

**Alex Fusté**  
Chief Global Economist  
Andbank  
[alex.fuste@andbank.com](mailto:alex.fuste@andbank.com)  
[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)

## Un euro a 1.20 saldrá caro

Esta mañana tuve una epifanía. ¡Nada sale gratis! ¿Es posible un euro a 1.20 este año? Miren. Todo es posible. Pero un euro a 1.20 saldrá muy caro a todos los emisores de deuda en Europa (a tenor de la reacción en el mercado de deuda ayer), lo que presumiblemente pondrá en peligro la incipiente recuperación económica, y quien sabe si algo más. Ya me entienden.

De la manera más objetiva posible (para no levantar atisbo de dudas). La sugerencia de Draghi ayer de ir abandonando los estímulos y los apoyos a los gobiernos se tradujo en un salto del euro desde 1.118 a 1.1358. Es decir, ¡¡1.78 figuras!! Reconozco que lo de ayer consiguió catapultar mis cejas hasta lo más alto del frontispicio. Sin embargo el movimiento en el euro no fue gratis, pues las TIRs de todos los bonos de gobiernos europeos se dispararon entre 10 y 14 pb (promedio 12pb) en todos los tramos.

Les planteo un ejercicio. Si el euro se tiene que ir a 1.20 (según afirman algunos) como consecuencia de un BCE que anuncia que retira sus estímulos, eso serían 8.2 figuras de aumento en el cruce EUR/USD desde los niveles previos al anuncio de ayer (1.1158). Como es lógico, podríamos pensar que si el aumento de 1.78 figuras en el euro ha provocado un encarecimiento de toda la deuda en Europa de 12 pb, entonces un aumento del euro en 8.2 figuras debiera provocar un encarecimiento de la financiación en Europa equivalentes a 58 puntos básicos. Así, por ejemplo, si Italia tenía un coste promedio de la deuda hasta ahora del 3%; con un euro a 1.20 es previsible que ese coste se dispare al 3.58%. Dado que el nivel de deuda es del 133.5%, la carga de la deuda resultante sería del 4.77%. ¿Saben cual era la carga de la deuda antes de las palabras de Draghi? 4%. ¿Saldría gratis? Con una carga de la deuda que pasa del 4% al 4.77% del PIB, creo que es legítimo responder con un contundente y verosímil NO. Vista la lógica reacción del mercado de ayer Draghi parece tener las manos “un poco” atadas.

Un aumento del euro en 8.2 figuras (hasta 1.20) debiera provocar un encarecimiento de la financiación en Europa equivalentes a 58 puntos básicos.

Sea como fuere, debo admitir que la reacción del mercado nos aleja de nuestro objetivo fundamental de 1.05 para el EUR/USD, sin embargo, nos acerca a nuestros objetivos para las TIRs de los periféricos y de los bonos *core* europeos. Cal y arena (aunque por carácter, para mí tiene más regusto a cal).

Quizá se trate de otro capricho temporal (como en 2016, donde tuvimos que esperar a diciembre para ver nuestro 1.05). Tiene pinta de que primero alcanzaríamos nuestros targets en el mercado de deuda europeo (con TIRs netamente más altas a las actuales), para después presenciar la caída del EUR como consecuencia del deterioro de las condiciones de financiación a nivel europeo y el consecuente impacto en la actividad. Desde tiempo inmemorial (es decir, el período que comprende todo aquello antes de mi nacimiento), esto ha funcionado así.

El efecto Macrón ha resucitado hasta los más escépticos.

¿Debemos cambiar pues nuestro objetivo fundamental para el EUR/USD? Con toda honestidad, no lo creo. Ya sé que el efecto Macrón ha resucitado hasta los más ascéticos europeos defensores del orden y que habían depuesto esperanza alguna en la reconducción de la cosa pública. Hay analistas que han restituido su optimismo para Europa a una velocidad anticlimática, pues hace tan sólo unas semanas eran más escépticos que un matemático en una merienda de obispos. Les recordaría que, más allá de los evidentes encantos físicos del presidente francés, no hay entre las propuestas reformistas de Macrón nada que indique una auténtica revisión del rol del estado o una reducción del gasto público (hoy con presupuestos del ¡56.7% del PIB!, y a una distancia sideral del promedio histórico en USA, del 31%). No son palabras mías. Son del señor Cavalier (Oddo) de hoy (a todas luces, mas conocedor de la realidad en Francia que un servidor). Creo que decir, como algunos dicen, que basta con que Francia sanee sus finanzas públicas es, cuanto menos, ser magnánimamente tolerante por cuanto estaríamos atenuando deliberadamente la verdad. Francia necesita mucho más y, simplemente, tenemos serias dudas de que pueda hacerlo.

Esto me recuerda un poco a lo que sucedió a finales del 2016 tras la victoria de Trump y el desbocado ímpetu inversor posterior.

Esto me recuerda un poco a lo que sucedió a finales del 2016 tras la victoria de Trump y el desbocado ímpetu inversor posterior. ¿Cuál fue el problema? Los inversores se fijaban en lo que Trump podría llegar a hacer y empezaron a poner en precio todas las posibilidades (recuerdo el colapso del Treasury o la subida del dólar –demasiado vertical-). Nuestra aproximación fue diferente, fijándonos en lo que Trump no podía hacer. Eso nos llevó a una visión mucho más cauta del escenario a medio plazo. ¿El desenlace resultante? Pues ya lo ven, solo hay que mirar al Treasury y el retroceso del dólar. Hoy, con Europa, me temo, que podría estar pasando lo mismo. El focus general está en todo lo que potencialmente Macrón puede hacer, y de nuevo, yo me centro en lo que Emmanuel no puede hacer; que es demasiado (en mi humilde opinión). Si ambos episodios guardan similitud, como así lo creo, debiéramos ver el movimiento de vuelta. ¿Cuándo? No lo sé. ¡Ah! Eso sin tener en cuenta al resto de países Europeos; faltos en igual grado de reformas, que hoy, por cierto, aún no vemos en el horizonte.

Dicho esto, no puedo (siendo honesto) cambiar nuestro objetivo fundamental. No, al menos, hasta ver materializadas reformas importantes en las agendas de toda Europa (y no me refiero a abaratar el coste del despido, eso lo sabe hacer cualquiera). Cuando vea esos avances, seré el primero en cambiar mi visión para Europa, y por ende, el euro. Cambiar la visión antes sería precipitado, como así creo que está actuando hoy el mercado (igual que lo hizo con Trump). Estaría cometiendo el error de los demás. Algo que no puedo aceptar, pues de joven fui enseñado en el principio de que uno debe cometer sus propios errores. Nunca los de los demás.