

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)

Déjà Vu en el EUR/USD

Hay un paralelismo llamativo entre los dos mandatos del presidente Trump con relación al EUR/USD. Pareciera que está siguiendo un mismo patrón. En ambos casos, el presidente Trump recoge el USD en un nivel fuerte (~1,03), y este empieza a deslizarse (depreciarse), de forma casi inmediata a su investidura, hasta alcanzar niveles por encima del 1.20 para luego volver al punto de partida (ver gráfico inferior). Es prematuro hablar de pauta fiable, aunque esto encaja con la retórica conocida de que Trump tolera (o incluso desea) un dólar más débil. Siendo puristas, más bien lo que desea es que el resto de los países dejen de depreciar su moneda.

Evolución del EUR/USD en los dos mandatos del presidente Trump.



¿Deberíamos esperar para la segunda mitad del mandato el mismo patrón que en el 2017-2021?

En aquella legislatura, el EUR/USD tuvo un patrón en zigzag: 1,04 → 1,25 → 1,07 → 1,23. La verdad, si esto se repetirá. Entran en juego muchos factores: diferenciales de crecimiento, política de la Fed frente al BCE, flujos comerciales, flujos de cartera, etc., y muchos de estos factores no dependen exclusivamente de la Casa Blanca (es decir, de Trump). En todo caso, yo lo vería como un precedente interesante.

Una reflexión más académica.

Para aquellos que deseen profundizar más en este debate, e indagar desde un punto estrictamente académico y fundamental por donde deberían ir los tiros en cuanto al EUR/USD, me remito mi marco de análisis específico para

valorar divisas. Este marco me ayuda a determinar si una moneda está barata y merece la pena comprarla, o no.

Yo analizo las divisas siempre desde cuatro ángulos: 1) la valoración teórica: los dos métodos de que uso son: paridad del poder adquisitivo (el ancla más pura) y paridad relativa del poder adquisitivo. Ambas me aproximan la idea de si la divisa cotiza por encima o por debajo de su nivel de equilibrio; 2) el posicionamiento de los inversores domésticos, que revela los flujos de capitales no vinculados al comercio; 3) la balanza comercial, que permite identificar a los compradores y vendedores naturales de la moneda; y finalmente, 4) el momentum, que permite determinar la fortaleza actual de la tendencia.

Aplicando exactamente mi marco de análisis de cuatro pilares, esto es lo que cada factor me dice sobre el cruce EUR/USD:

1. Según el factor valoración (PPP absoluto y relativo): negativo al EUR, favorable al USD.

Por paridad del poder adquisitivo (PPP): si un americano se come una Big Mac en los EE. UU. le cuesta de media unos \$6,22 (con datos a julio de 2026). La misma Big Mac cuesta en la eurozona una media de €6,19 (céntimo arriba o abajo). Si ese americano toma un avión hacia Europa y se zampa esa Big Mac, al pagar con tarjeta verá que como le cargan en cuenta \$7,24, porque le han aplicado el cambio actual de 1,17 EUR/USD. “¿Qué demonios ha pasado? ¡Es la misma hamburguesa y me cuesta en Europa cerca de un 16% más!”. El hombre, contrariado, empieza a pensar. Lo enfoca de la siguiente manera: ¿A qué tipo de cambio me hubieran costado lo mismo en ambos lados del Atlántico? Aproximadamente a 1,00 EUR/USD. No es precisamente un modelo econométrico sofisticado, pero la intuición de la PPP cabe bastante bien.

Paridad relativa del poder adquisitivo (PRPP): Asumo que el Big Mac valía lo mismo a enero de 2025 (lo cual es muy probable porque el EUR/USD estaba en 1.02, lo que significa que ese era probablemente un punto de equilibrio). Tomo también esa fecha para dar algo de tiempo y representatividad al periodo de análisis, sin irme demasiado lejos en el tiempo. A partir de ahí comparo las inflaciones y observo que EE. UU. ha acumulado unos 1,3 puntos porcentuales más de inflación que la eurozona (EE. UU.: +5,8% acumulado en CPI, y la Eurozona: +4,5% acumulado usando el HICP). Concluyo que eso justificaría una depreciación tendencial del dólar del orden de 1,3% en ese periodo. Sin embargo, el USD se ha depreciado un 12%. Por tanto, la inflación relativa no explica la magnitud de la apreciación reciente del EUR.

2. **Según el posicionamiento de los inversores: moderadamente negativo al EUR, favorable al USD.** Los propios inversores de la zona euro siguen enviando capital en los últimos doce meses hasta junio, comprando €820.000 millones de valores extranjeros, lo que aisladamente supone venta de euros y es negativo para la moneda. Pero los inversores extranjeros compraron nada menos que €1,12 billones de activos de cartera de la zona euro en el mismo periodo. Pero esto es engañoso: el propio BCE explica que los enormes flujos extranjeros hacia activos europeos vienen impulsados por participaciones en fondos domiciliados en Irlanda y Luxemburgo e Irlanda (por la cuestión fiscal), pero al mismo tiempo el BCE estima que alrededor del 75% de lo invertido en esos fondos luego vuelve a salir del euro hacia activos extranjeros. Haciendo el reciclaje correspondiente, me salen estos números: de los 1,12 billones de entradas, tenemos 624.000 millones de compra directa de deuda (que no se recicla), y 499.000 millones en participaciones en fondos de inversión, mayoritariamente domiciliados en Luxemburgo e Irlanda, de estos salen el 75%, por lo que la entrada neta es de solo 125.000 millones.

Conclusión: El reciclado arroja una entrada neta de activos en EUR por valor de 749.000 millones, que es menos que los 820.000 millones que los residentes europeos envían afuera; y eso es estructuralmente negativo para el EUR, positivo para el USD.

3. **Según el factor balanza comercial: favorable al euro, pero perdiendo fuerza.** La zona euro conserva una posición externa estructuralmente más favorable. El superávit por cuenta corriente (que mide la cantidad de compradores/vendedores naturales de una moneda) de la zona euro en los 12 meses hasta junio de 2026 era de +€276.000 millones, equivalente al 1,7% del PIB. Los EUA tienen un déficit del 2.9%. Sin embargo, esta partida en la zona euro viene cayendo con fuerza, pues en los 12 meses hasta junio de 2025 era de +€305.000 millones (2,0% del PIB); es decir, esta fuente de demanda de euros ha caído en 29.000 millones. Con datos de más alta frecuencia la cosa se pone más fea aún: en el periodo enero-junio de 2026 el superávit comercial (cuenta corriente excluyendo rentas primarias y secundarias) fue solo €9.800 millones frente a €82.200 millones en 2025. La cantidad de compradores naturales de eur está cayendo con fuerza.

¿De dónde viene la bajada? Dentro de la balanza por cuenta corriente hay cuatro grifos: 1) balanza de bienes, 2) balanza de servicios, 3) balanza de renta primaria (intereses netos, dividendos netos, ingresos netos por trabajo), y 4) balanza de rentas secundarias (remesas y ayudas). Pues bien. El superávit de bienes es de €282.000 millones y viene cayendo con mucha fuerza (era de €342.000 millones un año antes). El superávit de servicios

está en €159.000 millones para el periodo de análisis y se mantiene estable en relación a los €150.000 millones de hace un año. La balanza por renta primaria es poca cosa, pero mejora en el último año (de -10.000 a +38.000 millones de euros, básicamente por recogida de beneficios de las inversiones obtenidos por residentes de la eurozona en el exterior (en bolsa americana principalmente). Y la balanza de rentas secundarias (remesas de hogares al exterior) es la que presenta un abultado déficit de -202.000 millones de EUR en el periodo 12 meses hasta junio, y empeorando fuertemente, pues hace un año estaba en -176.000 millones. Es decir, la renta secundaria supone una salida estructural de euros relevante, y este grifo se va acelerando.

Conclusión: Este factor es aun estructuralmente positivo para el EUR frente al USD, aunque claramente menos potente que hace un año, y perdiendo peso.

4. Según el factor momentum: claramente favorable al euro, aunque ya bastante avanzado.

El 20 de enero de 2025, día de la investidura de Trump, la referencia del EUR/USD era 1,0316. Hoy, 20 de agosto de 2026, la referencia está 1,169. El avance acumulado es, por tanto, +12,5% para el euro y, además, el EUR/USD está actualmente en máximos de unos tres meses. Así que, desde un punto de vista puramente tendencial, la señal continúa siendo EUR positiva / USD negativa, si bien después de una apreciación de esta magnitud el punto de entrada es evidentemente menos atractivo. Nadie puede determinar con precisión cuándo se agota el momentum de un activo. Su final suele depender de la aparición de algún catalizador, y el abanico de posibles *triggers* es tan amplio que merecería una nota específica.

En resumen. Dos argumentos fundamentales favorables al dólar: valoración y posicionamiento inversor; y dos argumentos favorables al euro: balanza exterior (aunque perdiendo fuerza) y momentum (muy avanzado ya). Con lo aportado, me siento cómodo pensando en un tipo de cambio con punto central en 1,15, que en el actual 1,17.

Finalizo. Después de tantas hamburguesas, flujos y paridades, conviene recordar siempre a Montaigne: «Que sais-je?» (que en versión actual sería «¿yo que sé»). Puedo vestir el análisis con todo el rigor y método, pero al final sigo siendo un simple humano intentando ordenar una realidad siempre más compleja que cualquier modelo.

Y ahora, con su permiso, me retiro unas semanas de vacaciones. Les deseo mucha suerte; a la vuelta veremos quién llevaba razón: yo o el mercado.