

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

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



El USD sorprende al consenso en este inicio del 2021. Análisis y visión.

No hay nada más peligroso en mercados que una apuesta segura (me decía ayer T. Holland). Se suponía que el dólar tenía que derrumbarse en 2021 (había un consenso granítico al respecto), pero en lo que llevamos de 2021, el DXY (Dollar Index) ha subido de 89,2 a 90,3, y en el caso del cruce €/\$, la mejora del billete verde ha sido aún más acusada (pasando de 1,23 a 1.21). Esto está provocando que muchos analistas se empiecen a replantear esos argumentos que les llevaron a proyectar una caída del US\$. Argumentos que iban desde una posible sobrevaloración del US\$, vacunaciones masivas y fin de la demanda del activo seguro, control demócrata en USA y descontrol de las cuentas públicas, Fed *ultradovish*, persistencia de los déficits gemelos en USA, etc.). Permítanme que transite sobre algunos de estos argumentos, y a ver que logramos concluir.

¿Sobrevaloración? Tras la caída del US\$ en el 4Q20, se podría haber eliminado la sobrevaloración del billete verde, y con ello muchos podrían ya eliminar de la ecuación el argumento de una valoración excesiva. El argumento de un valor relativo excesivo tenía mucha fuerza en marzo de 2020 (con el DXY en 102 y el €/€ en 1.06), pero ahora me inclino a pensar que la valoración relativa del US\$ supone hoy un factor neutral.

Vacunas y control pandémico. ¿Harán caer la demanda del US\$ como activo refugio? Soy constructivo sobre la evolución en el control de la pandemia, lo que eventualmente puede dar lugar a esa relajación potencial en la demanda del US\$ como activo refugio. Pero con unos EUA vacunando a un ritmo mucho mayor que el resto de países, podría darse un escenario favorable para el US\$, y sólo a medida que el resto de países alcancen los ritmos de vacunación observados en los EUA veríamos un desplazamiento en la demanda, desde el US\$ hacia otras divisas. Positivo para el US\$ a corto. Negativo a largo.

Control demócrata y estímulos mayores. ¿Perjudicarán al US\$? Efectivamente, ya hemos visto como Biden ha propuesto un nuevo estímulo de unos US\$2 trn (con cheques directos a cada contribuyente materializando el “helicopter money”). Algunos piensan (erróneamente) que los estímulos deberían ayudar al US\$, pues al fin y al cabo alimentarán el crecimiento y con ello la demanda de activos en US\$. Sin embargo, olvidan que esos estímulos fluirán mayoritariamente hacia consumidores (no productores), que a su vez servirán para financiar la compra de productos producidos en el exterior (según se desprende de la balanza de pagos de este país). Es decir. Los estímulos de Biden pueden acabar en los balances de empresas chinas o europeas, y eso supone un factor desfavorable para el US\$. En paralelo, cualquier inversor que piense a largo plazo sabrá que el control demócrata, tarde o temprano, significará más regulación y más impuestos; algo que

Tras la caída del US\$ en el 4Q20, se podría haber eliminado la sobrevaloración del billete verde

probablemente acabe impactando negativamente en el US\$. Por lo tanto, el argumento del control demócrata sigue siendo, en nuestra opinión, desfavorable para el US\$ a largo plazo. Pero hay en la victoria demócrata un poderoso efecto compensatorio que podría ayudar al US\$ a corto plazo. Así como Trump significaba inestabilidad y falta de previsibilidad, la victoria de Biden supone la vuelta a las formas y procedimientos habituales, y con ello la recuperación de la estabilidad. La llamada “prima de riesgo político”, tan acusada con Trump, desaparece con Biden. Y si además los centristas del partido demócrata (esos superdelegados que ya barraron dos veces el paso a Sanders hacia el liderazgo demócrata) siguen ejerciendo su poder de veto efectivo respecto ideas económicas radicalizadas, entonces el US\$ puede encontrar un inesperado apoyo.

La llamada “prima de riesgo político”, tan acusada con Trump, desaparece con Biden.

Stance ultradovish de la Fed. ¿Seguirá presionando al US\$? El aumento en la expectativa de precios es claramente mayor en los EUA que en el resto de economías desarrolladas, y eso podría llevarnos a pensar que la Fed debería abandonar su posicionamiento *ultra-dovish*, y con ello, favorecer al US\$. Prueba de ello es el repunte de +60 pb en la TIR del UST10Y (movimiento que sugiere que la Fed habría dejado de actuar en el tramo largo de la curva, permitiendo tal movimiento).

la Fed no permitirá que la TIR de los bonos suba de forma substancial, dificultando ese potencial apoyo al US\$ por diferencial de TIRs.

Muchos pensamos que si la Fed abandona el activismo monetario (y sigue mostrándose más pasiva, permitiendo la normalización de las tasas) entonces el US\$ se verá soportado. Sin embargo, creo que la Fed no permitirá que la TIR de los bonos suba de forma substancial, dificultando ese potencial apoyo al US\$ por diferencial de TIRs. ¿Por qué? Por la gravedad que suponen los US\$8trn en bonos del Tesoro que deben renovarse en 2021, y los US\$ 2trn de bonos nuevos a emitir (para financiar el presupuesto). Estoy convencido que a los señores de la Fed, igual que a mí, les sobreviene un inquietante escalofrío solo de pensar en tener que emitir US\$10trn en 2021 a tasas substancialmente mayores. La Fed puede mostrarse pasiva (dejar que las TIRs suban) o activa (controlar la subida de las TIRs), y a tenor de lo observado en Diciembre, cuando la Fed expandió su balance en mas de US\$140bn (mayor ritmo mensual en mucho tiempo), me inclino por pensar que la Fed se va a mostrar activa, controlando el movimiento en las TIRs para que estas no se desboquen. Por lo tanto, el factor Fed, seguirá siendo desfavorable al US\$, no contra el Euro, si no contra las divisas de aquellos países cuyos bancos centrales no han incurrido en el activismo monetario. Específicamente, las divisas asiáticas; en las que vengo acumulando una visión, cada vez, más constructiva.

Taper Tantrum. ¿Hará que el US\$ recupere la credibilidad? Por mucho tiempo he pensado (equivocadamente) que la normalización monetaria, expresada en forma de fin del QE (ó Taper Tantrum) debería ayudar al USD. En 2013, El “Taper” ayudó a impulsar al US\$, pero la alegría duró poco y la moneda retrocedió de nuevo, justo en el momento en que la Fed dejó claro que mantendría los tipos a corto plazo en el 0% mientras reducía su balance. Curiosamente, el US\$ (medido por el DXY) solo empezó a subir de forma consistente en 2014, cuando la Fed señaló un ciclo de subidas en los Fed Fund Rates (y que efectivamente tuvo lugar en 2015). Es decir,

lo que le importa al mercado es lo que pase con los tipos oficiales de corto plazo. Deben saber entonces que el compromiso de la Fed por mantener los tipos anclados parece hoy más firme que en 2013. Así pues, por este lado, el US\$ no encontrará apoyo, y cualquier subida del billete verde puede ser temporal.

En resumen. El US\$ no está sobrevalorado, y las vacunaciones en USA, así como la nueva estabilidad política, podrían impulsar al US\$ a corto plazo. Pero como la historia es clara en lo de que imprimir dinero para financiar deuda nunca lleva a una moneda fuerte, pienso que a largo plazo, tanto el US\$ como el Euro experimentarán un declino estructural contra aquellas monedas mejor gestionadas y cuyos bancos centrales no han incurrido en este activismo monetario salvaje. No se extrañen si en el transcurso de este año empezamos a recomendar algunas obligaciones de mercados asiáticos denominados en moneda local.

En cuanto al €/\$. También aplica aquí la idea de que el US\$ pueda recuperar a corto algo del terreno perdido. No estoy preocupado por el potencial desplome del US\$ que el consenso auguraba para este 2021. Quizás, para el 2021, una buena idea sería actuar en el rango 1,17-1,23. Cubrir el US\$ cerca del primer nivel, descubrirlo cerca del segundo nivel. Más a largo plazo, ya se verá que ocurre con este experimento europeo, o cual podría ser la reacción de los miembros del euro si países como España tienen que volver ser rescatados (por tercera vez).

Cordiales saludos.