

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



El euro, el *homo pardicum* y las ninfas de Boucher

“Amigos míos. Los amigos no existen”. Así, con esta introducción sacada de algún autor hoy olvidado, empiezo esta nota para tratar el ilustre tema del euro, su cotización y nuestra visión. Y lo hago a demanda, pues diversos son los compañeros que me han solicitado una explicación, no sin antes obsequiarme con un prístino muestrario de su pericia en el arte de la ironía (praxis, por supuesto, habitual en lapsos temporales en los que el mercado no acompaña). Mi particular experiencia vital me dicta un principio que no está escrito en ningún sitio pero que ha demostrado ser radicalmente infalible: Tras una magna comedia viene una infeliz tragedia. ¡Ah! También he aprendido que el arte de la predicción es muy difícil, sobre todo si trata sobre el futuro. Empecemos.

El Euro ha venido disfrutando de su particular periodo de gracia en los mercados, pasando, en tan sólo dos meses, de ser un concepto denostado como proyecto, a una especie de “Nuevo Damasco” para los inversores, hasta el punto que muchos han abrazado ya la culminación de su conversión en lo que se refiere a la nueva y floreciente Europa que nos aguarda. Y es que conceptos como el “nuevo eje Franco-Alemán”, o las grandilocuentes intenciones sobre la “nueva Europa reformulada desde sus cimientos”, bailan alegres en los paladares de las gentes como si los días felices en Europa hubieran vuelto para quedarse por siempre, en el sobre entendido que Francia, por fin, va a tornarse ordo-liberal para poner la casa en orden, y a cambio, Alemania va a tornarse Keynesiana, permitiendo más expansión fiscal. ¡Vaya! Al menos esto es lo que leo a diario en la prensa (especialmente la económica).

Bien. Esta especie de *gaudeamus coral* que nos envuelve hoy, ha proyectado tal resplandor en los inversores que, ebrios de tanta emoción, no han podido sino abalanzarse en justa especulación (todo ha sido mediante contratos de derivados) a la compra de la divisa azul, haciéndola avanzar desde los avernos de hace escasas semanas, con ese infame 1.03 fijado en enero, al probablemente precoz 1.13 de hace tan sólo dos días. ¡Claro! Como estamos en la era del simplismo fructífero, en donde el “*homo pardicum*” campa a sus anchas con su razonamiento “de esto se infiere aquello”, basta con un emotivo paseo nocturno por el Elíseo tras ganar unas elecciones y un resuelto abrazo fraternal enviado desde Berlín, para inferir que Europa ya no es en absoluto lo que era por nunca jamás, y se presenta ahora como una renacida e idílica ninfa de Boucher evocando a los gloriosos días que la aguardan. ¿Una magna comedia?

Oigan. No seré yo quien diga que esto no es posible. Ojalá veamos por fin la Europa de las reformas (que las necesita, y mucho), pero no me pidan que cambie un objetivo fundamental para la cotización de la divisa única basándome sólo en una bonita caminata y una declaración de intenciones de un líder novicio que ha triunfado con el apoyo de los que no le apoyan. Llegado el momento, y

El Euro ha venido disfrutando de su particular periodo de gracia en los mercados.

Necesitamos saber unas cuantas cosas antes de cambiar nuestra visión para el euro...

Exactamente, en el plano de las reformas, necesitamos saber el qué, el cómo, el cuándo y el quién.

si se entregan las promesas que hoy se nos hacen, seré yo el primero en admitir un cambio en mi visión estructural del euro. Pero convendrán conmigo en que necesito saber unas cuantas cosas antes de precipitarme. ¿Exactamente? Muy conciso. En el plano de las reformas necesito saber el qué, el cómo, el cuándo y el quién. ¡Ya pero, entonces llegaremos tarde! Bueno, digamos que con el qué y el cuando sería suficiente. Y no se preocupen. Lo bueno estaría por llegar.

¿Y entonces, el mercado se ha precipitado haciendo subir el Euro? Ya les he dicho lo que cualquier inversor necesita saber para formarse una idea de lo que será la Europa (y el euro) del futuro. ¿Cuánto sé yo sobre estas cuatro incógnitas? Absolutamente nada. Sin embargo, *Hedge Funds*, gestores de fondos y demás miembros de este pelaje parecen tener la respuesta a las cuatro preguntas (o quizá no, y han actuado de forma precoz). Yo puedo ser un virtuoso de la mezquindad, y aún en la suma infinita de mis defectos, si debo escoger entre engañarles o decirles lo que sé, optaré siempre por esto último. Y lo que sé es que nada ha cambiado en nuestra visión sobre Europa (que sigue siendo estructuralmente mala). Italia no ha salido de trampa de la deuda. Con un carga de su deuda del 4% y una ejecución del presupuesto primario del 1.4%, necesita un PIB del 2.4% para no incurrir en más deuda. Eso no ha pasado en 10 años (en 2016 lanzó un 1.8% nominal) y dudamos de que pase de forma repetitiva en el futuro sin reformas serias (que por cierto, no vemos a dos años vista). Por lo tanto, Italia sigue siendo un problema. Francia necesita reformas urgentes, pero no puede dejar de ser lo que es. No le pidan que deje caer a su gran aparato estatal, cuya existencia se basa en el sagrado principio de garantizar la igualdad desde las instituciones (“que están, precisamente, para eso”). ¿Seguirán los “adeptos” de Macrón a su Moisés en sus reformas? ¿Le seguirán hasta los confines de Egipto? ¿O tan solo hasta la primera capital de provincias? No creo que lleguen a Egipto. Dicho esto, le deseo la mayor de las suertes al amigo Emmanuel. Lo mismo para la Alemania ordo-liberal. No le pidan a los alemanes que renuncien a la libertad de ahorrar y abracen la filosofía del gasto o la perenne presencia estatal. ¡O España! En donde los eventos más recientes han dejado al actual gobierno en una minoría aún más escuálida, lo que me hace abandonar la esperanza de ver reformas importantes, aunque si bien es cierto, al menos tienen la suerte de estar surfeando la ola de los datos. Pero las olas se acaban. Lo que queda son los deberes hechos que han de actuar a modo de colchón para cuando vengan tiempos no tan felices. Por todo ello, en el Comité de Inversiones Andbank, de momento mantenemos un cierto escepticismo sobre la materialización de todo lo que hoy se promete. Mantenemos nuestra visión estructural, admitiendo que la bonanza actual en los datos puede extenderse por unos meses más, lo que por razón de pura física, y desde las alturas alcanzadas en la cotización del euro, pueden hacer que ese 1.00 no se alcance este año (podrán ver que hemos propuesto 1.05 en la Opinión Corporativa de Junio).

¿Cómo jugar con las promesas de nuestros líderes? ¿Debemos ser más activos en mercados? Eso se lo dejo a los *traders* y a los gestores más valientes. Mi

trabajo se limita a decirles si la dirección del camino es norte o sur, y no a contar las curvas. Dicho esto, sobre el ruido mediático y las declaraciones pomposas, soy de los que piensa que está bien tener amplitud de miras. Me gusta que se hable de “refundar” Europa. Hace que tus horizontes no sean limitados. Pero de ahí a pensar que será una realidad en un futuro visible, hay un largo recorrido.

Hoy vivimos una de esas situaciones difíciles en las que uno debe saber esperar, y aguantar. Ya sé que es difícil hacerlo en un momento tan favorable para el euro, y seguir marcando un objetivo estructural de 1.00 contra el dólar. ¡Sobresale como un bungalow tropical en un paisaje nevado! ¿Verdad? Pero estoy (estamos) sometidos a las leyes del realismo. Una de esas situaciones, cuando las cotizaciones son adversas a tus indicaciones, que te hacen sentir mal. Los clientes sufren, y ustedes también. Después viene el hecho ineluctable: en estos periodos las críticas caen como azotes en la espalda de un galeote (a mí, y por supuesto a ustedes). Y eso te hace dudar. Por las mañanas, después de afeitarme, y cepillar mis pobladas cejas anglóforas, me miro al espejo y el tipo que tengo delante parece decirme “tienes hoy un complejo de inferioridad y en tu caso está completamente justificado”. Repasas los datos, y ves que hay ciertas alteraciones en la superficie, pero los elementos de decisión permanecen inalterados. No pueden pedirme que conmute el rigor por la esperanza. Es incoherente. Como un sacerdote liberal en materia de sacramentos. Así pues, decidimos considerar los datos, por encima de las intenciones. Nuestra postura sigue intacta pues, en lo que se refiere al euro. Pero hay otros aspectos discutidos en el Comité de Inversiones y que nos hacen mantener una visión escéptica en relación al euro. Se los resumo:

El posicionamiento global en el euro a través del mercado de derivados ha marcado un máximo de tres años.

(1) El posicionamiento global en el euro a través del mercado de derivados ha marcado un máximo de tres años, para situarse en un valor neto largo equivalente a 9.1bn usd, con la particular sensación de que el mercado ha puesto “todo” (sobre las hipotéticas reformas) en el precio. Puede ir más allá pero será necesario ver nuevos records en posicionamiento. ¿Posible? Sí. Aunque siempre es más complejo moverte en posiciones record.

(2) La posibilidad de un juicio político a Trump ha pasado de “no posible” a “posible”, y esto ha pesado mucho en el dólar. Sin embargo, el firme control republicano de ambas cámaras del Congreso (55% y 52%) le da a Trump un punto de partida más fuerte en comparación con los escándalos pasados que afectan al Presidente. Normalizado este episodio de crisis política, el dólar podría recuperar parte del terreno perdido.

(3) Las expectativas de la capacidad de Trump para impulsar las principales reformas económicas que mejoren el crecimiento están casi extinguidas. Cualquier signo de que la Casa Blanca logre alinear su camino con el Congreso podría resultar en una renovada confianza en tal capacidad, y por ende, en el USD.