

Flash Note: EUR/USD. Posibles sorpresas en este cruce

Sé que empiezan a ganar tracción las proyecciones que apuntan a un Banco Central Europeo subiendo tipos en dos o tres ocasiones este año, mientras que la Reserva Federal de Estados Unidos (que parte de niveles más elevados) optaría por una pausa. A priori, eso parecería favorable para el EUR y muchos se inclinarán a pensar en un tipo de cambio que podría moverse por encima del 1.18 (quizás hasta el 1.20).

¿Y si el desenlace fuera, con toda naturalidad, el inverso?

Puestos a apostar (en medio de este clima pesimista), lo haría por que las cosas no van a cambiar mucho. Esto es: el estrecho de Hormuz permanece cerrado, Teherán esperará hasta que el dolor económico se deje sentir en EE.UU, para así pueda obtener más concesiones de Washington en las negociaciones. Una estrategia recurrente en el historial diplomático de Irán. Este país no ha ganado ninguna guerra en los últimos 100 años (invasión anglo-soviética, guerra de Irak, guerra en Yemen contra Arabia Saudí, tensiones recurrentes con Israel, apoyo a Assad en la guerra civil en Siria, etc.), pero sí ha ganado todas las negociaciones subsiguientes, demostrando una capacidad notable en construir posiciones fuertes. ¿Como?: Sigue fielmente un *playbook*: Escala el coste antes de negociar, evita enfrentamiento directo (usa *proxies*), fragmenta al adversario (p.e divide posiciones dentro de EE.UU) y gana tiempo deliberadamente.

Pues eso es lo que espero exactamente. De tener (yo) razón en mi apuesta, esto significaría que el precio de la energía (crudo) no se relaja, incluso podría seguir tensionándose). Ante esto, el presidente Trump probablemente no cederá sin luchar antes, por lo que introduciría medidas para compensar a los americanos por su pérdida en poder de compra. Creo que es legítimo pensar en esta posibilidad, al fin y al cabo, sería incidir en la cuestión de campaña: "*affordability*", en la que tanto empeño ha puesto Trump desde el inicio. Estas medidas pueden ir desde recortes de impuestos a las familias y empresas, hasta subsidios directos.

¿Dónde nos deja esto?

En Europa, con más inflación y menos crecimiento. Ante esto, pienso que el mercado puede estar sobre reaccionando al pensar en un ECB subiendo tres veces (dada la debilidad económica).

En USA, con más déficit (que siempre ayuda en algo al crecimiento), inflación al alza, pero de forma más limitada por energía domestica abundante, y con un crecimiento más resistente, por el update que las MAGNIFICENT 7 nos acaban de hacer en el CAPEX de IA (mejorando de forma agregada en \$150bn la estimación de CAPEX inicial para 2026-2027). En definitiva, un crecimiento netamente superior al de Europa.

En términos prácticos, esto significa que quien puede subir tipos de interés tres veces este año es más bien la Fed, y no el ECB.

Cuanto más se prolongue este escenario, más se acentuarán estas divergencias y mayor será la probabilidad de ver al EUR/USD converger hacia el rango de 1,05-1,10, en contra de la opinión de consenso.

Conviene reconocer que, en un entorno tan condicionado, el margen de error es necesariamente elevado. Dicho esto, incluso bajo esa cautela, la hipótesis planteada sigue siendo una posibilidad razonable que el mercado podría estar infravalorando.

Cordiales saludos