Machine Translated by Google

Allianz

Investigación de Allianz | 1 de septiembre de 2026

Diez preguntas clave sobre el desplome del mercado de bonos

Ludovic Subran
Director de Inversiones y Economista Jefe
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Jefe de Investigación Económica
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Economista sénior para EE. UU., Reino Unido y Francia.
maxime.darmet@allianz-trade.com

Pierpaolo Fiore
Estratega de inversiones
pierpaolo.fiore@allianz.com

Björn Griesbach
Jefe de Investigación Macroeconómica y de Mercados de Capitales
bjoern.griesbach@allianz.com

Maddalena Martini
Economista sénior para el sur de Europa
maddalena.martini@allianz.com

Dorian Simon
Estratega de tasas
simon.dorian@allianz.com

Garance Tallon
Economista para Asia-Pacífico
garance.tallon@allianz-trade.com

En resumen

El mercado de bonos domina el flujo de noticias financieras desde el verano. Aquí respondemos a las diez preguntas.

Preguntas más frecuentes sobre la última tendencia del mercado:

1. ¿Está el mercado de bonos en pánico? No. Los rendimientos soberanos aumentaron desde julio, alcanzando nuevamente
Se registraron máximos de varios años, pero el ritmo de aumento fue menor (30-50 puntos básicos) que tras el inicio de la guerra entre Estados Unidos e Irán (50-90 puntos básicos). Los mercados de bonos siguen funcionando correctamente según los diferenciales de compraventa o la demanda en las subastas, pero los elevados niveles de tipos de interés generan, con razón, preocupación por la sostenibilidad de la deuda.

2. ¿Han contribuido los precios más altos de la energía a la reciente caída de los mercados? Sí. Las renovadas tensiones en Oriente Medio desde julio y la destrucción de la capacidad de refinación en Rusia han vuelto a elevar los costes energéticos, en particular los del gas, lo que ha provocado una mayor inflación y que las expectativas de los bancos centrales (tasa terminal de la Fed +35 pb, BCE +50 pb) expliquen la mayor parte de las subidas de tipos. La dependencia energética de Europa vuelve a estar en el punto de mira, con una inflación que subió al 3,3% en agosto, por encima de la de mayo.

3. ¿Podemos culpar a la financiación de la IA de la falta de demanda de bonos gubernamentales? En parte. Aunque la emisión neta total de crédito, debido en gran medida a la inversión en IA, aumentó de 48.000 millones de dólares en lo que va del año pasado.
A 356.000 millones de dólares en lo que va del año, lo que equivale a aproximadamente la mitad de la oferta neta de bonos del Tesoro estadounidense de 681.000 millones de dólares en lo que va del año, los diferenciales de swaps estables no indican una fuerte saturación últimamente. Estructuralmente, los diferenciales de crédito cercanos a mínimos de la década indican que el desequilibrio de la oferta se ha desplazado en contra de los bonos gubernamentales.

4. ¿Serán contraproducentes los intentos de dominio fiscal del secretario del Tesoro, Scott Bessent? Sí, si se intensifican. La recompra de bonos fuera de plazo o el uso de efectivo excedente para reducir temporalmente la emisión son trucos contables que no conducirán a una menor emisión de deuda a mediano plazo. Con un vencimiento promedio de la deuda de tan solo 5,9 años, Estados Unidos sigue estando muy expuesto a las condiciones de refinanciamiento.
En definitiva, solo una consolidación fiscal creíble puede aliviar la presión sobre los rendimientos.

5. ¿Podrían las elecciones de mitad de mandato en EE. UU. mejorar las perspectivas de la política fiscal? No. Pero a pesar de la
Ante el probable estancamiento político, prevemos que demócratas y republicanos llegarán a un compromiso sobre un modesto ajuste fiscal (0,5-0,6% del PIB anual), que reduciría a la mitad el ritmo de acumulación de deuda a +1 punto porcentual del PIB anual hasta 2028, pero no estabilizaría la relación deuda/PIB.

6. ¿Podrá el presidente de la Reserva Federal, Kevin Warsh, calmar los mercados si los mercados de bonos caen? Sí, ya lo hizo en Jackson Hole, al reafirmar el compromiso de la Reserva Federal de reducir la inflación.
Además, la Reserva Federal tiene recursos ilimitados para comprar bonos y así reducir los rendimientos. Sin embargo, esto solo ocurriría si el funcionamiento del mercado estuviera en riesgo, dada la reticencia de Warsh a utilizar la flexibilización cuantitativa.

7. El USD ha bajado, el Bitcoin y el oro han subido: ¿ha vuelto la devaluación? Sí, pero en menor medida que en 2025 tras el Día de la Liberación. Después de un retroceso provocado por la guerra en el primer semestre de 2026, la cesta de activos "duros" (metales preciosos) ha superado a la cesta de activos "blandos" (bonos gubernamentales, acciones y puntos de equilibrio de inflación) en +15 puntos porcentuales desde julio, a medida que resurgían las preocupaciones sobre el USD.

8. ¿Los bonos europeos se ven afectados por la creciente inestabilidad política? Sí. Se percibe que los gobiernos son menos propensos a implementar el ajuste fiscal necesario, aunque doloroso, antes de las próximas elecciones, en medio del auge de los partidos populistas en todo el continente. Francia e Italia representan el punto de mayor presión, con el diferencial OAT-Bund en 86 puntos básicos, pudiendo alcanzar los 100 puntos básicos a finales de año.

9. ¿Qué papel juega Japón en todo esto? Se suma a la incertidumbre que se avecina, ya que prevemos que el Banco de Japón aumentará los tipos en 75 puntos básicos más para finales de 2027 (hasta el 1,75%), lo que incentivará la repatriación de capitales japoneses. Los inversores japoneses poseen alrededor de 1,1 billones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense, mientras que Francia también está particularmente expuesta a los flujos de cartera extranjeros, con inversores no residentes que poseen alrededor del 56% de su deuda pública.

10. Perspectivas de los bonos: ¿Podría empeorar la situación antes de mejorar? Sí. Si bien los niveles de rendimiento actuales parecen atractivos, la retroalimentación negativa entre las tasas de interés más altas y la sostenibilidad de la deuda podría desencadenar profecías autocumplidas en varios países (Francia, Italia, Reino Unido, Japón y Estados Unidos). Estimamos picos temporales de rendimiento de hasta 70 puntos básicos antes de que los bancos centrales intervengan. Sin embargo, en general, consideramos que los riesgos están equilibrados, ya que cualquier impacto en la demanda reduciría rápidamente los rendimientos.

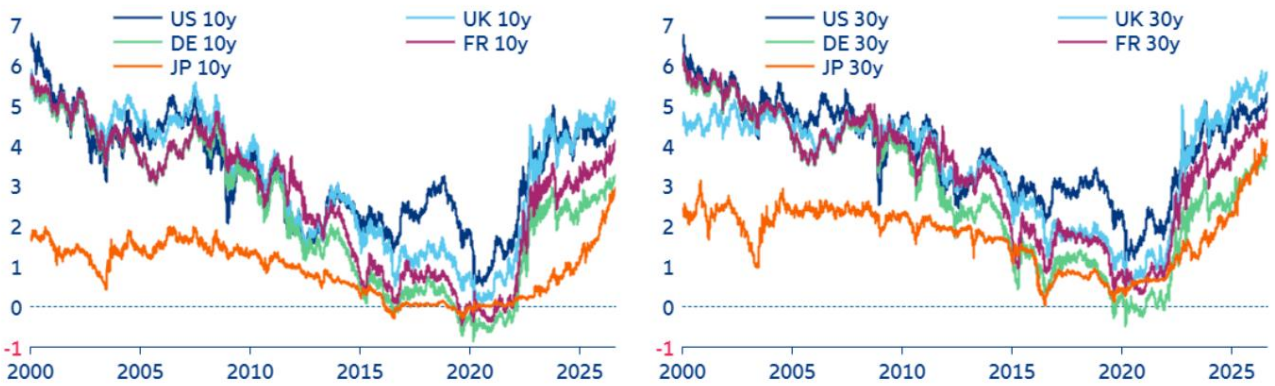
Machine Translated by Google

1. ¿Está el mercado de bonos en estado de pánico?

No, pero los máximos de varios años han vuelto a captar la atención de los inversores. Los tipos de interés de los bonos del gobierno han...
Los tipos de interés volvieron a subir en verano y alcanzaron máximos de varios años. En la mayoría de las economías occidentales, los tipos a 10 años han alcanzado niveles vistos por última vez entre 2007 y 2011 (Alemania, Francia, Reino Unido), mientras que en Japón son los más altos en 20 años. Cabe destacar que el tramo muy largo de las curvas de rendimiento de los bonos gubernamentales también ha subido con fuerza. Si bien los tipos a 10 años en EE. UU. todavía están por debajo de su máximo de 2023, el tipo a 30 años ha superado el 5,3 %, el nivel más alto desde 2007 (véase la Figura 1). Sin embargo, aunque el panorama a largo plazo parezca alarmante, es importante destacar que el aumento de los tipos de interés durante los meses de verano no fue particularmente rápido y, por lo tanto, no implica ventas de pánico por parte de los inversores. De hecho, el aumento de los tipos a 10 años desde julio osciló entre +30 pb en EE. UU. y +55 pb en Francia. Si bien es sustancial, este incremento es menor que el registrado tras el inicio de la guerra entre Estados Unidos e Irán hasta mediados de mayo, cuando el rango se situaba en torno a +55 pb para Alemania y +90 pb para el Reino Unido (véase la Figura 2). Asimismo, la demanda en las subastas, los diferenciales entre precios de compra y venta y otros indicadores de liquidez no muestran indicios de que el mercado de bonos haya dejado de funcionar. Más bien, el hecho de que los incrementos desde julio hayan vuelto a superar los máximos recientes de varios años ha atraído la atención de los medios y los inversores. Esto se justifica porque los niveles de los tipos de interés sí ponen en entredicho la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, aún no nos encontramos en un escenario de "momento Truss", es decir, un pánico en el mercado y una venta masiva que provoquen la intervención del banco central, como la que llevó a cabo la entonces primera ministra británica Liz Truss en septiembre de 2022.

La reciente caída de los bonos no puede atribuirse a un solo factor desencadenante, sino más bien a una combinación de fuerzas. El principal impulsor fueron las renovadas tensiones geopolíticas y el aumento de los precios de la energía (Pregunta 2). Pero otros factores también influyeron: un efecto de desplazamiento de la demanda de bonos gubernamentales debido a la alta emisión corporativa relacionada con la IA (Pregunta 3), intentos no estructurados del Tesoro de EE. UU. (Pregunta 4) para aliviar la presión de emisión debido al elevado déficit fiscal (Pregunta 5), y una comunicación engañosa por parte de la Reserva Federal que, sin embargo, se corrigió al menos parcialmente durante la conferencia de Jackson Hole (Pregunta 6). A los inversores también les preocupa la creciente inestabilidad política en Europa, que agrava los presupuestos fiscales ajustados (Pregunta 8) y el deslizamiento fiscal, así como el cambio de postura tardíamente restrictivo del Banco de Japón (Pregunta 9).

Figura 1: Los rendimientos de los bonos gubernamentales han alcanzado los niveles más altos en años o incluso décadas (Japón).



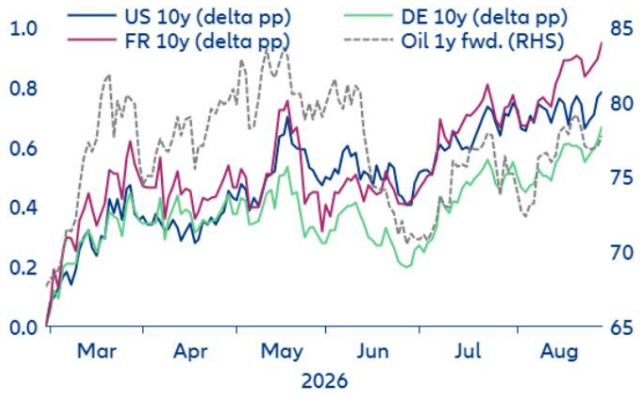
Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

2. ¿Han contribuido los precios más altos de la energía a la reciente caída de los mercados?

Sí. Las renovadas tensiones en Oriente Medio y la destrucción de la capacidad de refinación en Rusia han elevado los costos de la energía y las expectativas de inflación. La Figura 2 muestra que las tasas se movieron conjuntamente con los precios del petróleo, en particular al observar las expectativas a mediano plazo (precio del petróleo a 12 meses). Si bien el aumento en el precio del brent con fecha durante el verano (pico cercano a 103 USD/bbl) fue significativamente inferior al pico del segundo trimestre (144), los mercados comenzaron a descontar una mayor duración del conflicto o al menos de las interrupciones en el suministro de petróleo, con el precio del petróleo a 12 meses alcanzando rangos similares a los del segundo trime Aunque ligeramente inferior, ya que los participantes del mercado están empezando a tener en cuenta los nuevos desvíos y sustituciones (78 USD/bbl de media en el segundo trimestre frente a 75 USD/bbl de media desde julio). Los precios del gas aumentaron aún más durante el verano.
Lo mismo ocurrió con los productos refinados debido a los ataques de Ucrania contra la industria de refinación rusa. Esto afectó particularmente las expectativas y las tasas de inflación en Europa.

Machine Translated by Google

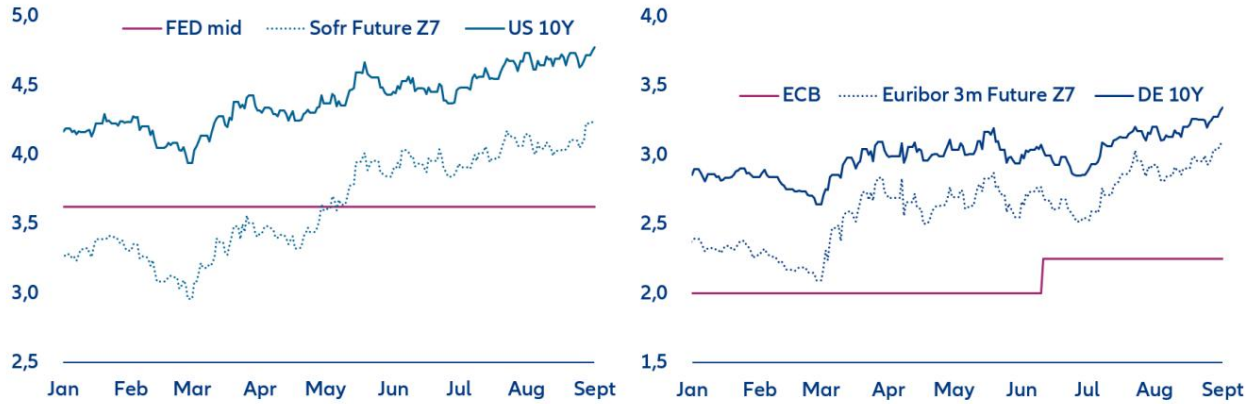
Figura 2: En 2026, los rendimientos de los bonos gubernamentales se movieron en consonancia con las expectativas a largo plazo sobre los precios del petróleo.



Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Las mayores expectativas de inflación impulsaron al alza las tasas de interés previstas por los bancos centrales, un factor clave en el aumento de los rendimientos de los bonos a largo plazo. La Figura 3 muestra cómo el aumento de las tasas de interés previstas para finales de 2027, representado por los futuros del mercado monetario, se movió en estrecha correlación con los rendimientos de los bonos del gobierno a 10 años. Con la ruptura del alto el fuego entre Estados Unidos e Irán y la renovada preocupación por el suministro de energía y la inflación, los mercados descontaron un aumento adicional de 50 puntos básicos para el BCE y de 35 puntos básicos para la Reserva Federal desde julio, lo que finalmente impulsó también las tasas a 10 años al alza en 35 puntos básicos (Alemania) y 25 puntos básicos (Estados Unidos).

Figura 3: Las mayores expectativas sobre las tasas de interés de los bancos centrales impulsaron al alza los rendimientos de los bonos en EE. UU. (eje izquierdo) y Europa (eje derecho).



Fuentes: Bloomberg, Allianz Research

Notas: Los tipos de interés Sofr Future Z7 y Euribor 3m Future Z7 se utilizan como indicadores indirectos del tipo de interés oficial previsto para diciembre de 2027.

Los diferenciales de swap estables durante el verano sugieren que las preocupaciones fiscales no han sido el principal motor del aumento de los rendimientos. Los diferenciales de swap a diez años miden la diferencia entre la tasa de política monetaria acumulada esperada del banco central durante los próximos diez años y el rendimiento de los bonos del gobierno de un país. Un aumento anticipado en la oferta de bonos, impulsado por el aumento de los déficits fiscales, generalmente empuja los rendimientos de los bonos del gobierno por encima de la tasa de política monetaria esperada, lo que provoca que los diferenciales de swap se reduzcan. Este fenómeno fue claramente visible en Alemania a finales de 2024, cuando el gobierno entrante comenzó a discutir la abolición del freno de la deuda, o a principios de ese año en Francia, cuando Macron convocó elecciones anticipadas. Sin embargo, durante el verano de 2026, los diferenciales de swap en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido (no Francia)
Se mantuvo prácticamente estable, lo que indica pocos cambios en la emisión de bonos prevista. Esto refuerza la idea de que las crecientes expectativas de inflación, más que las preocupaciones fiscales, fueron el principal factor que impulsó el aumento de los rendimientos.

Machine Translated by Google

Figura 4: Los diferenciales de swaps se han mantenido bastante estables en la segunda mitad de 2026 en EE. UU., Reino Unido y Alemania.



Fuentes: Bloomberg, Allianz Research

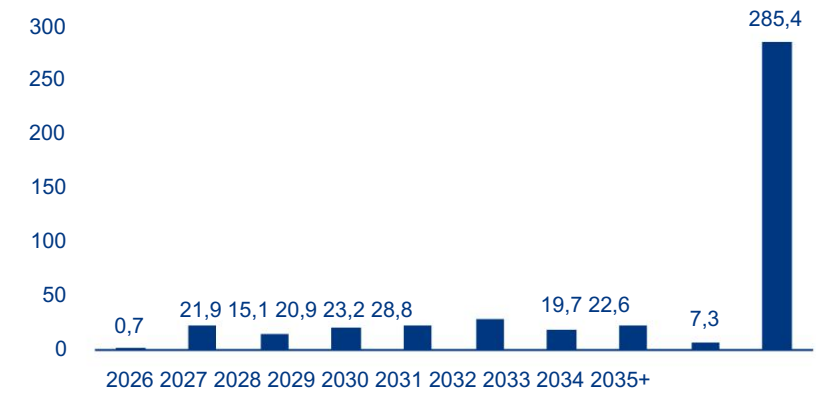
Notas: Los diferenciales de swaps indican los ajustes esperados de oferta y demanda en el mercado de bonos gubernamentales. El círculo rojo resalta el momento en que comenzaron las discusiones en Alemania para abolir el freno de la deuda después de 2025.

Elecciones. Francia se enfrenta continuamente a diferenciales de swap cada vez más bajos, lo que significa que el rendimiento de los bonos gubernamentales sube cada vez más por encima de los rendimientos de los swaps.

3. ¿Podemos culpar a la financiación de la IA de la falta de demanda de bonos gubernamentales?

Parcialmente: los prestatarios de IA ya han recaudado USD 356 mil millones en los mercados de crédito de EE. UU. este año, en comparación con USD 174 mil millones en todo 2025, y como casi no tienen vencimientos, esencialmente nada de eso es refinanciamiento. Dos tercios de la emisión de grado de inversión normalmente reemplazan deuda que está por vencer, y el efectivo que los inversores recuperan de los bonos que vencen paga eso. Aquí ese efectivo no existe. Los hiperescaladores han vendido USD 150 mil millones en bonos en dólares este año frente a USD 23 mil millones que vencen antes de finales de 2027, por lo que el dinero tiene que venir de otro lado. La emisión de crédito de IA valía una novena parte del suministro neto de cupones del Tesoro el año pasado; frente a los USD 681 mil millones recaudados en lo que va del año, vale la mitad. También están endeudándose a largo plazo, con USD 285 mil millones que vencen solo en 2035 o más tarde (Figura 4), y su participación en el índice ha aumentado de alrededor del 2,6% hace un año al 5,3% ahora.

Figura 4: Las empresas de hiperescalación prácticamente no tienen nada que refinanciar, por lo que la emisión es netamente nueva (vencimientos de bonos de empresas de hiperescalación por año, miles de millones de USD).

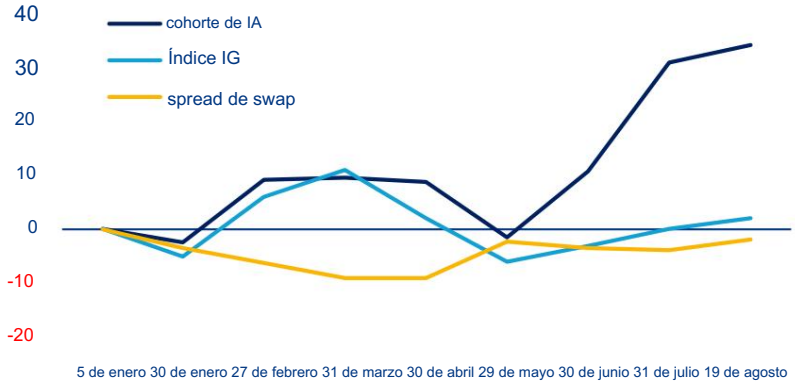


Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Los diferenciales de swaps del Tesoro no se han movido este año, el índice de grado de inversión es 2 puntos básicos más amplio, y los grandes prestatarios de IA son 34 puntos básicos más amplios. El diferencial de swaps es el más claro de los tres porque elimina el nivel de las tasas y aísla la demanda de papel gubernamental en sí: en -44 puntos básicos se sitúa donde comenzó en enero (Figura 5). Dentro del grupo de IA, la ampliación se sitúa donde está el papel, con bonos que este año se cotizan alrededor de 40 puntos básicos más amplios en el extremo largo desde que se cotizaron frente a 15 puntos básicos en el extremo corto, y la emisión de Nvidia de 2056 43 puntos básicos más amplia dos meses después de su venta.

Machine Translated by Google

Figura 5: El grupo de IA ha pagado la concesión, y nadie más lo ha hecho (Cambio desde enero de 2026, pb)



Notas: La cohorte de IA es una muestra constante de bonos de referencia grandes relacionados con la IA; el diferencial de swaps del Tesoro es de 10. SOFR OIS anual menos el rendimiento de referencia del gobierno. Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research.

Los prestatarios de IA han pagado la concesión por sí mismos, y el efecto indirecto en el resto es moderado. Si se excluye al grupo de IA del índice, lo que queda se negocia a 79 puntos básicos, frente a una mediana de 128 puntos básicos desde 1997, con solo 24 de los últimos 356 meses con un diferencial menor. Ninguno de los grandes sectores se ha movido tampoco: el sector financiero es 2 puntos básicos más amplio este año y el industrial 1 punto básico, frente a 34 puntos básicos para los nombres de IA. Los bancos siguen siendo los mayores prestatarios individuales del índice, con siete de ellos entre los diez primeros que poseen USD 955.000 millones en conjunto frente a USD 543.000 millones para todo el grupo de IA. Con casi nada que refinanciar, cada año de emisión de IA aumenta el stock en lugar de reemplazarlo. Lo que hay que observar es la concentración: el grupo de IA ha duplicado su participación en el índice en un año, del 2,6% al 5,3%, y nada en el perfil de vencimiento impide que siga aumentando.

4. ¿Los intentos del secretario del Tesoro, Scott Bessent, por imponer su dominio fiscal resultarán contraproducentes?

Sí, los intentos del secretario del Tesoro, Scott Bessent, por limitar el aumento de los rendimientos de los bonos podrían ser contraproducentes si insiste en medidas técnicas como la ampliación de las recompras o las compras financiadas con la Cuenta General del Tesoro (CGT). El Tesoro anunció un aumento en las recompras de bonos a largo plazo el 19 de agosto, incrementando posteriormente el tamaño del programa. Recientemente, varios altos funcionarios del Tesoro han insinuado que la CGT —el depósito en efectivo del gobierno en la Reserva Federal— podría utilizarse para financiar estas compras (en lugar de, o como sustituto de, la emisión de letras del Tesoro).

Estos anuncios no han tenido un impacto sostenido en los rendimientos de los bonos a largo plazo, lo que indica escepticismo entre los participantes del mercado. Insistir en soluciones de precios fijos y seguir afirmando que los rendimientos más altos reflejan factores técnicos en lugar de fundamentales (es decir, mayor incertidumbre en materia de política fiscal y monetaria) podría generar la percepción de que el poder ejecutivo no reducirá el déficit fiscal, que en nuestra opinión es la única política sensata para disminuir la presión sobre los rendimientos a largo plazo. La deuda estadounidense está expuesta a condiciones de financiamiento cambiantes y riesgos de refinanciamiento, dado que el vencimiento promedio ponderado es de solo 5,9 años. Esto también significa que los costos de financiamiento están estrechamente ligados a la política de la Reserva Federal, lo que aumenta los riesgos de dominio fiscal. Con el probable aumento del estancamiento político después de las elecciones de mitad de período de noviembre (véase más adelante), es improbable una consolidación fiscal sustancial. Sin embargo, creemos que se acordará una consolidación fiscal moderada (0,5%-0,6% del PIB) entre republicanos y demócratas, lo que frenará el aumento de la relación deuda/PIB. Los ahorros podrían implicar una combinación de contención del gasto discrecional y social y un aumento "silencioso" de los impuestos (véase más abajo). En última instancia, si Bessent sigue preocupado por el largo plazo, probablemente reducirá la emisión en el próximo proceso de refinanciación trimestral, pero no se pueden descartar soluciones más restrictivas. Un hecho preocupante sería que el Tesoro comenzara a agotar su TGA antes de un posible enfrentamiento por el techo de la deuda el próximo año. En la última disputa sobre el techo de la deuda en 2023, el Tesoro agotó en gran medida el TGA (a 23.000 millones en junio de 2023) para continuar financiando el gasto público. Hipotéticamente, si llegamos a 2027 con pocos colchones de TGA restantes, no está claro cómo los demócratas manejarían el techo de la deuda: ¿moderarían sus demandas en medio de los riesgos de que el gobierno federal se esté quedando sin colchones, o aumentarían la presión sobre los republicanos para obtener concesiones? El nivel de TGA se sitúa actualmente en alrededor de 5,5 semanas de retiros totales, excluyendo los reembolsos de deuda pública y los ingresos.

Machine Translated by Google

5. ¿Podrían las elecciones de mitad de mandato en Estados Unidos mejorar las perspectivas de la política fiscal?

No. Se prevé que el aumento de los gastos por intereses y una política fiscal ligeramente expansiva incrementen modestamente el déficit.
Este año, aunque a un nivel elevado. Es probable que el paquete de gastos de la Casa Blanca se diluya. El déficit del gobierno federal disminuyó significativamente en 2025 durante el primer año de la segunda administración Trump. En términos monetarios, se situó en -5,4% del PIB frente al -6,9% de 2024 (frente al -7,2% del PIB en 2024 y al -6,4% del PIB en 2025 según las cuentas nacionales).[1] Los aranceles fuertemente más altos y la contención del gasto fueron los dos principales contribuyentes a la reducción del déficit. Sin embargo, este año esperamos que el déficit (medida basada en efectivo) se amplíe nuevamente, aunque levemente, al -5,7% del PIB. Primero, la Ley OBBB otorgó recortes de impuestos para hogares y empresas. Segundo, los aranceles IEEAP fueron anulados por la Corte Suprema en febrero, lo que llevó al gobierno federal a pagar reembolsos a importadores y empresas. Mientras tanto, la contención del gasto ha sido moderada en lo que va del año y los gastos por intereses continúan aumentando. En un contexto de mayor escrutinio sobre las finanzas públicas, el último paquete de gastos de la Casa Blanca de USD 100 mil millones, que comprende principalmente nuevos gastos en defensa y control fronterizo,

Parece menos probable que el Senado lo apruebe en su totalidad este otoño. Es probable que los republicanos más intransigentes bloqueen el proyecto de ley a menos que la Casa Blanca acepte medidas compensatorias de ahorro.

El estancamiento político y un Congreso probablemente dividido tras las elecciones de mitad de mandato de noviembre implican que es improbable que la política fiscal estadounidense se vuelva significativamente restrictiva, y el objetivo de déficit del 3% del PIB fijado por Bessent para 2028 está fuera de alcance.
El secretario del Tesoro, Bessent, ha reconocido que el gasto dinámico en Seguridad Social y Medicare son problemas estructurales que deben abordarse para que la trayectoria de la deuda estadounidense sea sostenible. Por otro lado, los demócratas consideran que las subidas de impuestos son la principal vía para reducir el déficit. Las reformas de los programas de prestaciones sociales como Seguridad Social y Medicare requieren 60 votos en el Senado para su aprobación, votos que los republicanos no tienen actualmente y que es aún menos probable que consigan tras las elecciones de mitad de mandato en noviembre. Estimamos una probabilidad del 75 % de que los demócratas ganen la Cámara de Representantes (de los cuales el 40 % corresponde a que también obtengan el Senado), frente a una probabilidad del 25 % de que los republicanos mantengan ambas cámaras (Tabla 1).
Asimismo, cualquier intento de los demócratas por aprobar aumentos de impuestos probablemente enfrentará la oposición republicana en el Congreso. En este contexto, prevemos una consolidación fiscal limitada en 2027 y 2028, del orden del 0,5 %/0,6 % del PIB anual en mejora del déficit estructural, mediante una combinación de contención del gasto discrecional y social y un aumento de impuestos encubierto.

Tabla 1: Resultados de las elecciones de mitad de mandato

Elecciones de mitad de mandato resultado	Probabilidad	Expectativas políticas
Los demócratas obtienen la Cámara de Representantes	75%	• No hay cambios importantes en la política fiscal, política fiscal limitada consolidación • Mayor riesgo de cierres nuevos y prolongados (a partir de octubre) • Mayor riesgo de falta de acuerdo sobre el límite de la deuda (que probablemente se alcance en el verano de 2027) • Persiste la incertidumbre en materia de comercio. • Cambios regulatorios en curso (energía, finanzas, tecnología, comercio) • Incertidumbre continua en materia de política exterior
De entre los cuales: los demócratas también obtienen el Senado.	De los cuales: 40%	• Menos nombramientos judiciales (el Senado es necesario para nombrar a los jueces federales). • Mayor incertidumbre en torno a la contratación de altos ejecutivos. • Mayor fricción institucional

[1] La medida basada en efectivo proviene de la Oficina del Servicio Fiscal. La medida alternativa, la de cuentas nacionales (proveniente de la BEA), reporta un déficit que se redujo del -7,2% del PIB en 2024 al -6,4% del PIB en 2025. Este último déficit es una medida de devengo y de cuentas nacionales: registra los flujos cuando se incurre en la obligación (impuestos devengados, intereses devengados en lugar de pagados) y excluye las transacciones puramente financieras.

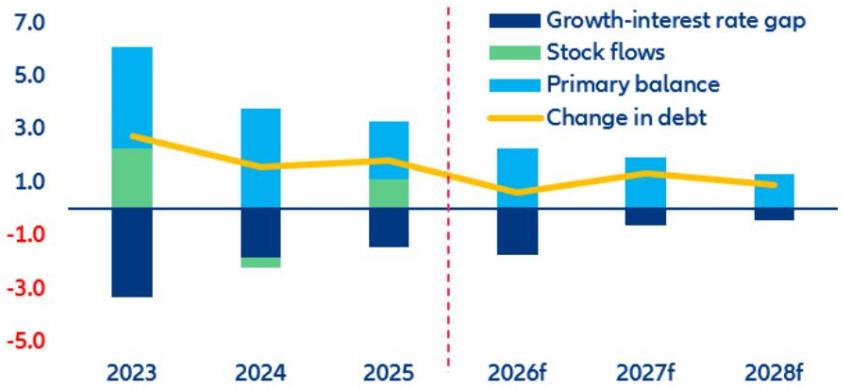
Machine Translated by Google

Los republicanos conservan ambas cámaras.	25%	• Cambios fiscales adicionales (que hacen temporales) disposiciones permanentes) • Más financiación para la inmigración (frontera infraestructura, ICE, capacidad de detención) • Aumento del gasto en defensa • Reducir el gasto discrecional no relacionado con la defensa

Fuentes: Investigación de Allianz

Cualquier consolidación fiscal en un Congreso dividido probablemente se basaría en una contención del gasto moderada y políticamente aceptable, en lugar de una reforma importante de los programas de prestaciones sociales. En cuanto al gasto discrecional, demócratas y republicanos podrían ponerse de acuerdo en límites más estrictos, un menor crecimiento de las contrataciones y los salarios federales, y ahorros por eficiencia, basándose en el precedente de la Ley de Control Presupuestario de 2011. En lo que respecta al gasto obligatorio, el apoyo bipartidista podría ser más factible para medidas específicas, como los pagos a los proveedores de Medicare, los sobrepagos de Medicare Advantage o primas más altas para los beneficiarios de mayores ingresos, que para recortes generales de las prestaciones. Se podrían obtener ahorros más limitados mediante reducciones específicas en los subsidios agrícolas y otros programas protegidos políticamente. En cuanto a los ingresos, la ampliación gradual de los tramos impositivos podría proporcionar un impulso adicional, menos visible políticamente, a los ingresos nominales a medida que estos aumenten más rápido que los umbrales impositivos. En general, estas medidas podrían lograr una consolidación gradual evitando recortes polémicos a la Seguridad Social, Medicaid y las prestaciones básicas de Medicare.

Figura 6: Variación de la deuda estadounidense en relación con el PIB y sus factores determinantes (en pp, valor de referencia)



Fuentes: LSEG Datastream, CBO, Allianz Research

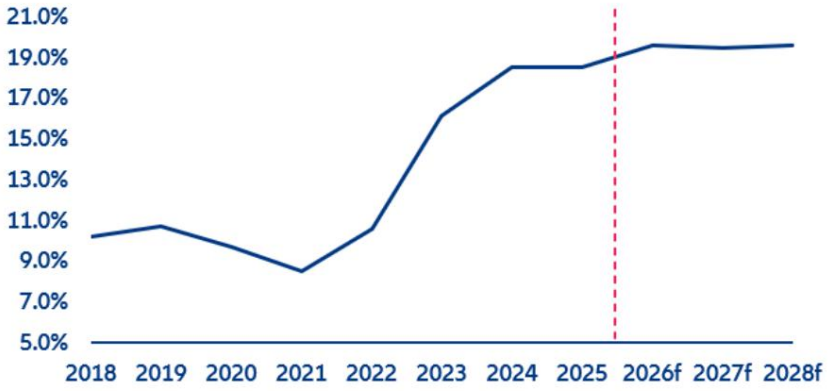
Nota: deuda pública federal en manos del público. Los ajustes en los flujos de existencias, que son difíciles de predecir, podrían alterar significativamente las previsiones.

La consolidación fiscal limitada bajo un Congreso dividido, como prevemos, debería frenar el aumento de la deuda pública en los próximos dos años. Sin embargo, los repuntes en los tipos de interés a corto plazo podrían presionar a la Casa Blanca y al Congreso para que adopten medidas de ajuste fiscal más agresivas. Bajo el supuesto de una consolidación fiscal limitada, el déficit primario federal podría alcanzar el -1,3% del PIB en 2028 (frente al -2,3% previsto para este año). Si los tipos de interés a corto plazo no aumentan significativamente —la mayor parte de la deuda estadounidense se emite a corto plazo, lo que la hace más sensible a estos tipos—, el aumento de la relación deuda/PIB podría limitarse a alrededor de +1 punto porcentual anual hasta 2028, un ritmo más lento que en los últimos años (+2 puntos porcentuales anuales de media entre 2023 y 2025, Figura 6). Mientras tanto, los gastos por intereses se estabilizarían, aunque en un nivel elevado, tanto como porcentaje del PIB como de los ingresos federales (Figura 7). Pero si los tipos de interés reales se dispararan (por ejemplo, si la Reserva Federal subiera los tipos agresivamente para controlar la inflación), los gastos por intereses volverían a aumentar, mermando aún más los ingresos del gobierno, incrementando el riesgo de una crisis fiscal y, en última instancia, presionando a la administración y al Congreso para que se embarcaran en un ajuste fiscal más agresivo. En este escenario, es probable que el crecimiento del PIB nominal se ralentice, sin compensar el aumento de la relación deuda/PIB. Por otra parte, el mayor crecimiento del PIB nominal que prevemos —por ejemplo, inducido por efectos más fuertes de la IA— podría mejorar la sostenibilidad de la deuda y aliviar la presión sobre el gobierno para reducir el déficit estructural. El crecimiento del PIB real tendría que ser sostenible por encima del +3% para estabilizar la relación deuda/PIB en nuestro escenario de consolidación fiscal moderada (frente al +2% previsto en nuestro escenario base, teniendo en cuenta un repunte gradual del crecimiento de la productividad inducido por la IA, que compensa parcialmente el empeoramiento de la demografía).

Machine Translated by Google

La inflación también podría ayudar, pero es probable que el efecto favorable sobre la dinámica de la deuda se vea parcialmente contrarrestado por tasas de interés más altas.

Figura 7: Pagos de intereses federales de EE. UU. como porcentaje de los ingresos federales.

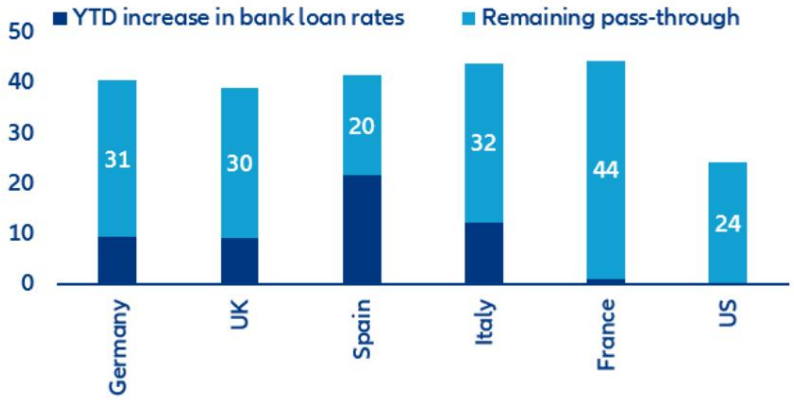


Fuentes: LSEG Datastream, CBO, Allianz Research

6. ¿Podrá el presidente de la Reserva Federal, Kevin Warsh, calmar los mercados si los mercados de bonos caen?

Sí. Lo demostró en Jackson Hole, donde reafirmó el compromiso de la Reserva Federal de reducir la inflación. La Reserva Federal tiene, en principio, una capacidad ilimitada para comprar bonos, pero esto probablemente solo ocurriría si el funcionamiento del mercado estuviera en riesgo. Sin embargo, una comunicación clara del presidente de la Reserva Federal sobre la política de tipos de interés a corto plazo ayudaría a limitar el aumento de las primas de los bonos del gobierno a largo plazo. Una fuerte venta masiva de bonos del gobierno —un aumento de los rendimientos de entre 50 y 100 puntos básicos en cuestión de días— podría llevar a la Reserva Federal a realizar compras ilimitadas, alegando movimientos de tipos injustificados y riesgos para la estabilidad financiera. Esto podría desencadenar una pérdida repentina de confianza en la sostenibilidad de la deuda, lo que provocaría una rápida caída de los tipos, similar al "momento Trust" en el Reino Unido en 2022 (véase la pregunta 10). Siempre que el aumento de los rendimientos de los bonos sea más ordenado y refleje una prima por plazo creciente sobre la inflación o los riesgos fiscales, la mejor política de la Reserva Federal sería permitir que las condiciones financieras se endurezcan y, posteriormente, realizar subidas de tipos para aliviar la preocupación por los riesgos inflacionarios y la incertidumbre de la política monetaria. A corto plazo, una estrategia sensata para Warsh sería reducir la incertidumbre en torno a la función de reacción de la Reserva Federal. Un riesgo a corto plazo sería que Warsh anunciara una flexibilización prematura de la política monetaria, por ejemplo, bajo la premisa de que mayores rendimientos a largo plazo podrían justificar una tasa de interés más baja. Tal medida, que podría erosionar la credibilidad de la Reserva Federal en materia de control de la inflación y elevar los rendimientos de los bonos a largo plazo, parece improbable tras su discurso en Jackson Hole. En nuestro escenario base de junio, prevemos una subida de tipos por parte de la Reserva Federal en septiembre (+25 puntos básicos, hasta el 4%), pero podría producirse más tarde. Esto implicaría que el tipo de interés preferencial que los bancos cobran a los hogares y las empresas aumentaría en más de 20 puntos básicos tan solo un mes después, dado que la transmisión de estos tipos es bastante rápida en Estados Unidos.

Figura 8: Transmisión de los tipos de interés clave a los tipos de interés bancarios a corto plazo.



Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Machine Translated by Google

7. El dólar estadounidense ha bajado, el bitcoin y el oro han subido: ¿ha vuelto la tendencia de devaluación?

En agosto ha resurgido un patrón familiar de 2025: aumento de los rendimientos, un dólar más débil y activos reales más fuertes.
como el oro y el Bitcoin, junto a las acciones. Después de un retroceso impulsado por la guerra en el primer semestre de 2026, esos “activos devaluados” Se ha observado un interés significativo nuevamente, con un repunte particular después de que Bessent anunciara medidas poco convincentes para frenar la emisión de deuda (véase la pregunta 4). Esto recuerda claramente a 2025, tras el Día de la Liberación y las posteriores amenazas de Bessent de imponer un «impuesto de represalia» a los inversores extranjeros, otra política que disgustó a los inversores globales.

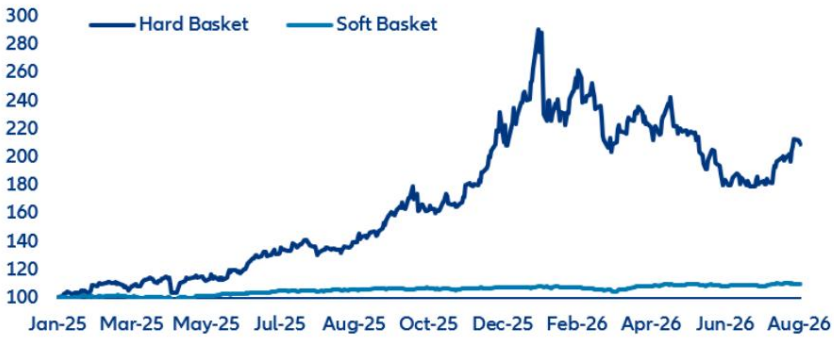
Figura 9: El Bitcoin y el oro han vuelto a subir, el USD se ha debilitado durante el verano.



Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Desde la llegada de la COVID-19, y con las repetidas crisis inflacionarias —el repunte pospandémico, Ucrania, los aranceles, Irán—, el tema de la "devaluación" ha recuperado su centralidad en el análisis macroeconómico. La devaluación se define como la disminución del valor del dinero, reflejada simultáneamente en tres precios: el tipo de cambio, los tipos de interés y la inflación. Cuando la combinación de políticas se percibe como expansiva, o cuando se producen choques exógenos, estos tres precios monetarios tienden a devaluarse al unísono. Para cuantificar esto, construimos dos cestas: la primera es una "Cesta con restricciones de oferta" ("activos duros"): posiciones largas en oro, plata y platino. La segunda es una "Cesta sensible a la política monetaria" ("activos blandos"): posiciones largas en bonos del Tesoro estadounidense en fase de equilibrio, bonos a 30 y 5 años con pendiente pronunciada, posiciones largas en el S&P 500 y posiciones cortas en divisas .

Figura 10: Rendimiento de la cesta de depreciación dura frente a blanda (Base enero 2025 = 100)



Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Los metales preciosos son el barómetro más fiable de la devaluación que los tipos de interés, los puntos de equilibrio o los activos de riesgo. Una devaluación convencional impulsada por políticas —entornos expansivos, crecientes expectativas de inflación, una curva cada vez más pronunciada, debilidad del dólar— se manifestaría principalmente en la cesta de activos blandos; en cambio, esta ha tenido un rendimiento consistentemente inferior. Esto sugiere que la devaluación se entiende mejor como una erosión estructural de la confianza en la moneda fiduciaria, expresada a través de reservas tangibles de valor, que como una revalorización convencional de la combinación de políticas. Más allá de las narrativas en torno a la desdolarización y la acumulación de oro por parte de los bancos centrales, los mercados parecen estar valorando la elevada deuda soberana y las dudas sobre los gobiernos.

---

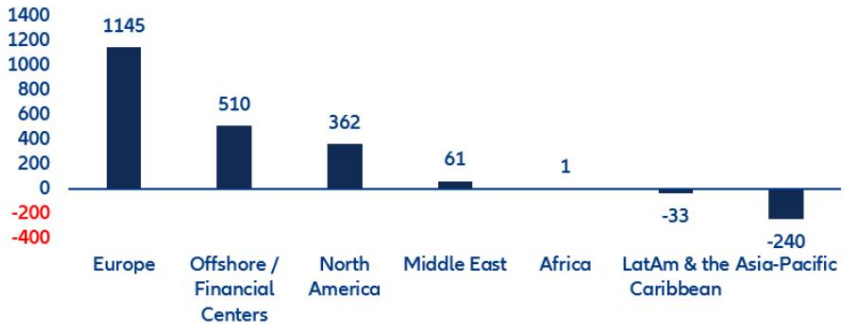
2 Los índices se construyen a partir de rendimientos diarios ponderados equitativamente, con capitalización geométrica desde una base de 100 al 2 de enero de 2025. La cesta de inversión "Duro" está compuesta por posiciones largas en oro, plata y platino (un tercio de cada uno). La cesta de inversión "Suave" está compuesta por posiciones largas en bonos estadounidenses a 10 años con punto de equilibrio, posiciones largas en el S&P 500, posiciones cortas en USD (a través del DXY invertido) y posiciones largas en el índice de pendiente pronunciada de 30 a 5 años (un cuarto de cada uno).

Machine Translated by Google

voluntad de controlarlo. Esta es una señal de que los activos tangibles han estado capturando constantemente. La cesta de activos tangibles (oro, plata, platino) tuvo un rendimiento muy superior en 2025 (+101 pps), antes de que la inflación impulsada por la guerra revirtiera temporalmente la tendencia en el primer semestre de 2026 (-15 pps); sin embargo, desde julio, el régimen de 2025 se ha reafirmado, con la cesta de activos tangibles superando nuevamente por +15 pps en solo dos meses a medida que regresan las preocupaciones sobre el USD. Esto es precisamente lo que nos ha estado indicando la acción de precios del verano. El oro y la plata repuntaron, mientras que el dólar se mantuvo a la baja.

La clásica señal de inflación-comercio estuvo ausente. En cambio, la presión se manifestó en el extremo largo, con curvas cada vez más pronunciadas en la prima por plazo. Los activos tangibles se demandaron, el extremo corto se mantuvo fijo y el extremo largo se vio penalizado: esto representa una revalorización de la credibilidad, no una revalorización de la combinación de políticas, lo cual es coherente con la tendencia a largo plazo hacia la devaluación.

Figura 11: Cambios en las tenencias extranjeras de bonos del Tesoro estadounidense desde la COVID-19 (miles de millones de USD)

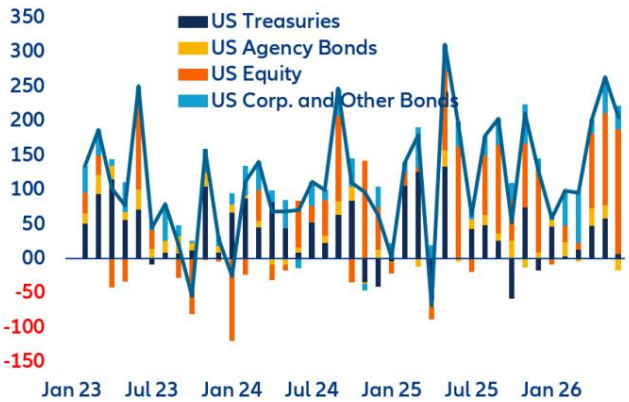


Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Para explicar este índice de devaluación, podemos encontrar una fuerte relación con las tenencias de bonos del Tesoro estadounidense por parte de extranjeros. El desglose regional aclara un panorama que parece más difuso a nivel de país. Asia/Pacífico es la única región con un gran saldo negativo desde la pandemia, y dentro de ella, las ventas se concentran en China y Japón, mientras que la mayoría de los demás tenedores asiáticos (Taiwán, Singapur, India, Corea del Sur) son compradores netos o se mantienen estables. Latinoamérica y el Caribe presentan un saldo negativo marginal, impulsado por Brasil, aunque esto se compensa parcialmente con las adquisiciones de los paraísos fiscales de Caimán y Bermudas registradas en la misma región. Europa (Luxemburgo, Francia, Bélgica, Reino Unido) y los centros financieros extraterritoriales (Islas Caimán, Islas Vírgenes) son los principales compradores netos, por un amplio margen. La descripción más precisa no es que "los países con superávit estén deshaciéndose de sus bonos del Tesoro", sino que un pequeño número de grandes tenedores oficiales (China, Japón y, en menor medida, Brasil) son vendedores netos. Al mismo tiempo, la mayoría de los tenedores extranjeros simplemente no están aumentando sus compras al ritmo de las nuevas emisiones, mientras que una proporción creciente de la demanda neta se está absorbiendo a nivel nacional o a través de intermediarios extraterritoriales o aliados. Aquí es donde entra en juego el índice de devaluación; los vendedores con mayor impacto (China, Japón y, en general, los funcionarios extranjeros) ven atenuado su efecto en los rendimientos por la gestión de la combinación de emisiones y las recompras, que es precisamente el mecanismo que suprime la respuesta de la cesta de activos blandos a la disminución de la demanda extranjera de bonos del Tesoro estadounidense. El oro y otros activos tangibles no tienen un "comprador de última instancia" equivalente que suavice la determinación de sus precios.

En cambio, la señal de devaluación que debería distribuirse entre ambas cestas se está canalizando estructuralmente hacia la cesta de activos tangibles por defecto. No sabemos si los bonos del Tesoro experimentaron una venta masiva significativa este verano, ya que los datos son...
Con un retraso de dos meses. Sin embargo, observamos que los inversores extranjeros han comprado mayoritariamente acciones (activos reales) en lugar de bonos del Tesoro, lo que confirma la tendencia a la devaluación a largo plazo.

Figura 12: Compras netas de activos estadounidenses por inversores extranjeros por clase de activo, miles de millones de USD



Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research – último dato: junio de 2026

Machine Translated by Google

8. ¿Están los bonos europeos sufriendo las consecuencias de la creciente inestabilidad política?

Sí. Se percibe que los gobiernos europeos son menos propensos a implementar un ajuste fiscal sostenido que permita una disminución firme de los niveles de deuda. Nuestros índices de fragilidad política[3] (Figura 13) se mantienen en niveles elevados. Especialmente en Alemania, alcanzó su nivel más alto desde que el índice comenzó en 2008. La coalición gobernante en Berlín ha estado perdiendo terreno constantemente desde que se formó el año pasado. El partido de extrema derecha Alternativa para Alemania, o AfD, es ahora claramente el partido individual más grande, muy por delante de la Unión Demócrata Cristiana gobernante del canciller Friedrich Merz. En Italia, El índice se encuentra en su nivel más alto desde 2022, impulsado por el ascenso del nuevo partido de extrema derecha Futuro Nazionale (FN). FN ha superado al partido de derecha Lega, que es socio minoritario en la coalición gobernante de la primera ministra Giorgia Meloni. Esa división ha erosionado la coalición gobernante en su conjunto. El índice se ha mantenido bastante estable en Francia y España, aunque Francia sigue siendo, con diferencia, el país más frágil. Es probable que el gobierno vuelva a tener dificultades para aprobar un presupuesto antes de fin de año, en medio de una Asamblea Nacional fracturada. Ya existen riesgos de desequilibrios fiscales este año, con un déficit que podría alcanzar el -5,2% del PIB frente al -5,0% previsto por el gobierno. Para 2027, funcionarios gubernamentales han indicado que el objetivo de déficit podría fijarse en el -4,9% del PIB, lo que implica una escasa mejora fiscal. Es importante señalar que, sin medidas adicionales de consolidación fiscal, el déficit fiscal podría llegar al -5,6% del PIB en 2027 debido al dinámico gasto social subyacente. Mientras tanto, las elecciones presidenciales de abril de 2027 se acercan rápidamente. Los partidos antisistema Agrupación Nacional y La Francia Insumisa gozan de buena popularidad en las encuestas y no se puede descartar que ambos pasen a la segunda vuelta . Estos partidos son percibidos como menos creíbles para restaurar la solidez de las finanzas públicas. Si estas tendencias persisten, la prima por plazo de los bonos franceses podría aumentar aún más en 2027, debido a la elevada proporción de inversores extranjeros (56%). En el Reino Unido, la inestabilidad política ha disminuido desde la llegada de A. Burnham en julio. El Partido Laborista se ha recuperado en las encuestas y ahora se sitúa casi al mismo nivel que Reform UK. Sin embargo, los mercados de bonos tendrán que asimilar el próximo Presupuesto de Otoño.

Burnham ha manifestado claramente su intención de aumentar el gasto público. Aún está por verse cuánto de este aumento se financiará con subidas de impuestos. La tolerancia de los mercados a los nuevos préstamos es muy limitada, y prevemos que Burnham actuará con cautela, pasando de un ajuste fiscal moderado (0,6% del PIB en 2027 y 0,4% del PIB en 2028), previsto por su predecesor, a un ajuste fiscal más moderado (0,2% del PIB y 0,3% del PIB en ambos años).

Figura 13: Índice de fragilidad política



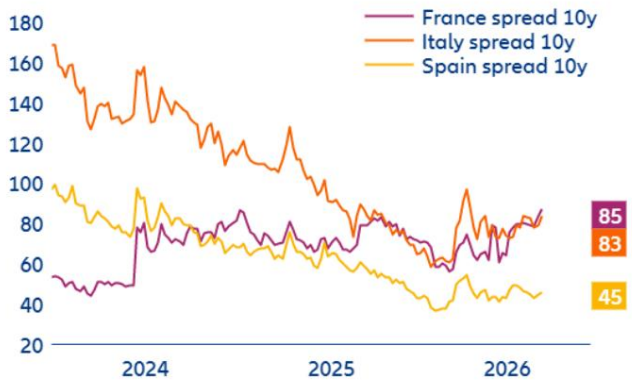
Fuentes: Wikipedia, Allianz Research

Notas: El Índice de Fragilidad Política es un índice semanal basado en encuestas, con una escala de 0 a 100 (un valor más alto indica mayor fragilidad), elaborado a partir de porcentajes de votos suavizados (filtrados mediante el método de Kalman) de encuestas de encuestas.

3 Véase 2026_07_23_PoliticalFragility.pdf

Machine Translated by Google

Figura 14: Los diferenciales de los bonos del gobierno francés a 10 años frente a los de Alemania se han ampliado este año, pb.



Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

9. ¿Cuál es el papel de Japón en todo esto?

Japón está experimentando un episodio inflacionario importado, impulsado por el aumento de los costos de la energía y las materias primas, junto con un yen estructuralmente débil. La presión resultante sobre el Banco de Japón para endurecer su política monetaria no se limita al control de la inflación, sino que busca mantener la credibilidad tanto en el mercado de divisas como en el de bonos gubernamentales. A medida que aumentan los rendimientos japoneses, la inversión en el extranjero se vuelve menos atractiva. El capital que durante años financió los mercados globales puede repatriarse cada vez más. Esto es importante porque Japón se encuentra en el centro del sistema global de reciclaje del dólar, actuando simultáneamente como un importante prestamista de liquidez en dólares y uno de los mayores compradores extranjeros de bonos del Tesoro estadounidense. La consecuencia es potencialmente profunda: un Banco de Japón más estricto no solo endurece las condiciones financieras en Japón, sino que también retira liquidez del resto del mundo. Si los inversores japoneses aceleran sus flujos de repatriación, la demanda de bonos del Tesoro se debilitaría precisamente cuando las necesidades de financiamiento de Estados Unidos siguen siendo elevadas. En un escenario extremo, podrían surgir ventas directas de bonos del Tesoro a medida que las instituciones aumentan la liquidez para respaldar los mercados internos. Un yen más débil está forzando una subida de tipos para recuperar el control del mercado cambiario, lo que está endureciendo las condiciones financieras globales e impulsando al alza los tipos de interés internacionales. El resultado fue un poderoso canal de transmisión desde Tokio a Washington. Lo que comienza como una presión alcista sobre las tasas japonesas puede convertirse rápidamente en una presión alcista sobre los rendimientos estadounidenses. Por lo tanto, el aumento de las tasas japonesas podría convertirse en un obstáculo para los rendimientos estadounidenses. En consecuencia, la estabilización del mercado de bonos del Tesoro estará estrechamente ligada a la estabilización del yen y a evitar que el ajuste interno japonés tenga un impacto mundial.

Esperamos que el Banco de Japón (BOJ) realice una subida adicional hasta el 1,25% antes de que finalice el año, para luego alcanzar un tipo de interés final del 1,75% a finales de 2027. A pesar del impulso a corto plazo derivado de las recientes intervenciones y del ciclo de endurecimiento monetario del BOJ, seguimos esperando que el yen se mantenga en torno a los 160 USD/JPY a corto plazo. Mientras tanto, el endurecimiento cuantitativo agresivo (QT) continúa, elevando significativamente los rendimientos a largo plazo. La Tabla 2 muestra que, si bien Japón tiene la mayor relación deuda/PIB entre las economías desarrolladas, su banco central también posee la mayor proporción de bonos gubernamentales entre los países de la muestra. El ritmo actual de reducción del balance está generando una oferta sustancial de bonos del gobierno japonés (JGB) que deben ser absorbidos por inversores privados.

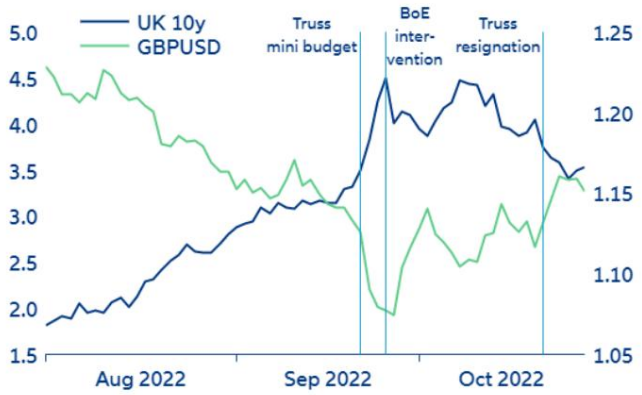
10. Perspectivas del mercado de bonos: ¿Podría empeorar antes de mejorar?

Sí, no se pueden descartar reacciones de profecía autocumplida en las que mayores rendimientos desencadenan primas de riesgo más elevadas debido a las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda en varios países. Con los niveles de rendimiento actuales en máximos de la década en muchos países, los bonos gubernamentales parecen atractivos para los inversores. Sin embargo, dado el círculo vicioso negativo de las tasas más altas sobre la sostenibilidad de la deuda, los inversores podrían ponerse más nerviosos a corto plazo y exigir una prima de riesgo más alta, lo que lleva a tasas más altas y, por lo tanto, refuerza la espiral descendente (reacción de profecía autocumplida). Una pérdida repentina de confianza en la sostenibilidad de la deuda podría conducir a una venta masiva rápida de tasas en cuestión de días o incluso horas, como el momento Truss en el Reino Unido en 2022 (véase la Figura 15). El Banco de Inglaterra respondió interviniendo para limitar el aumento de los rendimientos de los Gilt, que aumentó en +130 pb en solo tres días de negociación, tras el anuncio del Presupuesto de septiembre de 2022. Los factores desencadenantes futuros podrían incluir comunicaciones engañosas de los bancos centrales o los departamentos de tesorería, resultados electorales o encuestas extremas, una decisión de calificación. o, en un plano más técnico, una menor demanda en una subasta de bonos del gobierno.

[4] Varias agencias de calificación publicarán sus revisiones de calificación soberana entre septiembre y noviembre de 2026.

Machine Translated by Google

Figura 15: El Banco de Inglaterra intervino en el momento Truss de 2022, cuando los rendimientos de los bonos del Tesoro británico a 10 años subieron más de 100 puntos básicos en cinco días.



Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Los indicadores de salud fiscal ponen de manifiesto tensiones en diversos países por diferentes motivos. La Tabla 2 destaca qué indicadores fiscales requieren un seguimiento exhaustivo al evaluar las vulnerabilidades fiscales. Varios países sobresalen. Japón tiene la mayor proporción de deuda pública, aunque gran parte de ella está en manos del Banco de Japón (BoJ). Con un déficit primario del 2,9% del PIB, Francia destaca negativamente en términos de disciplina fiscal. Estados Unidos resulta particularmente preocupante en cuanto a la proporción de los ingresos públicos destinados al servicio de la deuda. Sin embargo, esto también se debe a sus tasas impositivas relativamente bajas. Si aumentara los impuestos, podría alcanzar fácilmente niveles de servicio de la deuda, como porcentaje del PIB, similares a los de Italia o el Reino Unido. Alemania, Francia y España tienen una gran proporción de su deuda en manos extranjeras, lo que generalmente se considera positivo. Los tenedores extranjeros de deuda pública suelen ser fondos soberanos, bancos centrales u otros grandes inversores institucionales que tienden a no ajustar sus asignaciones con rapidez. Un indicador clave para la sostenibilidad de la deuda a largo plazo es la conocida relación $r - g < 0$, que refleja la condición de que los tipos de interés reales deben ser inferiores al crecimiento económico real para evitar que un país entre en una espiral de endeudamiento. Según este indicador, Francia y el Reino Unido parecen ser los más vulnerables. Por el contrario, Estados Unidos, respaldado por un fuerte crecimiento real y tipos de interés reales relativamente bajos, se mantiene en una posición bastante segura.

Tabla 2: Mapa de calor fiscal

País	Deuda del gobierno en % del PIB	Saldo primario en % del PIB	Deuda Servicios en % gobierno ingresos	Deuda Servicios en % del del PIB	Porcentaje de deuda pública en poder en el extranjero en %	Porcentaje de deuda pública en manos del banco central en %	rg
A NOSOTROS	125	-2,2	18,6	3,2	31,0	14,0	-1,2
JP	197	-1,0	3,7	1,4	13,0	49,0	0,2
Delaware	64	-1,8	2,4	1,1	51,3	19,5	0,2
FR	116	-2,9	4,3	2,2	54,3	16,5	0,5
ÉL	137	0,7	8,0	3,9	34,3	18,5	-0,2
ES	101	0,0	5,6	2,4	48,9	20,4	-3,0
Reino Unido	102	-1,9	7,5	3,4	25,0	19,0	0,8

Fuentes: LSEG Datastream, Allianz Research

Notas: Se utilizan valores de 2025, excepto en la última columna. rg indica la condición de sostenibilidad de la deuda, según la cual los tipos de interés reales r deben ser inferiores al crecimiento del PIB real. La cifra se aproxima utilizando el crecimiento del PIB actual (filtrado HP), el tipo de interés actual de los bonos del Estado a 10 años y la cifra actual de inflación general.

Pero las opciones de venta del banco central siguen vigentes para cubrir los peores escenarios, incluso en épocas de inflación elevada.
Sin embargo, incluso en épocas de alta inflación, los bancos centrales no dudarían en intervenir. Prevemos que en un par de días se alcanzará un umbral de alrededor de 70 puntos básicos para que actúen. El BCE ha creado el Instrumento de Protección de la Transmisión (IPT), que permitiría una flexibilización cuantitativa (QE) sustancial si el funcionamiento del mercado se viera amenazado. Un primer paso más moderado sería frenar el ritmo récord actual de ajuste cuantitativo (QT), que ronda los 40.000 millones de euros mensuales.
De manera similar, la Reserva Federal o el Banco de Japón podrían reiniciar la QE (véase la Pregunta 6), tal como lo hizo el Banco de Inglaterra en 2022 tras la

Machine Translated by Google

anuncio de un presupuesto "mini" fiscal insostenible, o como hizo la Reserva Federal en 2023 tras la crisis bancaria de SVB. 5
Esta medida podría adoptarse incluso en épocas de inflación elevada, ya que la flexibilización cuantitativa (QE) respaldaría el funcionamiento del mercado, mientras que los tipos de interés oficiales podrían mantenerse sin cambios para mantener elevado el extremo corto de la curva de rendimiento.

En general, sin embargo, las perspectivas para las tasas de interés son equilibradas. Cualquier perturbación en la demanda de la economía estadounidense o mundial provocaría una bajada inmediata de las tasas, lo cual sería perjudicial para quienes salieron del mercado de bonos con rendimientos elevados.
Un aumento de impuestos, recortes en el gasto público o una corrección en los mercados financieros podrían ser factores desencadenantes. Un ejemplo más claro de una perturbación de la demanda podría ser el estallido del auge de la IA, ya que una desaceleración posterior de la inversión fija y el consumo de los hogares (impulsada por los efectos riqueza derivados de los precios más altos de las acciones) provocaría una fuerte desaceleración económica y desinflación. En tal escenario, los bancos centrales reducirían las tasas de interés, lo que también reduciría los rendimientos de los bonos del gobierno.

[5] En rigor, la Reserva Federal no reinició la flexibilización cuantitativa en 2023, sino que apoyó al mercado prestando dinero con garantías a través de programas de préstamos tradicionales y nuevos, lo que provocó que la tendencia a la baja del balance de la Reserva Federal en medio del endurecimiento cuantitativo se revirtiera abruptamente.

Machine Translated by Google

Estas valoraciones están sujetas, como siempre, a la cláusula de exención de responsabilidad que figura a continuación.

DECLARACIONES PROSPECTIVAS

Las declaraciones aquí contenidas pueden incluir proyecciones, expectativas futuras y otras declaraciones prospectivas basadas en las opiniones y suposiciones actuales de la gerencia, e implican riesgos e incertidumbres conocidos y desconocidos. Los resultados, el desempeño o los eventos reales pueden diferir sustancialmente de los expresados o implícitos en dichas declaraciones
prospectivas.
Tales desviaciones pueden surgir debido a, sin limitación, (i) cambios en las condiciones económicas generales y la situación competitiva, particularmente en el negocio principal y los mercados principales del Grupo Allianz, (ii) el desempeño de los mercados financieros (en particular la volatilidad del mercado, la liquidez y los eventos crediticios), (iii) la frecuencia y gravedad de los eventos de pérdida asegurados, incluidos los de catástrofes naturales, y la evolución de los gastos por pérdidas, (iv) los niveles y tendencias de mortalidad y
morbilidad, (v) los niveles de persistencia, (vi) particularmente en el negocio bancario, el alcance de los incumplimientos crediticios, (vii) los niveles de las tasas de interés, (viii) los tipos de cambio de divisas, incluido el tipo de cambio EUR/USD, (ix)
cambios en las leyes y regulaciones, incluidas las regulaciones fiscales, (x) el impacto de las adquisiciones, incluidos los problemas de integración relacionados y
las medidas de reorganización, y (xi) factores competitivos generales, en cada caso a nivel local, regional, nacional y/o global. Muchos de estos factores pueden ser más probables o más pronunciados como resultado de actividades terroristas y sus consecuencias.

NO HAY OBLIGACIÓN DE ACTUALIZAR

La empresa no asume ninguna obligación de actualizar la información o las declaraciones prospectivas contenidas en este documento, salvo la información que deba divulgarse por ley.