

La USD sorprende el consenso en este inicio del 2021. Análisis i visión.

No hay nada más peligroso en mercados que una apuesta segura (me decía ayer T. Holland). Se suponía que el dólar se tenía que derrumbar el 2021 (había un consenso granfítico sobre este tema), 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 estado todavía más acusada (pasando de 1,23 a 1,21). Esto está provocando que muchos analistas se empiecen a replantear estos argumentos que los llevaron a proyectar una caída de la USD. Argumentos que iban desde una posible sobrevaloración de la USD, vacunaciones masivas y fin de la demanda del activo seguro, control demócrata en los EE. UU. y descontrol de las cuentas públicas, Fed *ultradovish*, persistencia de los déficits gemelos en los EE. UU., etc.). Permítanme que transite sobre algunos de estos argumentos, y a ver que conseguimos concluir.

¿Sobrevaloración? Después de la caída de la USD en el 4Q20, se podría haber eliminado la sobrevaloración del billete verde, y con esto 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 del 2020 (con el DXY en 102 y el €/€ en 1,06), pero ahora me inclino a pensar que la valoración relativa de la USD supone hoy un factor neutral.

Vacunas y control pandémico.

¿Harán caer la demanda de la USD como activo refugio? Soy constructivo sobre la evolución en el control de la pandemia, lo cual eventualmente puede dar lugar a esta relajación potencial en la demanda de la USD como activo refugio. Pero con unos EE.UU. vacunando a un ritmo mucho más alto que el resto de países, se podría dar un escenario favorable para USD, y solo a medida que el resto de países consigan los ritmos de vacunación observados en los EE. UU. veríamos un desplazamiento en la demanda, desde la USD hacia otras divisas. Positivo para el USD a corto. Negativo a largo.

Control demócrata y estímulos mayores.

¿Perjudicarán el USD? Efectivamente, ya hemos visto como Biden ha propuesto un nuevo estímulo de unos OS\$2 trn (con cheques directos a cada contribuyente materializando lo "*helicopter money*").

Algunos piensan (erróneamente) que los estímulos tendrían que ayudar a la USD, porque al fin y al cabo alimentarán el crecimiento y con esto la demanda de activos en USD. Sin embargo, olvidan que estos 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 esto supone un factor desfavorable para USD. 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 probablemente acaba impactando negativamente en la USD. Por lo tanto, el argumento del control demócrata continúa siendo, en nuestra opinión, desfavorable para la USD a largo plazo. Pero hay en la victoria demócrata un poderoso efecto compensatorio que podría ayudar al OS\$ a corto plazo. Así como Trump significaba la inestabilidad y la falta de previsibilidad, la victoria de Biden supone la vuelta a las

formas y procedimientos habituales, y con esto 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 (estos superdelegados que ya vallaron dos veces el paso a Sanders hacia el liderazgo demócrata) continúan ejerciendo su poder de veto efectivo respete ideas económicas radicalizadas, entonces el OS\$ puede encontrar un inesperado apoyo.

Stance ultradovish de la Fed. Continuará presionando al USD? El aumento en la expectativa de precios es claramente mayor en los EE. UU. que en el resto de economías desarrolladas, y esto podría llevarnos a pensar que la Fed tendría que abandonar su posicionamiento *ultradovish*, y con esto, favorecer al USD. Prueba de esto 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 este movimiento).

Muchos pensamos que si la Fed abandona el activismo monetario (y se continúa mostrando más pasiva, permitiendo la normalización de las tasas) entonces la USD se verá soportado. Sin embargo, creo que la Fed no permitirá que la TIR de los bonos suba de manera sustancial, dificultando este potencial apoyo al USD por diferencial de TIRs. ¿Por qué? Por la gravedad que suponen los USD 8trn en bonos del Tesoro que tienen que renovarse el 2021, y los USD 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 a tener que emitir USD 10trn el 2021 a tasas sustancialmente mayores. La Fed se puede mostrar pasiva (dejar que las TIRs suban) o activa (controlar la subida de las TIRs), y a tenor del observado en diciembre, cuando la Fed expandió su balance en mes de USD 140bn (más ritmo mensual en mucho de tiempo), me inclino para pensar que la Fed se mostrará activa, controlando el movimiento en las TIRs porque estas no se desboquen. Por lo tanto, el factor Fed, continuará siendo desfavorable al USD, no contra el Euro, si no contra las divisas de aquellos países los bancos centrales de los cuales no han incurrido en el activismo monetario. Específicamente, las divisas asiáticas; en las cuales vengo acumulando una visión, cada vez, más constructiva.

Taper Tantrum. ¿Hará que la USD recupere la credibilidad? Por mucho tiempo he pensado (equivocadamente) que la normalización monetaria, expresada en forma de fin del QE (o Taper Tantrum) tendría que ayudar a USD. El 2013, El “Taper” ayudó a impulsar la USD, 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, la USD (medurado por el DXY) solo empezó a subir de manera consistente el 2014, cuando la Fed señaló un ciclo de subidas en los *Fed Fund Rates* (y que efectivamente tuvo lugar el 2015). Es decir, lo que le importa al mercado es el que pase con los tipos oficiales de corto plazo. Tienen que saber entonces que el compromiso de la Fed para mantener los tipos anclados parece hoy más firme que el 2013. Así pues, por este lado, la USD no encontrará apoyo, y cualquier subida del billete verde puede ser temporal. En resumen. La USD no está sobrevalorado, y las vacunaciones a los USA, así como la nueva estabilidad política, podrían impulsar la USD a corto plazo. Pero como la historia es clara en el que imprimir dinero para financiar deuda nunca lleva a una moneda fuerte, pienso que a largo plazo, tanto la USD como el Euro experimentarán un declino estructural contra aquellas monedas mejor gestionadas y los bancos centrales de las cuales 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 que la USD pueda recuperar a corto algo del terreno perdido. No estoy preocupado por el potencial hundimiento de USD que el consenso auguraba para este 2021. Quizás, para el 2021, una buena idea sería actuar en el

rango 1,17-1,23. Cubrir la USD cerca del primer nivel, descubrirlo cerca del segundo nivel. Más a largo plazo, ya se verá que ocurre con este experimento europeo, o como podría ser la reacción de los miembros del euro si países como España tienen que volver a ser rescatados (por tercera vez).