

Riesgo creciente y una menor confianza en el dólar

08 de julio de 2025

Elaborado por:
Janneth Quiroz
André Maurin

- El aumento en la demanda de los bonos del Tesoro estadounidense, sobre todo a largo plazo, refleja una mayor presión por riesgo fiscal y las débiles expectativas macroeconómicas.
- Desde septiembre de 2024, el *term premium* del bono de 10 años ha repuntado de forma acelerada, lo que refleja una percepción creciente de incertidumbre estructural.
- El dólar ha perdido atractivo como activo de refugio, ante el deterioro fiscal, las tensiones geopolíticas y una menor credibilidad frente a otros activos de refugio.

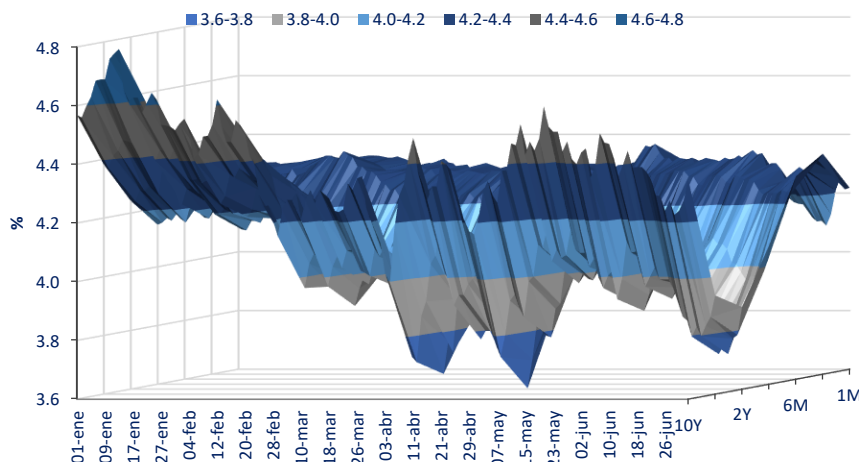
En las últimas semanas, la dinámica de los bonos del Tesoro de EUA ha atraído la atención de los inversores, en medio de las presiones sobre los tramos largos de la curva, en particular los **t-notes de 10 años**. Tras un periodo de fuerte inversión en la curva, ante las expectativas de recesión y una creciente deuda pública estadounidense, la curva ha regresado a la condición de mayores rendimientos en el largo plazo, lo que evidenció un cambio en las percepciones del mercado. Ahora, la atención se desplaza hacia los **riesgos fiscales y las políticas comerciales** del gobierno de Trump.

Desde su regreso a la Casa Blanca, el presidente Donald Trump ha impulsado una agenda orientada a **recortar impuestos para las empresas** y reactivar la **competitividad industrial estadounidense**. Sin embargo, estas decisiones han derivado en débiles expectativas de crecimiento económico y han puesto en duda la capacidad de recaudación fiscal, en un escenario donde el gasto público se ha mantenido en aumento. Como resultado, la deuda federal ha escalado de forma acelerada, generando incertidumbre en los mercados respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas y obligando al Tesoro a incrementar significativamente la emisión de bonos, especialmente en los plazos más largos.

Al mismo tiempo, la suspensión temporal de los aranceles recíprocos, tras el “*Liberation Day*”, ha introducido un nuevo factor de incertidumbre, a medida que se aproxima la fecha límite para reactivarlos. Aunque se han reducido algunas tarifas vigentes hacia China y otros socios estratégicos (por ejemplo, el reciente acuerdo comercial con Reino Unido), persiste un entorno de poca visibilidad sobre la temporalidad y magnitud de los aranceles, una vez que expire el actual acuerdo de suspensión el próximo 8 de julio. Lo anterior ha elevado la demanda de coberturas en los mercados de tasas y de divisas, a la par que condiciona las expectativas sobre crecimiento, inflación y política monetaria.

Así, en un entorno donde la política fiscal se percibe cada vez más desordenada y las definiciones comerciales permanecen a la espera de resoluciones oficiales, los bonos de largo plazo se han convertido en un termómetro clave del sentimiento de los inversores. El rendimiento de estos bonos es explicado por dos factores: la tasa de interés de la FED y el *term premium*. El **term premium (TP)** es la prima que esperan recibir los compradores de bonos por asumir un riesgo a mayor plazo, en lugar de invertir en activos de corto plazo, además de que permite identificar las expectativas de las tasas de interés de la FED, a cierto plazo, al restarlo del rendimiento del bono. Por ejemplo, si el TP para el bono de 1 año es de -0.05%, mientras que el rendimiento es de 3.95%, se espera que, a un año, la tasa de interés de la FED se ubique en 4.0%.

Curva de los bonos del Tesoro estadounidense en 2025 (bonos de 1 mes a 10 años)



Fuente: Elaboración propia con información de Refinitiv

Retomando los comentarios de Donald Trump, el objetivo de los aranceles es recaudar \$1T (trillón) de dólares para compensar una menor recaudación fiscal.

Según datos de Bloomberg, se estima que la tasa arancelaria efectiva para todos los socios comerciales de EUA es de 7.07%.

Tras tocar fondo en 2020, el term premium a 10 años revirtió su tendencia bajista ante el inicio de las presiones fiscales estructurales en EUA.

Durante los primeros cinco meses del año fiscal actual, la **posición fiscal de EUA** se ha deteriorado notablemente, ya que la deuda federal se situó al cierre de 2024 en \$35.46 miles de millones de dólares (MMDD) y alcanzó los \$36.22 MMDD a principios de junio de 2025. Esto implica un incremento de aproximadamente \$0.76 MMDD, con un ritmo anualizado de emisión superior al reciente promedio histórico.

Este crecimiento refleja directamente las políticas fiscales de Trump, que incluyen recortes tributarios a las empresas, combinados con una **recaudación insuficiente**. La relación de deuda pública como porcentaje del PIB también muestra una tendencia al alza, aunque más contenida, pasando al 31.67% en el 1T-25 desde el 31.58 % al cierre del 4T-24, mientras la economía muestra señales de desaceleración.

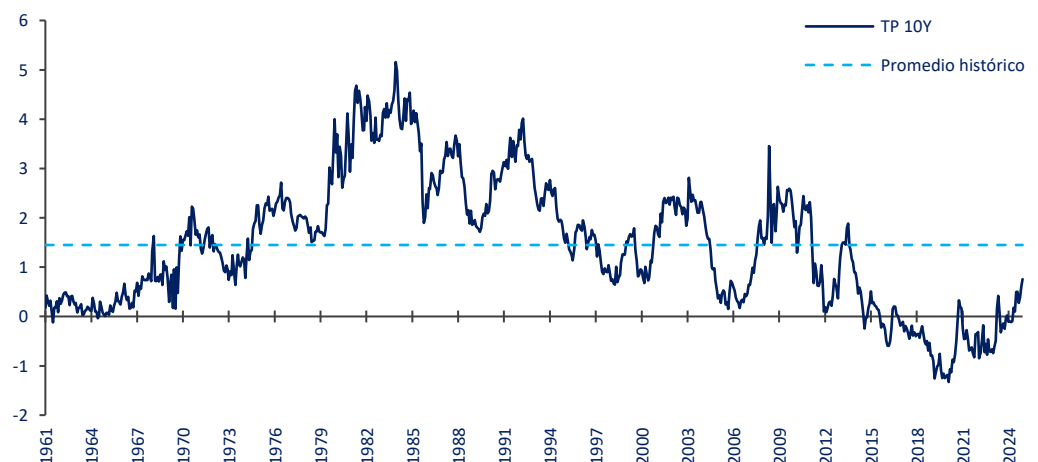
Adicionalmente, el **déficit acumulado** desde el inicio del año fiscal también resulta preocupante, ya que en diciembre de 2024 era de \$710.9 MMDD, pero al cierre de mayo alcanzó \$1,364.7 MMDD (un aumento de 91.96% en sólo cinco meses). Considerando la propuesta de Trump para sustituir la recaudación fiscal por los **ingresos por aranceles** (aproximadamente \$1,381 MMDD mensuales); esta medida aún no consigue transmitir confianza a los inversores, ni reflejar menores presiones sobre el déficit.

Desde el 22 de mayo, fecha cuando se aprobó la primera iniciativa del paquete fiscal en la Cámara de Representantes (denominado **"Big Beautiful Bill"** y que considera una combinación de recortes fiscales y mayor gasto en defensa y seguridad fronteriza), destaca el retroceso de -3.0% en el rendimiento del bono a 10 años hasta su aprobación final (4 de julio). Con la implementación de esta medida, se estima un aumento del déficit que ha generado entre los inversores una demanda anticipada de activos de refugio, ante los crecientes riesgos fiscales y la perspectiva de una futura expansión fiscal.

El desbalance fiscal ha aumentado la emisión constante de nueva deuda pactado a largo plazo. El impacto no se limita al volumen de la deuda, sino que también **agrava el term premium** en la curva a 10 años, al reflejar mayores expectativas de inflación futura, riesgo de políticas fiscales menos disciplinadas y una mayor necesidad de financiamiento constante. Al analizar el **TP** podemos interpretar la **parte de la tasa de los bonos que no se explica por las expectativas de política monetaria**, sino más bien por el riesgo que conlleva invertir a largo plazo (inflación, políticas fiscales, incertidumbre, etc).

Tras alcanzar un **mínimo histórico de -1.33%** en julio de 2020, a raíz de la pandemia de COVID-19, el **TP** de los bonos estadounidenses ha mostrado una trayectoria de normalización acelerada. Aunque aquel mínimo respondió a un entorno extraordinario de estímulos masivos, rendimientos en torno a cero por ciento y una demanda extrema por activos refugio, lo relevante es que desde ese punto se ha **desencadenado un cambio sostenido** en la percepción de riesgo a lo largo de la curva.

Term premium mensual del bono de 10 años desde 1961 (modelo ACM)



Fuente: Elaboración propia con información de la FED de Nueva York

Durante la primera gestión de Trump, la relación de deuda pública como porcentaje del PIB aumentó 77.4%, aunque previo a la pandemia de COVID-19, presentó un incremento de 15.5%.

Desde el cierre de 2024, el CDS estadounidense a 5 años ha aumentado 37.3%, pero destaca un repunte de 74.5% hasta su punto más alto, previo al acuerdo comercial entre China y EUA.

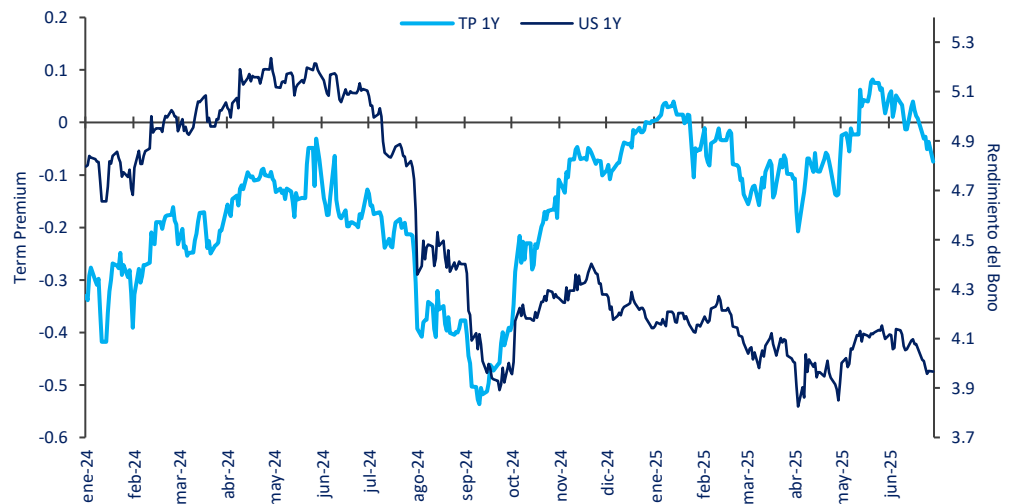
Con el escalamiento de las tensiones comerciales en Medio Oriente, los nodos con mayor demanda, en la curva de bonos de EUA, son los de 2 y 5 años.

El repunte del *term premium* mensual ha sido particularmente marcado en el último año, con una aceleración significativa desde **septiembre de 2024**. A partir de este punto, la trayectoria ha sido consistentemente alcista y actualmente se ubica en su nivel **más alto en poco más de once años (0.75%)**. Este repunte ha sido evidente en todos los nodos de la curva (de 1 a 10 años), lo que indica una reevaluación generalizada del riesgo soberano estadounidense, no sólo en los plazos más largos.

Desde la campaña electoral de Donald Trump en 2024, se ha reforzado una narrativa de **mayor gasto público, reducción de impuestos para las empresas y una creciente presión sobre el déficit**. A pesar de que estos factores ya estaban presentes anteriormente, su consolidación bajo la actual administración ha elevado las expectativas de que habrá un mayor número de emisiones de deuda y ha contribuido a la **pérdida parcial de la confianza de los inversores** en la sostenibilidad fiscal a mediano plazo. Considerando lo anterior, la curva del *TP* ha comenzado a reflejar una mayor perspectiva de riesgo para la economía estadounidense, ante una **creciente incertidumbre fiscal, comercial y geopolítica**.

La comparación entre el rendimiento nominal y el *term premium* para los plazos de 1 y 10 años permite **descomponer la tasa observada** en dos componentes fundamentales: la expectativa implícita de tasas de interés a futuro y la prima por riesgo que los inversionistas exigen por mantener instrumentos de mayor duración. En el caso del bono a 10 años, una prima creciente sugiere una mayor desconfianza sobre el panorama a largo plazo. Mientras que, al observar esta relación en el plazo de 1 año permite evaluar si los movimientos en los tramos cortos de la curva están siendo impulsados por **expectativas de política monetaria o si reflejan una prima de riesgo inusual**. Con ello, se busca explicar el nivel absoluto de las tasas y la calidad del riesgo que el mercado percibe en distintos horizontes.

Term premium vs rendimiento del bono: 1 año



Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg

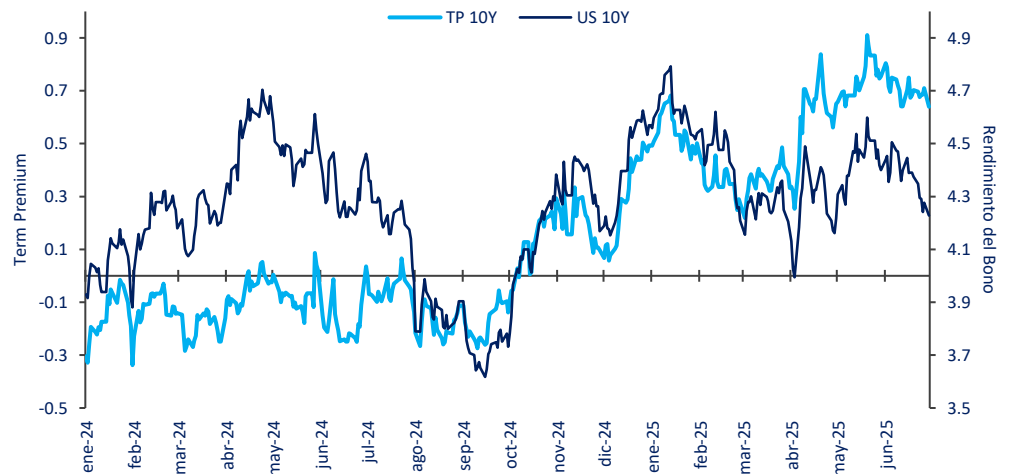
En lo que respecta al bono del Tesoro estadounidense a 1 año con su respectivo *term premium*, destaca que, durante el primer semestre de 2024, la prima se mantuvo en **terreno negativo, pero con una pendiente positiva**. Lo anterior reflejó una percepción de riesgo aún contenida, aunque en continuo proceso de normalización, mientras que el rendimiento del bono a 1 año presentó una tendencia alcista, lo que indica que las tasas estaban subiendo más por expectativas de política monetaria que por una compensación de riesgo.

Se espera que previo a la fecha límite de la suspensión temporal para los aranceles recíprocos (9 de julio), se materialicen posibles acuerdos comerciales de EUA con más países.

Tras el cierre de mayo de 2024, tanto el rendimiento del bono como el *TP* (ambos a 1 año) comenzaron a descender, lo que evidenció un punto de inflexión hasta septiembre, justo en el contexto de creciente incertidumbre política por el **avance de la campaña presidencial de Trump**. Desde ese mínimo, el *TP* mostró una aceleración notable, cruzando a terreno positivo por primera vez en meses, cuando alcanzó su punto más alto en torno al 14 de enero de 2025, coincidiendo con la **toma de posesión de Trump**. En ese momento, el diferencial entre el rendimiento del bono (4.79%) y su *term premium* (0.68%) alcanzó los 4.11 puntos, sugiriendo que prácticamente todo el rendimiento reflejaba las expectativas restrictivas de las tasas de interés de la FED, mientras que la prima de riesgo absorbía una ligera porción creciente de este.

Desde enero y hasta el “*Liberation Day*”, el *TP* retrocedió a terreno negativo, al tiempo que el rendimiento del bono mantuvo una tendencia bajista. Esta divergencia entre una menor prima de riesgo y una mayor demanda por cobertura a 1 año sugiere que, a pesar de las **expectativas de una reducción de los fondos federales**, el mercado aún no percibía menores condiciones de riesgo. Sin embargo, tras el anuncio de la suspensión arancelaria, la prima recuperó terreno rápidamente, con lo que regresó a valores positivos, mientras que el bono a 1 año continuó su retroceso (pasando a 4.05% desde 4.07% durante mediados de enero).

Term premium vs rendimiento del bono: 10 años



Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg

A pesar de las crecientes tensiones geopolíticas, la demanda por bonos del Tesoro estadounidense se ha acelerado más con los anuncios de políticas comerciales de Trump en días previos.

En la parte larga de la curva (10 años), los movimientos del *term premium* han sido aún más significativos. Tras la caída del rendimiento del bono a diez años (en septiembre de 2024), el *TP* repuntó con fuerza, cruzando a terreno positivo y se alineó de forma sostenida con el rendimiento. Tras este punto de inflexión, la trayectoria del bono a diez años ha sido prácticamente paralela con su prima de riesgo, ambas presentando una caída entre la toma de protesta de Trump y el “*Liberation Day*”, seguida de una recuperación parcial.

En contraste con la narrativa a un año, el *TP* a 10 años ha superado ya su máximo anterior (0.59%, el 14 de enero) y ha alcanzado actualmente 0.64%, lo que implica un **aumento en la percepción de riesgos estructurales a largo plazo**. En contraste, el rendimiento del bono se ha estabilizado en torno a 4.39%, por debajo del nivel del 15 de enero (4.65%). Lo anterior implica una diferencia de 3.75 puntos, lo que indica que, aunque la expectativa de tasas ha disminuido, el **componente de prima de riesgo se ha vuelto más dominante**, sugiriendo que el mercado exige una mayor compensación por duración, incluso sin que las tasas implícitas a futuro estén repuntando.

Considerando el reciente anuncio de un acuerdo comercial entre China y EUA, se anticipa un menor apetito por activos de refugio en el corto plazo, una vez que se publiquen las medidas que realizarán ambos países.

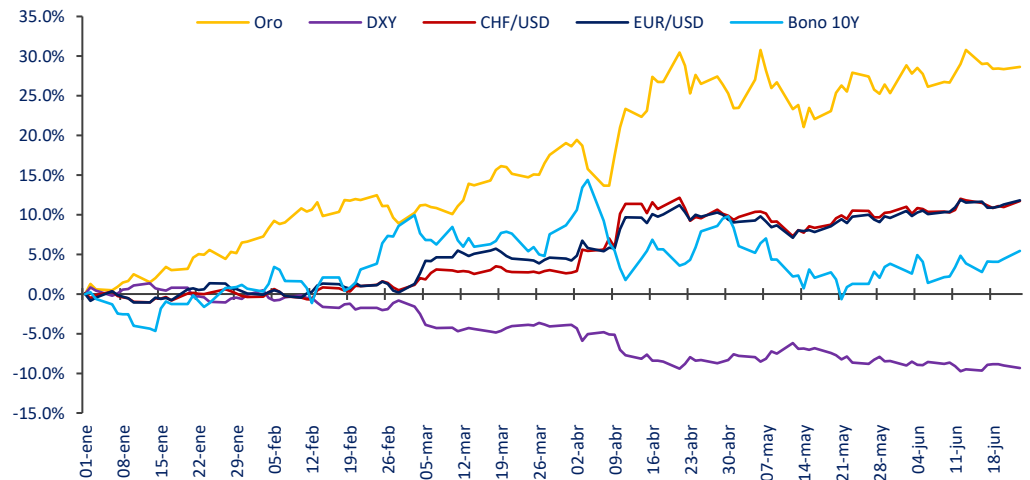
En 2025, el 78% de las divisas de economías emergentes han encontrado apoyo en el retroceso del dólar, destacando la apreciación del rublo ruso de 44.4%.

La pérdida en la credibilidad del dólar

En 2025, el comportamiento del dólar ha comenzado a reflejar un cambio estructural, después de haber cerrado 2024 con una apreciación del 7.1%. En lo que va del año, el índice DXY acumula una pérdida de -10.5%, ante el **deterioro en la percepción del dólar como activo de refugio**, considerando un entorno de constante incertidumbre fiscal y comercial. La narrativa de la nueva administración ha ocasionado periodos intermitentes de reversión en la curva de los rendimientos de los bonos estadounidenses, desde finales de febrero hasta principios de mayo, a la par del **repunte del term premium** mencionado anteriormente.

Adicionalmente, la reciente degradación de la calificación crediticia de EUA por parte de Moody's refuerza la percepción de que **el dólar ya no opera con la misma confianza como activo libre de riesgo**, aspecto que mantiene la atención de los inversores centrada en el progreso de las políticas de Trump. Bajo el contexto actual, monitorear el *TP* sirve para identificar la inquietud de los operadores, ya que, a mayor incertidumbre, **se anticipa una mayor exigencia de prima para mantener posiciones en activos denominados en dólares**.

Rendimiento de los activos de refugio en 2025



En lo que va de 2025, los metales preciosos con mayor crecimiento son el platino y el oro, con una apreciación de 42.9% y 26.7% respectivamente.

Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg

La **demanda por activos de refugio** en los mercados ha aumentado significativamente en lo que va de 2025, destacando el repunte del **oro**, el cual ha ganado cerca de 26.7%, seguido por el **euro (EUR/USD)** y el **franco suizo (CHF/USD)**, ambos con avances del 14.1%. Lo anterior refleja un mayor atractivo por monedas de economías desarrolladas, con una mejor disciplina fiscal y una menor exposición directa a las tensiones geopolíticas actuales.

Por otro lado, el bono del Tesoro estadounidense a 10 años muestra una caída en su rendimiento del -5.1%, lo que se puede interpretar como una **creciente demanda de instrumentos emitidos a un horizonte mayor**. Sin embargo, retomando los argumentos mencionados anteriormente, el bono conlleva una **elevada prima de riesgo**, lo que refleja que el mercado continúa buscando refugio a largo plazo, pero exige una mayor compensación por él. En contraste, el dólar (medido por el índice DXY) acumula una depreciación del superior al 10.5%, aspecto que reafirma la **pérdida de inercia del dólar como activo de refugio**.

Este comportamiento diferenciado entre los activos de refugio sugiere que, en un entorno de incertidumbre fiscal, tensiones geopolíticas y dudas sobre la estabilidad institucional estadounidense, **la hegemonía del dólar ha perdido fuerza**. Los flujos de inversionistas buscando protección ya no se dirigen exclusivamente hacia la moneda americana y a los *Treasuries*, sino que buscan resguardo en activos con una **calidad que se determina por fundamentos macroeconómicos** y por su relación frente al riesgo sistémico que representa EUA.

Recientemente, el Banco Nacional de Suiza recortó en 25pb su tasa de interés de referencia, ubicándola en 0.0% y situándola como la más baja del mundo.

Directorio

DIRECCIÓN DE ANALISIS ECONÓMICO CAMBIARIO Y BURSÁTIL

Janneth Quiroz Zamora	Directora de Análisis Económico, Cambiario y Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 0669	jquirozz@monex.com.mx
J. Roberto Solano Pérez	Gerente de Análisis Económico, Cambiario y Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 0760	jsolano@monex.com.mx
Brian Rodríguez Ontiveros	Analista Bursátil	T. 5230-0200 Ext. 4195	brodriguezo1@monex.com.mx
André Maurin Parra	Analista Económico	T. 5230-0200 Ext. 2307	amaurinp@monex.com.mx
Rosa M. Rubio Kantún	Analista Económico	T. 5230-0200 Ext. 4465	rmrubiok@monex.com.mx
Kevin Louis Castro	Analista Económico	T. 5230-0200 Ext. 0686	klouisc@monex.com.mx
César Adrián Salinas Garduño	Analista de Sistemas de Información	T. 5230-0200 Ext. 4790	casalinasg@monex.com.mx

Disclaimer

Nosotros, el Área de Análisis y Estrategia Bursátil, certificamos que las opiniones contenidas en este documento reflejan exclusivamente el punto de vista del analista responsable de su elaboración. Asimismo, certificamos que no hemos recibido, ni recibiremos, compensación alguna directa o indirecta a cambio de expresar una opinión específica de este reporte.

Es importante mencionar que los analistas no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis, así como que ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste, funge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

En los últimos doce meses, es posible que Monex Grupo Financiero, S.A. de C.V. y/o las Entidades Financieras que lo conforman (en lo sucesivo "Monex"), a través de sus áreas de negocio, haya recibido compensaciones por prestar algún servicio de representación común, financiamiento corporativo, banca de inversión, asesoría corporativa u otorgamiento de créditos bancarios, a emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente informe. Monex no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto del presente reporte, que representen el uno por ciento o más de su cartera de inversión, de los valores en circulación o del subyacente de los valores emitidos.

Este reporte está dirigido a la Dirección de Promoción de Banca Privada, Asesoría Patrimonial y Banca de Empresas de Monex. Las recomendaciones reflejan una expectativa de comportamiento de un valor contra su mercado de referencia y en un plazo determinado. Este comportamiento puede estar explicado por el valor fundamental de la compañía, pero también por otros factores. El cálculo del valor fundamental realizado se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas en los análisis financieros, y que pueden incluir, entre otras, análisis de múltiplos, flujos de efectivo descontados, análisis por partes o alguna otra que aplique al caso particular que se esté analizando. Sin perjuicio de lo que antecede, podrían tener más peso otros factores, entre los que se encuentran el flujo de noticias, momento de beneficios, fusiones y adquisiciones, el apetito del mercado por un determinado sector, entre otros; estos factores pueden llevar a una recomendación opuesta a la indicada solamente por el valor fundamental y su comparación directa con la cotización.

Nuestra política de recomendación contempla los siguientes escenarios: Compra.- Cuando el rendimiento esperado de la acción supere en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC; Mantener.- Cuando el rendimiento esperado de la acción se ubique entre el $\pm 5\%$ el rendimiento esperado del IPyC; Venta.- Cuando el rendimiento esperado de la acción sea inferior en más del 5% el rendimiento esperado del IPyC.

El presente documento fue elaborado por Monex con información pública obtenida de fuentes consideradas como fidedignas, sin embargo, no existe garantía, explícita o implícita, de su confiabilidad, por lo que Monex no ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. El inversionista que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo. El contenido de este mensaje no constituye una oferta, invitación o solicitud de Monex para comprar, vender o suscribir ninguna clase de valores o bien para la realización de operaciones específicas. Monex no asume, ni asumirá obligación alguna derivada del contenido del presente documento, por lo que ningún tercero podrá alegar un daño, perjuicio, pérdida o menoscabo en su patrimonio derivado de decisiones de inversión que hubiese basado en este documento. Las opiniones aquí expresadas sólo representan la opinión del analista y no representan la opinión de Monex ni de sus funcionarios. Los empleados de las áreas de promoción, operación, directivos o cualquier otro profesional de Monex, podrían proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Inclusive, Monex o cualquiera de sus promotores, operadores, afiliadas o personas relacionadas podrían realizar decisiones de inversión inconsistentes con las opiniones expresadas en el presente documento.