

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](#)



Cuando ayer el euro subía vertiginosamente contra el dólar, coincidían en el tiempo otras dinámicas igualmente interesantes.

El Dólar

Todo navegante que se precie tiene un iceberg en su destino. El mío, hoy, se llama dólar. Los lectores regulares, que a buen seguro conocerán mi/nuestra visión estructural para el cruce del euro-dólar, pensarán que debo perfeccionar mis conocimientos sobre economía tras ver la rotura del 1.16 en este cruce (y sin apariencia de tener freno). No se lo reprocho. Yo lo pienso a diario. Incluso en ocasiones considero que más que perfeccionar necesitaría un trasplante completo de córtex cerebral. Ya ven que en este trabajo mío de adivinar el futuro, éste se muestra esquivo en ocasiones, obligándote a cuestionarlo todo, incluso a uno mismo. Un ejercicio que, en días como hoy, empieza por reexaminar todo el andamiaje de argumentos que sostenían tus predicciones.

Cuando ayer el euro subía vertiginosamente contra el dólar, rompiendo el 1.16 de forma fulgurante, coincidían en el tiempo otras dinámicas igualmente interesantes. El *loonie* canadiense subía de 1.25 a 1.264, el yen japonés subía casi una figura, y hasta el peso mexicano subía contra el billete verde. Fácil conclusión. No hace falta ser un genio. No es el euro ni el ECB, quien llevó nuestro cruce a 1.16. Es el dólar el que cae contra todo. Por si algunos consideran aún que es el ECB quien realmente está detrás de la apreciación del euro, pregúntense lo siguiente. ¿Qué tiene que ver el BCE con que el *loonie* canadiense? O también, ¿Cómo es posible que el mercado de deuda europeo permaneciese inmutable? No fue, pues, el ECB.

A diferencia de los principales bancos, que han venido revisando (de forma acertada) sus objetivos para el euro-dólar hacia el rango de 1.15-1.20, en Andbank decidimos mantener (a la vista de los hechos, sin fortuna) nuestros niveles objetivos para este cruce, con un punto central en 1.05 dentro de lo que consideramos el rango razonable 1.00-1.10. ¿Por qué no nos subimos al tren del consenso? Buena pregunta (y que yo mismo me hago a todas horas). Al fin y al cabo, por todos es sabido que las circunstancias le llevan a uno a sucumbir ante la inmediatez de la realidad, buscando, por lo general, el refugio de nadar con la corriente. Esta claro que algo nos apartó de pertenecer a ese “elevado” mundo del consenso.

Veamos. Ese tren de un consenso bajista para el dólar inició su marcha después del fracaso de Trump en la primera votación para imponer su reforma sanitaria. Hasta ahí, todo normal (recuerdo que me alegré, pues tenía la sensación de que el *Trumpflation* era otra excentricidad de un mercado convulso). Por entonces mantenía una visión favorable al US Treasury, que por cierto ha venido haciendo rally desde entonces. Sin embargo, poco después, supe que los republicanos iban a volver a someter a votación la reforma sanitaria. Ojo Alex, cualquiera en su sano juicio que pretenda volver a someter a votación la misma reforma en tan poco espacio de tiempo, es que debe tener la cosa “bien amarrada”. Deben haber alcanzado un acuerdo dentro del partido republicano y

la reforma saldrá adelante. Un argumento poderoso me levaba a pensar en esos términos. Volver a votar la reforma sin haber cerrado un consenso y arriesgarse a perder de nuevo, sería de un cazarismo contumaz. Imposible. A partir de ahí, con la votación satisfactoria, y la reforma aprobada, el problema de “secuencia” de la agenda reformista de Trump mutará su condición, pasando de “problema” a “virtud”. ¿Por qué? La aprobación de la reforma sanitaria genera ahorros al gobierno, lo que a su vez permitirá avanzar en la reforma impositiva, y con el tiempo, en el plan de infraestructuras. Un vez cae la primera ficha... viene el resto. Todo bueno para el dólar.

“Gobierno fuerte divisa fuerte.
Gobierno débil, divisa débil”

Y llegó esa segunda votación que debía aprobar la reforma. El pistoletazo de salida en la agenda de reformas. ¿Resultado? Colapso. Síncope republicano. Evidencia de la incapacidad absoluta de Trump de legislar. Cazarismo contumaz manifiesto por su parte. ¿Y por la mía? Impropia ingenuidad. Ayer tuvimos comité de inversiones. Discutimos, con todo lujo de detalles, como queda la capacidad de Trump de avanzar en sus reformas para la mejora de la economía. Concluimos que la cuestión “secuencial” volvía a mutar, pasando de virtud a problema (de nuevo). ¿Y ahora? Sin la reforma sanitaria –hoy en punto muerto, por usar un eufemismo-, no vemos en el horizonte cercano ninguna reforma interesante ni favorable para el dólar. Miren. Dentro del mercado de divisas, en donde entran en juego muchos (demasiados) factores, hay una máxima que dice: “Gobierno fuerte divisa fuerte. Gobierno débil, divisa débil”. Pues ya estamos en condiciones de responder. Trump, y su palmaria debilidad, **seguirán pesando como una losa en el dólar**. ¿Hasta cuando? Hasta que esa trama caleidoscópica dentro del partido republicano, protagonizada por moderados y radicales, permita trabajar a este grupo de senadores como un partido. Empiezo a compartir aquella frase que P.J O’Rourke dijo en su día: “*Los Republicanos son ese partido que siempre dice que el gobierno no funciona. Después ganan las elecciones y lo demuestran*”. Excelente descripción de los hechos.

¿Y que hacemos con nuestro objetivo de 1,05? Ese es un objetivo fundamental ¿Cierto? Dado que en lo fundamental nada ha cambiado (ahora les hablaré de ello), pues no lo cambiamos. La inacción y el bloqueo en la política Norte Americana tan sólo retrasan lo que, para nosotros, es inevitable.

Trump, y su palmaria debilidad,
seguirán pesando como una
loosa en el dólar a corto plazo..

En nuestro escenario central (por amplio consenso dentro del comité de inversiones), proponemos un crecimiento mundial modesto para el periodo 2018-2020, pero suficiente para evitar una crisis global, con un ritmo en PIB USA que pueden oscilar alrededor del 2%-2.3%. El comportamiento para los diferentes activos en este escenario debiera ser el siguiente:

Renta Fija: En este entorno, el actual nivel de TIR en la deuda USA no sería de equilibrio estable y debiera ir un poco hacia arriba (debiera ir a buscar el ritmo de PIB nominal). Digamos que debiera moverse entre 2.7%-3.25%. Por eso

decimos empezar a comprar en 2.70%. El resto de deuda occidental también debiera ver repuntes en TIR.

Renta Variable: Los inversores probablemente vean con buenos ojos ese aumento en TIRs, lo que les lleve a mantener intacto su interés por los mercados de renta variable, con especial énfasis en estrategias “Growth”. Probablemente el rally de bancos esté ya cercano a su fin aunque puedan extender sus valoraciones. Evitar energía.

Mercados Emergentes: Los inversores probablemente continuarán buscando “Yield” (TIR) en este escenario moderado. Tanto en divisa local como “hard currency”. Mejor visión sobre los mercados emergentes mercantilistas (Asia).

Divisas: El “cap” que proponemos en TIR para el US Treasury del 3.25%, refuerza la posición de un diferencial de tipos muy favorable para los activos en USD. Si bien es cierto, ese “cap” probablemente ponga un límite a la apreciación del billete verde, pero al fin y al cabo, apreciación. Por esa razón alteramos nuestro punto central desde 1.00 a 1.05, que como nivel fundamental nos parece razonable. Otras razones que nos ayudan a mantener esos objetivos son: (1) En términos reales, el euro ya no está barato contra el dólar (ver gráfico inferior), (2) La reciente fortaleza del euro contribuirá a importar deflación, aumentando la “dureza” de unas condiciones monetarias reales que ya no serán tan acomodaticias, poniendo en riesgo las buenas dinámicas de datos. (3) Pérdida de *momentum* en beneficios en las bolsas europeas –revisiones vienen a la baja-. (4) La Fed está más próxima a sanear su balance y reducir la masa monetaria (escasez de dólares) que el BCE de empezar a reducir estímulos.

El “cap” que proponemos en TIR para el US Treasury refuerza la posición de un diferencial de tipos muy favorable para los activos en USD.



Sobre el cuando el dólar empezará a recuperar parte de la confianza global, nadie puede decirlo. Dependerá de cuanto dure la disfunción en el congreso de los EUA. Un aspecto que, por cierto, siempre puede ir a peor.

Como muy bien me dijo una fuente ayer por la noche (ya ven cómo empleo mi tiempo libre), hay pocas cosas ciertas en la vida. La muerte, los impuestos, y los banqueros centrales italianos depreciando su divisa. Cosas que a lo largo de la historia se han demostrado ciertas, e inevitables. Cada vez que la lira italiana se apreciaba (con una intensidad de 1 SD), el mercado y la economía italiana se derrumbaba. Dadas las graves deficiencias estructurales de la economía transalpina, es de esperar que el banquero central “mayor” busque evitar una mayor apreciación del “euro italiano”. No en vano, Draghi quiso sonar ayer lo más “dovish” (suave) posible, como siempre lo ha hecho cada vez que el euro ha amenazado con superar el nivel de 1,15. Su tono suave no funcionó. Recuerden. Fue el dólar el que cayó contra todo (¿Losa Trump? ¿Quién nos lo iba a decir en Diciembre?). Quizá tuvo que ver el anuncio ayer del Consejero Especial de los EUA Robert Mueller, según el cual está ampliando el ámbito de investigación sobre transacciones en las que se involucran a los negocios y las empresas del presidente Trump. Otro aspecto negativo a añadir a la disfunción política del gobierno Trump.

Este, y no otro, es el factor coyuntural que moverá al euro-dólar. Trump y su disfunción legislativa.

Cordiales saludos