Técnicamente la Reserva Federal habrá bajado los tipos. Para quien compra una casa o financia una empresa, la alegría será bastante limitada.

Durante demasiados años hemos confundido tipos oficiales bajos con dinero barato, y no son exactamente lo mismo. La etapa posterior a 2008 combinó tipos próximos a cero, expansión masiva del balance de la Fed, compras de deuda de larga duración, forward guidance, volatilidad contenida y una convicción bastante extendida de que, cuando los mercados sufrían demasiado, el banco central acabaría apareciendo. La famosa Fed put no era una ley escrita, pero funcionó suficientemente veces como para que muchos inversores terminaran comportándose como si lo fuera.

Warsh parece incómodo con casi todo aquello. Ha defendido que los tipos a corto plazo deben volver a ser el instrumento principal de política monetaria y que las medidas extraordinarias deben reservarse para situaciones extraordinarias. Esto tiene mucha más importancia de la que parece porque la expansión del balance no sólo aumentó liquidez. También retiró duración del mercado y ayudó a comprimir las rentabilidades largas.

“Si la nueva Fed decide intervenir menos en ese extremo de la curva, el mercado tendrá que fijar con mayor libertad el precio de la deuda estadounidense. Y volvemos otra vez al déficit.”

Tampoco es menor su rechazo al forward guidance. Durante años la Fed decía al mercado qué pensaba hacer, el mercado modificaba sus precios según esas indicaciones y después la Fed observaba esos precios para interpretar qué esperaba el mercado. Reconozco que el mecanismo tenía algo de circular. Yo te digo lo que probablemente haré, tú cambias de opinión porque te lo he dicho y después yo utilizo tu cambio de opinión como información sobre lo que debería hacer.

Aparentemente Warsh quiere reducir este juego y volver a una Reserva Federal algo más silenciosa. Eso aumentará probablemente la volatilidad, pero tampoco estoy seguro de que sea malo. Quizá no sea demasiado sano que billones de dólares cambien de valoración porque el presidente de un banco central haya sustituido una palabra por otra en una rueda de prensa. Los mercados pueden incluso volver a hacer

algo que hacían antiguamente, analizar por sí mismos la economía, el crédito, los beneficios y el riesgo.

Si dentro de seis meses Estados Unidos entra en una recesión severa, empiezan a quebrar bancos o el desempleo se dispara, Warsh reducirá tipos y utilizará el balance si resulta necesario. Igual que lo haría cualquier presidente razonable de la Reserva Federal. Las doctrinas monetarias son estupendas hasta que alguien huele humo.

“Por eso creo que la pregunta correcta es otra. No se trata de saber si algún día volveremos a tener tipos bajos, porque seguramente los volveremos a tener. Se trata de saber si volveremos a considerar normal un mundo en el que prácticamente todo el precio del capital está artificialmente comprimido.”

Ahí tengo bastantes más dudas. El déficit es mayor, la deuda también, la globalización está retrocediendo, la energía ha vuelto a convertirse en un problema geopolítico, las necesidades de inversión física son enormes y el banco central que durante años ayudó a reducir el coste del capital está diciendo que quiere intervenir menos.

Esto afecta directamente a las valoraciones. Las compañías de crecimiento sufren más cuando

aumenta la tasa de descuento, especialmente aquellas cuyos beneficios están muy alejados en el tiempo. El private equity descubre que comprar una empresa financiándose al 7% no tiene absolutamente nada que ver con comprarla financiándose al 3%. Las compañías que sobrevivieron durante años refinanciando deuda muy barata empiezan a encontrarse con vencimientos bastante menos agradables y hasta el efectivo vuelve a competir seriamente con la bolsa.

Este último punto me parece especialmente importante porque una parte de los inversores actuales ha desarrollado prácticamente toda su carrera profesional en un mundo donde el activo sin riesgo pagaba poco o nada. Cuando una letra del Tesoro ofrece alrededor del 4%, comprar una compañía a treinta veces beneficios exige una explicación bastante mejor que cuando esa misma letra ofrecía cero.

Puede que Warsh suba los tipos en septiembre o puede que los próximos datos le obliguen a esperar. Para la cuestión de fondo me importa relativamente poco. Lo verdaderamente relevante de Jackson Hole es que la Fed vuelve a hablar como si el 2% significara realmente 2%, que el mercado de bonos está empezando a exigir una prima bastante mayor por financiar durante décadas al Gobierno estadounidense y que el nuevo presidente de la Reserva Federal parece querer retirar una parte de la red de seguridad monetaria a la que los mercados se habían acostumbrado.