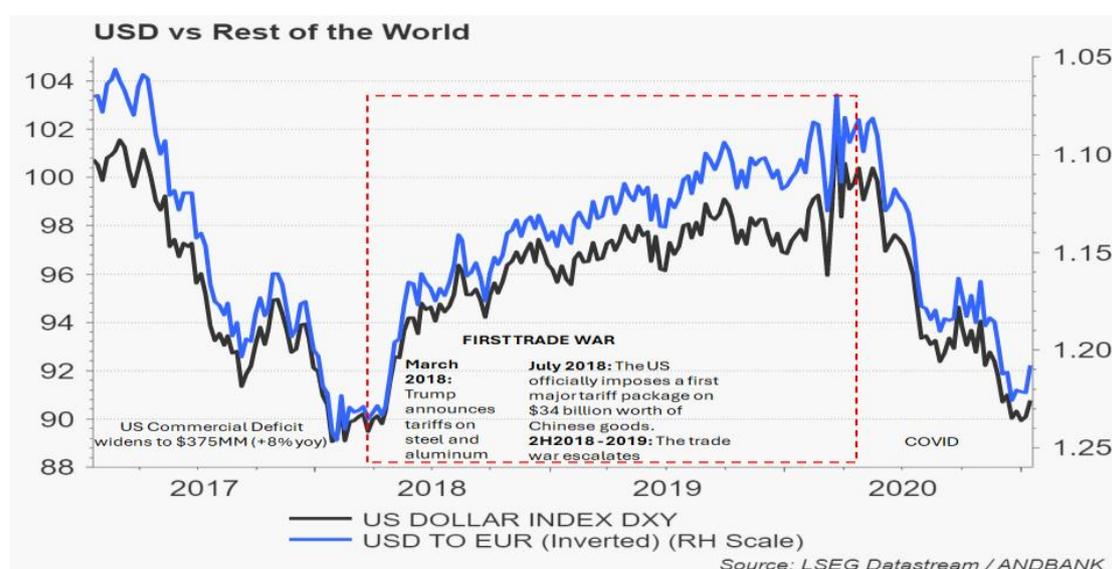


Flash Note: Dólares escasos, tuits caros: claves para entender la anomalía del dólar

“El pasado jamás está muerto. Ni siquiera es pasado.” —William Faulkner.”

La cita se debe a que uno de mis mantras preferidos en esto de las inversiones es aquel que dice: “cuanto más atrás mires, más podrás ver hacia adelante”. Esta máxima, aplicable a todos los activos financieros, se vuelve especialmente pertinente en el análisis del mercado de divisas (Forex), donde los patrones históricos ofrecen una guía valiosa frente al ruido del presente. Cuando miro hacia atrás en la historia de los tipos de cambio, ésta me dice dos cosas: 1) Una mejora en la balanza comercial (déficit) de los EE.UU. siempre conduce a una apreciación del dólar. 2) En períodos de elevada volatilidad financiera, el dólar suele comportarse como safe haven asset, es decir, como refugio de valor.

Ambas dinámicas están sólidamente respaldadas por la evidencia. La primera se sustenta en la lógica de oferta monetaria internacional: la balanza comercial es el canal a través del cual EE. UU. suministra dólares al resto del mundo (a cambio de bienes importados). Así, una mejora en dicha balanza —es decir, una reducción del déficit— implica una restricción en el flujo de dólares, lo que históricamente ha llevado a su apreciación. Durante el primer año de la administración Trump, el déficit comercial se amplió un 8% respecto a 2016, facilitando un aumento del suministro de dólares y, consecuentemente, una depreciación del billete verde. Sin embargo, a partir de marzo de 2018, con el inicio de la primera guerra arancelaria, la tendencia se revirtió. Las restricciones al comercio con China durante 2018 y 2019 propiciaron una mejora de la balanza comercial que el mercado supo anticipar (front running), impulsando al alza al dólar entre marzo de 2018 y marzo de 2020 —tal y como se observa en el gráfico inferior.



Los aranceles conducen a una mejora en la balanza comercial (déficit) de los EE.UU. y eso siempre conduce a una apreciación del dólar.

Posteriormente, el estallido de la pandemia en 2020 introdujo una disrupción tal que impide extraer conclusiones causales claras en ese período. Aun así, la pauta anterior había vuelto a cumplirse con exactitud casi quirúrgica.

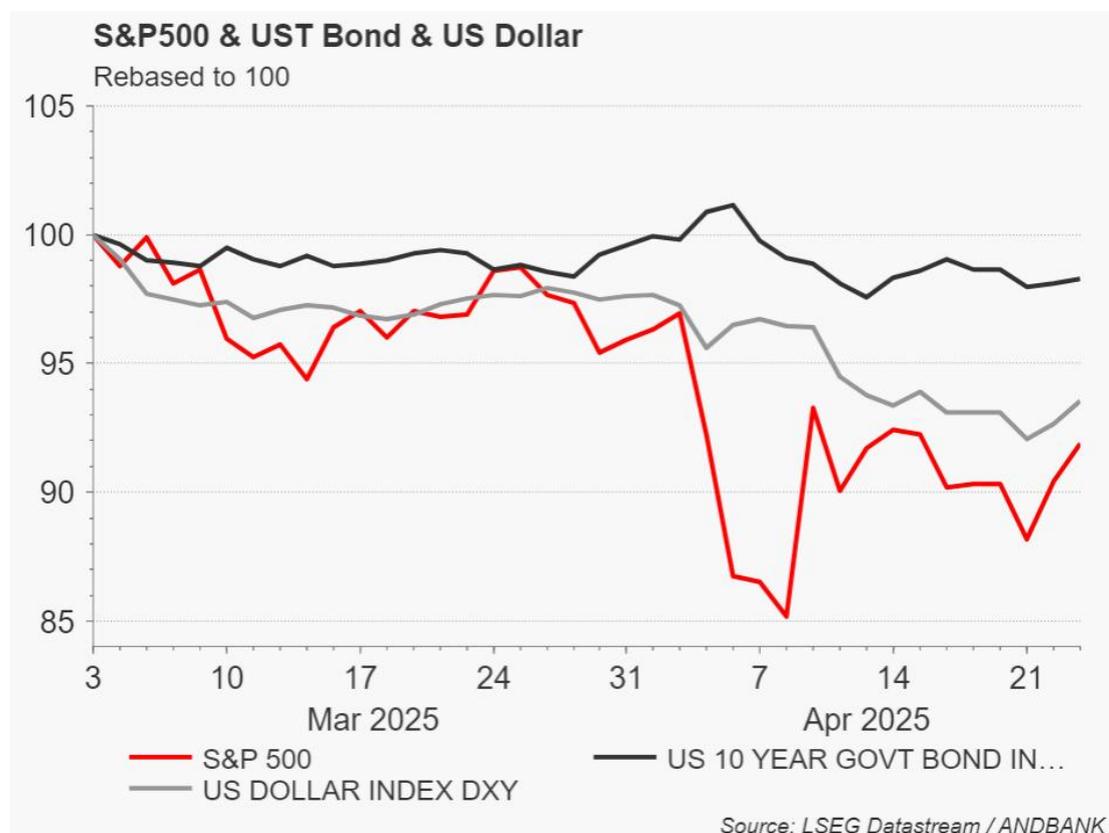
En cuanto a la función del dólar como activo refugio en periodos de turbulencia financiera, he realizado un análisis desde 1960 en el que se revela que en seis de los ocho episodios en que el índice S&P 500 retrocedió al menos un 20%, el dólar se apreció, corroborando su papel de activo protector (ver tabla inferior). Esta regularidad histórica fortalece su reputación como refugio de última instancia.

Periodo de Turbulencia (S&P500)	Caída S&P500 (%)	Comportamiento del DXY (%)
Dic 1968 - May 1970	-36.1%	+6%
Ene 1973 - Oct 1974	-48.2%	+3%
Nov 1980 - Ago 1982	-27.1%	+36%
Ago 1987 - Dic 1987	-33.5%	-11%
Jul 1990 - Oct 1990	-19.9%	-9%
Mar 2000 - Oct 2002	-49.1%	+2%
Oct 2007 - Mar 2009	-56.8%	+13%
Feb 2020 - Mar 2020	-33.9%	+4%

En periodos de turbulencia financiera, el dólar casi siempre actúa como activo refugio.

La paradoja actual del dólar: ¿Por qué se deprecia pese a la mejora esperada en la balanza comercial de EE. UU. y en un contexto de alta turbulencia financiera?

Y, sin embargo, asistimos hoy a una disonancia inquietante. En un entorno que conjuga, por un lado, nuevas barreras comerciales que anticipan un estrechamiento del déficit externo —y, con él, una menor provisión global de dólares— y, por otro, una clara intensificación de la aversión al riesgo, el dólar no se aprecia, sino que se debilita. Más inquietante aún: se produce una corrección simultánea en el equity estadounidense, en los bonos del Tesoro y en el propio dólar (ver gráfico inferior). Un fenómeno inusualmente raro que contradice décadas de observación empírica.



El factor que podría estar siendo el verdadero driver del reciente desplome del dólar y de la corrección simultánea en los activos financieros estadounidenses, es el "Foreigners have to pay" de Trump.

La razón de esta anomalía puede encontrarse en el nuevo mantra de Trump, repetido una y otra vez, del: “Foreigners have to pay”. Una propuesta que está llevando a los inversores a alejarse de los activos americanos. Pero antes de desarrollar mi tesis, permítanme plantear la siguiente pregunta. ¿Qué es exactamente lo que los extranjeros debemos pagar? La pregunta es pertinente porque las exigencias de la administración Trump permanecen envueltas en ambigüedad. Por ejemplo, el gobierno de Japón ha enviado un grupo de negociadores (Task Force) a Washington para tratar de cerrar un buen acuerdo comercial que evite la entrada en vigor abrupta de los aranceles recíprocos. Tras varios encuentros entre los negociadores de ambos países, el Ministro de Finanzas nipón afirma no tener claridad aún sobre las exigencias estadounidenses. Pues así estamos nosotros también. Intentando entender qué persigue exactamente la administración Trump.

Desde la humildad del análisis, y el sano ejercicio de tener bien abiertos los ojos, tengo la sospecha de saber las verdaderas causas del desplome simultáneo del dólar, el S&P y la corrección del bono americano. Como punto de partida, consideren lo siguiente: Los Estados Unidos tienen el segundo peor dato de déficit público de entre todos los países que yo sigo (superado solo por Brasil), y sin embargo Trump desea rebajar impuestos a los ciudadanos, y al mismo tiempo rebajar la curva de tipos de interés (o coste de financiación). Cuadrar esos tres aspectos a la vez parece una misión imposible. ¿Cómo lograrlo? Ahí entra la receta del “Foreigners have to pay”. Trump nos plantea tres vías:

1. **La “Gold Card”:** un programa que ofrece ciudadanía a extranjeros cambio de US\$5 millones. Aunque llamativo, carece de impacto real macroeconómico y no explica la actual debilidad del dólar, ni la caída de los activos americanos.
2. **Los aranceles:** herramienta clásica y claramente prioritaria para Trump. Relevante para alterar la balanza comercial (en favor del dólar), y por ello, su relación con la debilidad del dólar actual es nula.
3. **La fiscalización —o incluso incautación— de activos estadounidenses en manos extranjeras:** la vía más peligrosa. Este mecanismo sí constituye una amenaza real para la confianza global en los activos estadounidenses y en el propio dólar —por ello estimo que este factor podría estar siendo el verdadero driver del reciente desplome del dólar y de la corrección simultánea en los activos financieros estadounidenses—. No hace mucho, Trump publicó en sus redes un mensaje en el que sugería la posible incautación de activos estadounidenses en manos del gobierno de Gustavo Petro si este no aceptaba sus planes de deportación. La amenaza, como era de esperar, no pasó desapercibida. Y lo que quizá Trump no midió —o sí— es que ese mensaje pudo interpretarse como una advertencia velada al resto del mundo: si disientes, tus activos en EE. UU. podrían estar en riesgo. Una insinuación que podría salirle muy cara.

El origen del desplome en el dólar no se encuentra en los fundamentos tradicionales. La simultánea depreciación del dólar, la caída de los bonos del Tesoro y el retroceso de la renta variable estadounidense estarían revelando una fuga de capitales más política que económica.

Conclusión: los tuits no salen baratos

Las declaraciones del presidente Trump en redes sociales han encendido las alarmas entre los líderes internacionales —muchos de los cuales son tenedores de vastas carteras de activos estadounidenses, especialmente bonos del Tesoro—. El mensaje implícito es inquietante. La factura la pagarán los extranjeros, bien a través de una tributación en los propios activos estadounidenses, o peor aún, desacuerdos políticos con Washington podrían derivar en medidas extraordinarias, incluida la incautación de activos. Esta posibilidad, cobra especial relevancia en el caso de países como China o Rusia, cuyas relaciones con EE. UU. atraviesan una etapa de confrontación estructural. Pero la inquietud se ha extendido también a Europa, donde la tensión latente entre Bruselas y la Casa Blanca ha alimentado el temor de que los activos estadounidenses puedan convertirse en herramienta de presión política.

Fundada o no, la mera amenaza altera el binomio riesgo-recompensa que hasta ahora validaba la tenencia de activos americanos. Como resultado, muchos inversores —particularmente institucionales y soberanos— parecen haber iniciado un proceso de front running, replanteándose su exposición a activos estadounidenses. De hecho, se tiene constancia de que China ha reducido posiciones en bonos del Tesoro a través de cuentas en Europa, y que Japón también ha comenzado a deshacer una parte de su cartera norteamericana.

Cordiales saludos

Alex Fuste
Chief Global Economist
ANDBANK