

Estrategia Global

La debilidad del dólar continua y toca el 1,20 EUR/USD

El dólar viene siendo centro de debate en cualquier toma de decisión de inversión desde que Trump tomó posesión el 20 de enero de 2025. Desde entonces, el dólar se ha depreciado frente al euro un 13,4% y frente el índice DXY lo ha hecho un 10,6%. La debilitación del dólar hasta ahora no ha sido casual, y ha respondido a múltiples factores: (i) nos encontramos en un entorno procíclico, de crecimiento, y en estos entornos los inversores no necesitan refugiarse en dólar; (ii) el riesgo geopolítico pone en duda su valor como activo refugio, las sanciones a Rusia son un claro ejemplo; y (iii) el debate sobre el sustituto de Jerome Powell como presidente de la FED ha puesto en duda la independencia de la autoridad monetaria. Aun así, desde julio, el dólar había conseguido estabilizarse en un rango de 1,15-1,17 EUR/USD.

¿Por qué se ha vuelto a depreciar el dólar?

Sin embargo, en la última semana, la estabilidad se ha roto y el dólar ha tocado niveles de 1,20 EUR/USD. Para entender qué ha ocurrido debemos centrarnos en el tipo cambiario USD/JPY. El pasado viernes, el dólar se debilitó frente al yen tras conocerse que la FED de Nueva York había realizado “rate checks” a través del Tesoro. Un “rate check” consiste en hacer una petición simultánea de un tipo de cambio a distintos agentes del mercado, sin llegar a realizar una transacción.

Los “rate checks”, pese a que no suponen una intervención directa en el mercado, mandan un mensaje a los inversores, que incorporan a sus expectativas y termina trasladándose al precio del tipo de cambio. Los inversores ahora interpretan que el Tesoro de EE. UU. está dispuesto a mantener un yen más fuerte -debilitando así el dólar- si es necesario.

¿Qué explicación tiene este movimiento por parte del Tesoro de EE. UU.?

Las autoridades de Estados Unidos llevan sin intervenir en el mercado de divisas de forma unilateral desde 1995, y solo lo han hecho de forma coordinada tres veces desde 1998. Realizar “rate checks” no se considera una intervención, pero confirma la mayor predisposición de esta administración a realizar una gestión del tipo de cambio más activa.

La justificación a este movimiento que vemos más probable es que el Tesoro haya intentado una actuación conjunta con el Banco de Japón. El racional es que, de no haber actuado, la tendencia bajista del yen hubiese obligado al Banco de Japón a vender dólares y, por lo tanto, bonos de EE. UU., para mantener el tipo de cambio, tensionando la curva americana. Pese a esto, hay otras teorías, ya que la actuación va en línea con la política arancelaria del gobierno, que trata de forzar una reindustrialización de la economía americana. Con un dólar débil, la industria se fortalece y los ajustes en la balanza

Estrategia Global

comercial son más sencillos. Pese a que no creemos que un dólar débil sea el objetivo de Trump, el presidente se ha mostrado “cómodo” con los niveles actuales del EUR/USD. Lo que sí que está claro es que la probabilidad de que veamos una intervención crece, y el umbral donde podemos esperar que esta se produzca está más cerca de lo que creímos. Por tanto, como los inversores tienen esto en cuenta, lo que se deriva es una depreciación del dólar.

¿Cómo se traslada al resto de divisas?

La depreciación del dólar frente al yen se ha trasladado al resto de divisas de forma parecida. El hecho de que se haya producido un evento como este afecta a todo el mercado de divisas y el contagio ha sido inmediato. El índice DXY, que mide la fortaleza del dólar frente a una cesta ponderada por las seis principales divisas de los socios de EE. UU., ha caído un -2,1% en la última semana.

Los inversores llevan tiempo exigiendo una mayor compensación por riesgo para mantener dólares, lo que se ha traducido en una fuerte depreciación de la divisa en los últimos doce meses. El dólar lleva meses manteniendo una prima de riesgo negativa, es decir, cotizando a un valor menor al que el diferencial de tipos de interés frente a otras divisas nos indica. Durante los últimos diez días, hemos visto como esta prima de riesgo negativa se ensanchaba, reflejando la pérdida de confianza y las expectativas de depreciación de los inversores.

Ilustración 1: Evolución del DXY, EUR/USD y USD/JPY.

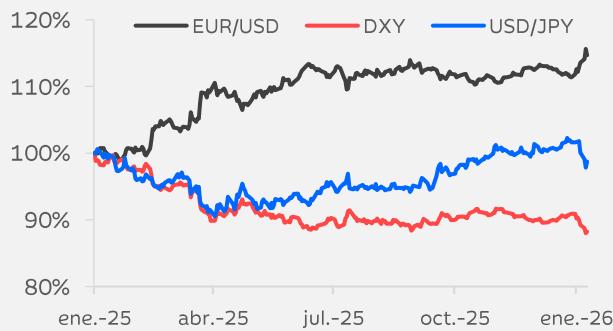
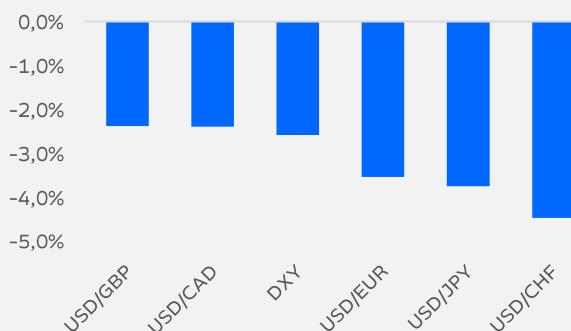


Ilustración 2: Cambio en la prima negativa del USD en los últimos 10 días.



Fuentes: Bloomberg, Ibercaja Gestión.

La debilidad del dólar es estructural, ¿hasta dónde podría llegar?

La devaluación del dólar es un fenómeno estructural que, ahora, se ha visto impulsado por una actuación aparentemente puntual, pero que podría responder a una voluntad política de la actual administración. No obstante, la velocidad de los movimientos no gusta dentro del Gobierno americano y Bessent, secretario del Tesoro, ya salió a calmar a los mercados el miércoles: “EE. UU. siempre tiene una política de dólar fuerte”; y descartó una

Estrategia Global

intervención inminente en el cruce contra el yen. En el corto plazo, debería de encontrar soporte por debajo del 1,20 (primera línea de defensa por Fibonacci), aunque si lo rompe, en el medio plazo el siguiente objetivo podría estar en torno al 1,22-1,23 (máximos de 2021).

Como ya dijimos, hay que vigilar la exposición excesiva del dólar en las carteras (teniendo en cuenta todas las inversiones), y tratar de diversificar hacia otros mercados para reducirla. Un dólar débil, no obstante, es bueno para la evolución de los resultados empresariales americanos (y malo para las europeas); y puede afectar al comportamiento relativo de las bolsas.