

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](#)



Del "Trump Dollar Debasement" al "Trump Dollar Revival": ¿Qué esperar ahora?

La narrativa del debasement (envilecimiento) del USD existió y fue una de las tesis macroeconómicas más implementadas durante 2025 y principios de 2026. Sostenía que la Administración Trump perseguía, de forma explícita o implícita, un dólar más débil para recuperar competitividad industrial (bajo el lema MAGA). Esta narrativa llegó incluso a identificar los mecanismos que Trump utilizaría para provocar ese envilecimiento:

1) La politización de la Reserva Federal (pérdida de su autonomía). En efecto, la presión sobre la Fed recordaba los episodios históricos de *fiscal dominance*, en los que la política monetaria acaba subordinándose a las necesidades del Tesoro.

2) La *weaponization* del USD, es decir, el uso creciente del dólar como herramienta geopolítica mediante sanciones financieras, congelación de activos, restricciones al sistema SWIFT y controles tecnológicos. La creencia era que ello aceleraría la diversificación de las reservas internacionales, lo que, en la práctica, implica ventas de dólares por parte de los bancos centrales.

En 2025, el mercado alimentó la narrativa de que Trump quería un dólar débil y que incluso tenía los instrumentos para lograrlo.

La tesis de que Trump quería un dólar débil y de que, además, disponía de los instrumentos necesarios para conseguirlo, pesó mucho en 2025. Sin embargo, aquí estamos ahora, con la moneda estadounidense, medida por el índice DXY, en su nivel más alto de los últimos trece meses. Como apunte curioso, la guerra con Irán hizo que el USD se fortaleciera al recuperar su papel de activo refugio (hasta aquí, todo normal). Esto planteó la posibilidad de que, con la paz y sin la necesidad de recurrir a activos refugio, el dólar volviera a debilitarse. Para sorpresa de todos, la moneda estadounidense se ha fortalecido aún más desde que, el 28 de mayo, los negociadores alcanzaran un principio de acuerdo sobre el texto del MoU. En ese momento, el DXY cotizaba en 99. Hoy ha alcanzado el nivel de 101.

¿Qué hay detrás de esta fortaleza? ¿Debemos dar por agotada la narrativa del envilecimiento del USD?

Sospecho que la tesis de la devaluación inducida del dólar se está deshaciendo, que ese temor irá disipándose y que, con ello, se mantendrá el respaldo del mercado al billete verde. A continuación, expongo mis razones:

1. Se desvanece la tesis de una Fed politizada como instrumento para debilitar el dólar. El pasado 11 de diciembre, la Fed reeligió a 11 de los 12

Con los cambios recientes en la Fed, Trump no ha logrado mover la aguja del sentido de los votos dentro del organismo.

presidentes regionales por un nuevo mandato de cinco años. De estos presidentes regionales, cinco tienen derecho a voto en el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), por lo que su reelección dificultó enormemente que Trump pudiera llenar la Reserva Federal de personas afines. Posteriormente, en enero, Trump nominó a Kevin Warsh como candidato a presidir el organismo. Posiblemente el candidato más independiente de entre todas las opciones. Warsh tiene un historial marcadamente «belicista», en el sentido de que no se deja influenciar y, en cualquier caso, solo dispone de un voto en el FOMC. Además, ese voto sustituyó al que anteriormente ostentaba Stephen Miran, el principal defensor de una política monetaria *dovish* dentro del comité. Esto significa que, con el cambio de sillas, Trump no ha logrado mover la aguja del sentido de los votos dentro de la Fed y que la mayoría de la vieja guardia (los independientes) sigue en sus puestos, incluido el expresidente Jerome Powell. Todo ello ha pillado a pie cambiado a los defensores de la tesis del envejecimiento del USD por la vía de la Fed, y muchos empiezan a dar por agotada la tesis y la estrategia, tal y como refleja la evolución de la moneda.

El bitcoin y el oro han perdido más de una cuarta parte de su valor frente al USD (siendo este el que se ha apreciado). Pero no solo se ha apreciado frente a estos activos, sino también frente al resto de las divisas.

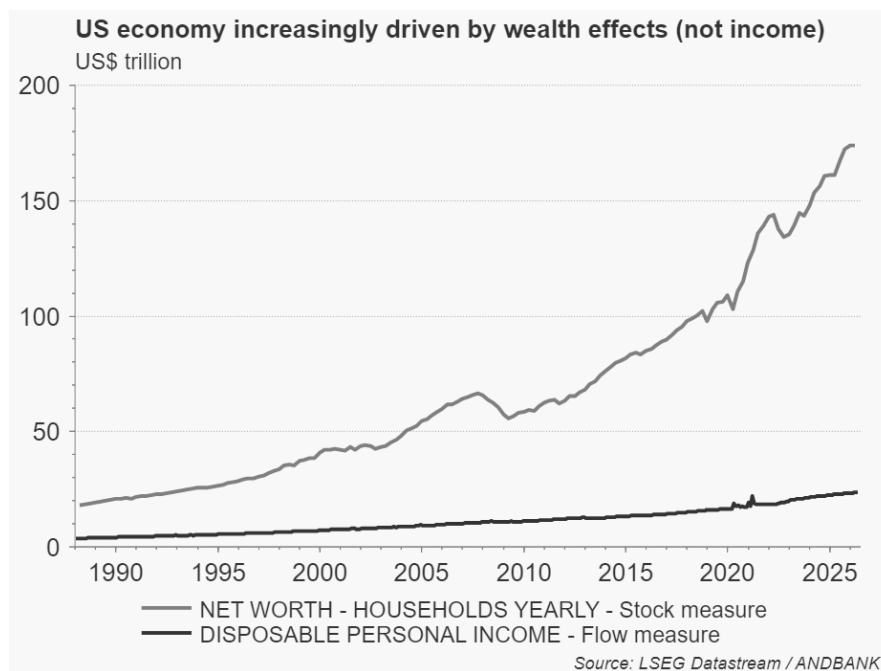
La decisión de la Corte Suprema, al dictaminar que Trump no tiene motivos para destituir a la gobernadora de la Reserva Federal, Lisa Cook, debilita la tesis de que la Fed pueda ser instrumentalizada para envejecer el dólar.

2. Corte Suprema favorece al USD. La decisión de la Corte Suprema, al dictaminar que Trump no tiene motivos para destituir a la gobernadora de la Reserva Federal, Lisa Cook, debilita la tesis de que la Fed pueda ser instrumentalizada para envejecer el dólar. Más bien al contrario, refuerza la idea de la independencia de la Reserva Federal. Esta decisión podría prolongar la tendencia alcista del dólar estadounidense.

3. Las perspectivas de crecimiento relativo USA vs Mundo. Tenemos dos argumentos para el USD. Uno favorable y otro desfavorable. El primero propone un mejor desempeño relativo de la economía de EE.UU. frente al resto del mundo (alcista para el USD). Este argumento descansa en la continuidad del auge de la inversión en IA y del mercado alcista de acciones. El otro apunta a un mejor desempeño relativo del resto del mundo frente a EE.UU. (bajista para el USD) y se sustenta, principalmente, en las expectativas de una paz duradera en Oriente Medio, que, a priori, sería más favorable para Europa y algo menos para EE. UU. y el USD. ¿Cuál de los dos argumentos predominará? No es que deba imponerse únicamente uno. Ambos pueden coexistir. Podemos ver simultáneamente un CapEx en IA todavía elevado y una paz duradera en Oriente Medio. En tal caso, la verdadera pregunta es cuál de estas dos fuerzas acabará predominando sobre la otra. No lo sé. Pero sí tengo muy claro que Estados Unidos se beneficia mucho más que el resto de los países por el auge de la inversión en capital

impulsada por la IA y del consiguiente mercado alcista de las acciones. Y aquí reside el hecho diferencial. Un repunte bursátil constituye un driver mucho más favorable para la economía estadounidense que para la mayoría de las demás economías. En las últimas décadas la economía norteamericana ha pasado a estar impulsada casi más por el efecto riqueza que por el efecto renta. Basta un dato para ilustrarlo: la riqueza de las familias estadounidenses asciende hoy a 174 billones de dólares, mientras que su renta disponible se sitúa en 23 billones de dólares (véase el gráfico inferior).

El efecto riqueza es un driver bastante más relevante ahora para la economía de los EUA que para la mayoría de los demás países.



La riqueza neta es una medida de stock, mientras que la renta disponible es una medida de flujo (repetible) lo que significa que la renta disponible es aún muy importante en la economía, pero eso no quita que el efecto riqueza sea un driver especialmente relevante ahora para la economía.

Con nuestra previsión de que el precio de las acciones continúe aumentando, y dado que el mercado estadounidense tiene una fuerte participación de los hogares, este efecto riqueza es más fuerte en EE. UU. que, en la mayoría de los demás países, y eso favorece al USD. Hay evidencia empírica de esto que digo: en el periodo 99-01, los EUA superaron claramente a Europa en crecimiento, y el € cayó de 1.17 a 0.83. En el periodo 2010-2012, los EUA crecieron bastante más que Europa (en crisis por aquel entonces), y el € cayó de 1,45 a 1,20. En el período 2014-2016, los EUA aceleraron su crecimiento, dejando atrás a Europa, y el € cayó de 1,40 a 1,05. En 2017, Europa sorprendió positivamente con una mejora cíclica sincronizada, y el

€ se recuperó, pasando de 1,05 a 1,25. En el período 2018-2019, los EUA volvieron a liderar el crecimiento, y el € cayó de 1,25 a 1,10. En 2021-2022, tras la pandemia y, en parte, por el shock energético, los EUA se recuperaron más rápido y el € cayó hasta la paridad. Lo mismo ocurrió en 2023-2024, con la economía estadounidense sorprendiendo sistemáticamente y el dólar manteniendo su fortaleza estructural. Una excepción se produjo en 2025, cuando la economía de los EUA creció con mucha más fuerza que la europea, pero el USD se desplomó (de 1,02 a 1,19). Atribuimos ese comportamiento excepcional, precisamente, a la narrativa de que, tras su victoria, el presidente Trump perseguiría un envilecimiento de la moneda, arrastrando a gran parte del mercado a vender dólares. Con el paso del tiempo, esa narrativa está perdiendo fuerza.

El argumento favorable al EUR —que el fin de la guerra con Irán beneficia más a los importadores netos de energía que a los exportadores netos de energía— es algo que no puedo (ni debo) ignorar. Pero, incluso si esa fuerza acaba imponiéndose, dudo que el crecimiento de Europa pueda superar al de los EUA y, por lo tanto, dudo que vayamos a ver una rotación de capitales desde los EUA hacia otros mercados, como Europa. No veo una reedición de 2025, con el capital rotando fuera de los activos estadounidenses hacia Europa. Aquello se debió, como ya he dicho, a la narrativa del envilecimiento forzado del USD por parte de Trump, algo que hoy ya no está sobre la mesa.

La weaponization del USD como factor negativo para el billete verde está dejando de ser un elemento relevante e, incluso, la tendencia podría estar revirtiéndose.

3. Las perspectivas para las tasas de interés pueden seguir favoreciendo al dólar. La caída de los precios del petróleo alivia la presión sobre los bancos centrales, pero ese alivio es mayor para los bancos centrales de los países importadores netos de energía, incluido el Banco Central Europeo. Si los precios del petróleo se mantienen bajos, ¿qué banco central tiene más margen para adoptar un tono más *dovish*: el de un país exportador de energía o el de un país importador de energía? Yo creo que el segundo, ya que el mecanismo de transmisión hacia los precios es más directo. Con todo, también dependerá del punto de partida de cada economía.

4. La weaponization del USD como factor negativo para el billete verde está dejando de ser un elemento relevante. Desde que Estados Unidos impuso a las autoridades occidentales la congelación de las reservas rusas denominadas en dólares, los gobiernos de todo el mundo comenzaron a considerar un riesgo mantener una parte significativa de sus reservas en activos denominados en esa divisa. Ahora, ese factor ha dejado de pesar e, incluso, la tendencia podría estar revirtiéndose, con Estados Unidos descongelando activos iraníes y levantando sanciones a Rusia (*waivers* temporales durante la guerra en el Golfo). Visto así, los motivos que muchos

gobiernos esgrimían para reducir sus posiciones en activos denominados en dólares se estarían relajando ahora e, incluso, neutralizando, como demuestra el hecho de que las tenencias oficiales extranjeras de bonos del Tesoro estadounidense apenas han disminuido en 2026, mientras que las tenencias privadas extranjeras de activos denominados en USD continúan creciendo con fuerza.

5. Salidas a bolsa en EE. UU. de empresas extranjeras: un factor favorable para el dólar. Como ejemplo de actualidad, SK Hynix está a punto de acceder al mercado estadounidense para captar capital mediante la emisión de un ADR por valor de 29.000 millones de dólares. La emisión de valores denominados en dólares suele ser positiva para el dólar a medio y largo plazo. ¿Por qué? Porque, a medida que aumenta el valor de los activos denominados en dólares, también lo hace la demanda de capital circulante en esa divisa. Y no me refiero al circulante empresarial, sino al volumen de dólares que el sistema financiero global necesita mantener para operar con esos activos.

La tesis de un envejecimiento inducido del USD estaría perdiendo fuerza..

Conclusión

Los diferentes factores que hasta hace poco alimentaban la tesis de un envejecimiento del USD están generando señales contradictorias en los últimos tiempos, y la moneda estadounidense está ganando impulso en respuesta a una menor percepción del riesgo de una devaluación inducida.

En el Comité Global de Inversiones Andbank (CIGA) hemos estrechado el rango de actuación para el EUR/USD, con el fin de poder vender o comprar dólares en niveles más cercanos a la cotización actual (tan pronto como en 1,12 y 1,17, respectivamente) y así no quedar por detrás de la curva. Sin embargo, desde una perspectiva más estratégica, las fuerzas que describo en este *paper* me llevan a pensar que el dólar podría seguir bien soportado en tendencia. Por ello, y a riesgo de cometer un pequeño suicidio reputacional al alejarme del consenso (que hoy sitúa al EUR/USD desliziéndose de nuevo hacia 1,20), mi escenario sigue siendo justamente el contrario: un deslizamiento gradual hacia la zona de 1,05.

¿Debería preocuparme por disentir? Claro que sí. Uno es humano y a nadie le resulta cómodo alejarse del consenso. Pero, si algo he aprendido en estas tres últimas décadas, es que la razón no la tiene el consenso, sino el tiempo.

Cordiales saludos,