

## ¿Estamos ante un escenario peor que la crisis financiera global?

Normalmente, cuando se presentan episodios de aversión al riesgo en los mercados financieros globales, los inversionistas suelen refugiarse en bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados el activo más seguro del mundo. Esto tiende a provocar una caída en los rendimientos de dichos bonos y una apreciación del dólar. Lo hemos visto una y otra vez, incluso cuando la causa del episodio de aversión al riesgo se origina dentro del propio Estados Unidos.

Recuerdo aquí dos episodios especialmente ilustrativos. El primero fue la crisis financiera global de 2008-2009. Aunque tuvo su origen en el deterioro de los créditos hipotecarios en Estados Unidos, una vez que estalló, los inversionistas se refugiaron en los bonos del Tesoro estadounidense. El resultado fue una apreciación del dólar. Recordemos que eso derivó en una fuerte caída del peso y en la quiebra de varias compañías mexicanas que habían apostado a la estabilidad del tipo de cambio.

El segundo episodio, aún más

ESPIRITUS ANIMALES

### Carlos Serrano Herrera

Economista en Jefe de BBVA México

Opine usted:  
economia@elfinanciero.com.mx



paradójico, ocurrió en agosto de 2011, cuando la agencia calificadora Standard & Poor's decidió rebajar la calificación crediticia de Estados Unidos de AAA a AA+, debido a las profundas divisiones en el Congreso que parecía podían dificultar la rutinaria aprobación

del aumento del techo de endeudamiento. Ya que la materialización de ese riesgo hubiese podido resultar en un incumplimiento soberano, los mercados reaccionaron con una nueva oleada de aversión al riesgo. Sin embargo, otra vez, ello llevó a una mayor demanda de bonos del Tesoro y a la apreciación del dólar, ¡a pesar que el origen del problema estaba en el propio Estados Unidos! No encuentro precedente en que haya aumentado la demanda de bonos gubernamentales de cualquier otro país tras una reducción en su calificación crediticia.

En ambos casos, los mercados confiaban en que el gobierno estadounidense acabaría tomando las decisiones adecuadas: preservando la calidad crediticia de su deuda, manteniendo una inflación baja y estable, y adoptando medidas para restaurar el crecimiento.

A partir del anuncio de aranceles del 2 de abril, hemos observado un nuevo episodio de aversión al riesgo que ha provocado caídas significativas en los mercados bursátiles estadounidenses y volatilidad financiera.

Esta vez, sin embargo, el comportamiento del mercado ha sido distinto. No hemos visto un movimiento típico de refugio hacia los bonos del Tesoro. Por el contrario, se han registrado ventas de estos instrumentos, lo que ha elevado sus rendimientos: los del bono a 10 años, por ejemplo, subieron 64 puntos base en tan solo cinco días. Esto ha generado una depreciación generalizada del dólar.

#### ¿QUÉ HA CAMBIADO?

En esta ocasión, los inversionistas parecen estar cuestionando la capacidad de los tomadores de decisiones para implementar políticas públicas adecuadas. Hay varias razones para ello:

**1. La declaración de una guerra comercial contra casi todo el mundo**, algo que podría tener consecuencias negativas para la economía de Estados Unidos. Existe un consenso creciente, al que se ha sumado el Fondo Monetario Internacional (FMI), de que estas medidas provocarían menor crecimiento y aumentos en los precios para ese país.

**2. La fórmula utilizada para imponer aranceles recíprocos:** en lugar de considerar el arancel efectivo que enfrentan las exportaciones estadounidenses en cada país, se optó por una metodología basada en el déficit comercial bilateral, ha generado dudas sobre

la solidez técnica de las decisiones tomadas.

**3. Las amenazas de la administración de remover al presidente de la Reserva Federal**, lo que ha puesto en entredicho el compromiso con la independencia del banco central. Aunque, ante la reacción negativa de los mercados, el presidente Trump se retractó de estas amenazas hace dos días, las presiones sobre la Fed continúan.

Como resultado, han surgido cuestionamientos sobre la solidez de los compromisos institucionales de Estados Unidos y sobre el papel del dólar y de sus bonos soberanos como activos refugio. No habíamos visto este tipo de dudas en, al menos, ocho décadas que se ejemplifican en las declaraciones del primer ministro canadiense que dijo: "Estados Unidos ya no es un socio confiable". Hay que aclarar que en esta ocasión los sistemas financieros no solamente en Estados Unidos, sino que también en la mayoría de los países avanzados y en México muestran altos niveles de solidez, por lo que el problema es distinto al de la crisis financiera global y la resiliencia será mucho mayor.

Esperemos que estas señales de alarma se disipen pronto. Si Estados Unidos deja de ser el refugio seguro del mundo, sin que emerja un sustituto claro, podríamos estar ante una crisis financiera.