

L'USD sorprèn el consens en aquest inici del 2021. Anàlisi i visió.

No hi ha res més perillós en mercats que una aposta segura. Se suposava que el dòlar s'havia d'esfondrar el 2021 (el consens apuntava en aquesta direcció), però en el que portem de 2021, el DXY (Dollar Index) ha pujat de 89,2 a 90,6, i en el cas de l'encreuament €/\$, la millora del bitllet verd ha estat encara més acusada (passant de 1,23 a 1,21). Això està provocant que molts analistes es comencin a replantejar els arguments que els van portar a projectar una caiguda de l'USD. Arguments que anaven des d'una possible situació de sobrevaloració de l'USD, a vacunacions massives que posarien fre a la demanda del USD com a actiu refugi, o el control efectiu dels demòcrates als EUA, que previsiblement comportaria un descontrol dels comptes públics. Un altre argument era que la Fed romandria *ultradovish*, o la persistència dels dèficits bessons als EUA. Permetin-me que reflexioni sobre alguns d'aquests arguments, i a veure que aconseguim concloure.

Sobrevaloració? Després de la caiguda de l'USD en el darrer trimestre del 2020, es podria haver eliminat la sobrevaloració del bitllet verd, i amb això molts podrien ja eliminar de l'equació l'argument d'una valoració excessiva. L'argument d'un valor relatiu excessiu tenia molta força al març del 2020 (amb el DXY en 102 i el €/ \$ en 1,06), però ara m'inclino a pensar que la valoració relativa de l'USD suposa avui un factor neutral.

Vacunes i control pandèmic.

Les vacunacions massives faran caure la demanda de l'USD com a actiu refugi? Sóc constructiu sobre l'evolució en el control de la pandèmia, la qual cosa hauria de donar lloc a una relaxació en la demanda de l'USD com a actiu refugi. Però amb els EUA vacunant a un ritme molt més alt que la resta de països es podria donar un escenari favorable per a l'USD (el dilluns 11 es vacunaven als EUA 292.000 persones, i el dilluns 18 es vacunaven 708.000), i només a mesura que la resta de països aconseguixin els ritmes de vacunació observats als EUA veuríem un desplaçament en la demanda, des de l'USD cap a altres divises. Positiu per a l'USD a curt. Negatiu a llarg.

Control demòcrata i estímuls majors.

Perjudicaran les polítiques de laxitud fiscal l'USD? Efectivament, ja hem vist com Biden ha proposat un nou estímul d'uns US\$2 bilions (amb xecs directes a cada contribuent materialitzant el "*helicopter money*"). Alguns pensen (erròniament) que els estímuls haurien d'ajudar a l'USD, perquè al cap i a la fi alimentaran el creixement i amb això la demanda d'actius en USD. Obliden que aquests estímuls fluïran majoritàriament cap a consumidors (no productors), que al seu torn serviran per a finançar la compra de productes produïts a l'exterior (segons es desprèn de la balança de pagaments d'aquest país). És a dir. Els estímuls de Biden poden acabar en els balanços d'empreses xineses o europees, i això suposa un factor desfavorable per a l'USD. En paral·lel, qualsevol inversor que pensi a llarg termini sabrà que el control demòcrata, tard o d'hora, significarà més regulació i més impostos; quelcom que probablement acabarà impactant negativament en l'USD. Per tant, l'argument del control demòcrata continua sent, en la meua (humil) opinió, desfavorable per a l'USD a llarg termini.

Però hi ha en la victòria demòcrata un poderós efecte compensatori que podria ajudar a l'US\$ a curt termini. Així com Trump significava inestabilitat i la falta de predicibilitat,

la victòria de Biden suposa la volta a les formes i procediments habituals, i amb això la recuperació de l'estabilitat. L'anomenada "prima de risc polític", tan acusada amb Trump, desapareix amb Biden.

I si a més els centristes del partit demòcrata (aquests superdelegats que ja van barrar dues vegades el pas a Sanders cap al lideratge demòcrata) continuen exercint el seu poder de veto efectiu respecte idees econòmiques radicalitzades, llavors l'US\$ pot trobar un inesperat suport.

Posicionament ultradovish (intervencionista) de la Fed. Continuarà pressionant a l'USD?

L'augment en l'expectativa de preus és clarament major als EUA que en la resta d'economies desenvolupades (la inflació nucli als EUA es del 1,62% mentre que a Europa és del 0,2%) , i això podria fer que la Fed hagués d'abandonar el seu posicionament *ultradovish* més aviat que el BCE, i amb això, afavorir a l'USD. Prova d'això és el repunt de +60 pb en la TIR de bo del Tresor UST10Y (moviment que suggereix que la Fed hauria deixat d'actuar en el tram llarg de la corba, permetent aquest moviment). Molts pensem que si la Fed abandona l'activisme monetari (i es continua mostrant més passiva, permetent la normalització de les taxes) llavors l'USD es veurà suportat. No obstant això, crec que la Fed no permetrà que la TIR dels bons pugi de manera substancial, dificultant aquest potencial suport a l'USD per diferencial de TIRs. Per què? Per la gravetat que suposen els 8 bilions de USD en bons del Tresor que han de renovar-se el 2021, i els 2 bilions de USD de noves emissions en bons nous (per a finançar el pressupost). Estic convençut que als senyors de la Fed, igual que a mi, els sobrevé una inquietant esgarripança només de pensar a haver d'emetre 10 bilions d'USD al 2021 a taxes substancialment majors.

La Fed es pot mostrar passiva (deixar que les TIRs pugin) o activa (controlar la pujada de les TIRs), i a tenor de l'observat al desembre, quan la Fed va expandir el seu balanç en mes d'USD 170bn (major ritme mensual en molt de temps), m'inclino per pensar que la Fed es mostrarà activa, controlant el moviment en les TIRs perquè aquestes no es desboquin. Per tant, el factor Fed, continuarà sent desfavorable a l'USD, no contra l'Euro, si no contra les divises d'aquells països els bancs centrals dels quals no han incorregut en l'activisme monetari. Específicament, les divises asiàtiques; en les quals vinc acumulant una visió, cada vegada, més constructiva. Entre aquestes divises, prefereixo aquelles on el Banc Central deixa fluctuar la moneda (de manera que la bonança econòmica i l'alça dels actius financers d'aquell país sol venir acompanyat per una alça en la moneda també). Això es pot mirar per la correlació entre reserves guanyades (entrada de capital per exportació) i actuacions del banc central. Preferides: Índia, Taiwan, Filipines, Corea i Singapur. Pijors: Tailàndia i Malaysia.

"Taper Tantrum" de la Fed (ó normalització monetària en forma de pujades de tipus o abandó de la practica de fabricar bitllets per finançar el tresor). Farà que l'USD recuperi la credibilitat? Per molt de temps he pensat (equivocadament) que la normalització monetària, expressada en forma de fi del QE (o Taper Tantrum) hauria d'ajudar al USD. El 2013, El "Taper" va ajudar a impulsar l'USD, però l'alegria va durar poc i la moneda va retrocedir de nou, just en el moment en què la Fed va deixar clar que mantindria els tipus a curt termini en el 0% mentre reduïa el seu balanç. Curiosament, l'USD (mesurat pel DXY) només va començar a pujar de manera consistent el 2014, quan la Fed va senyalitzar un cicle de pujades en els *Fed Fund Rates* (i que efectivament va tenir lloc el 2015). És a dir, el que li importa al mercat és el que passi amb els tipus oficials de curt termini. No tant, en canvi, si imprimeix molts bitllets.

Han de saber, aleshores, que el compromís de la Fed per mantenir els tipus ancorats al 0% sembla avui més ferm que al 2013. Així doncs, per aquest costat, l'USD no trobarà suport, i qualsevol pujada del bitllet verd pot ser temporal.

En resum. L'USD no està sobrevalorat, i les vacunacions als USA, així com la nova estabilitat política, podrien impulsar l'USD a curt termini. Però com la història és clara en quant a la idea que imprimir diners per a finançar deute mai porta a una moneda forta, penso que a llarg termini, tant l'USD com l'Euro experimentaran una baixada estructural contra aquelles monedes millor gestionades, a on els bancs centrals respectius no han incorregut en aquest activisme monetari salvatge. No s'estranyin doncs, si en el transcurs de l'any 2021 començo recomanar obligacions de mercats asiàtics denominats en moneda local.

Quant al €/\$, també aplica aquí la idea que l'USD pugui recuperar a curt termini part del terreny perdut. Així doncs, i a diferència dels meus col·legues, no estic preocupat pel potencial enfonsament del USD que el consens augurava per a aquest 2021. Potser, per aquest any, i per aquelles empreses que venen el seu producte també en USD, una bona idea seria actuar en el rang 1,16-1,23. Cobrir el USD prop del primer nivell i descobrir-lo prop del segon nivell. Més a llarg termini, ja es veurà que passa amb aquest "experiment" europeu i com podria ser la reacció dels membres de l'euro si països com Espanya o Itàlia han de tornar a ser rescatats (per tercera vegada).