

## Flash Note: 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 macro más comentadas durante 2025 y principios de 2026. Esta narrativa sostenía que la Administración Trump perseguía, explícita o implícitamente, un dólar más débil para recuperar competitividad industrial (bajo el lema MAGA) y reducir el déficit comercial. Esta narrativa identificó incluso los mecanismos que Trump utilizaría para ese envilecimiento: 1) Politización de la Reserva Federal (perdida de su autonomía). En efecto, la presión sobre la Fed nos recordaba los episodios históricos de "fiscal dominance", donde la política monetaria acababa subordinándose a las necesidades del Tesoro. 2) Weaponization of the USD o el uso creciente del dólar como herramienta geopolítica vía sanciones financieras, congelación de activos, restricciones al sistema SWIFT y controles tecnológicos. La creencia era que eso aceleraría la diversificación de reservas internacionales (que no es otra cosa que venta de USD por parte de los bancos centrales).

Todo ello alimentó la narrativa de que Trump quería un dólar débil y que incluso tenía los instrumentos para lograrlo. Sin embargo, aquí estamos, con la moneda estadounidense medida por el índice DXY en su nivel más alto en 13 meses.

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

Un apunte curioso. La guerra con Irán hizo que el USD se fortaleciera debido a que recuperó su papel de activo refugio (hasta aquí normal), pero esto planteó la posibilidad de que, con la paz, y sin necesidad ya de activos refugios, el dólar pudiera debilitarse nuevamente. Sin embargo, la moneda estadounidense se ha fortalecido aún más desde que el 28 de mayo los negociadores alanzaran 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, y ese temor se irá disipando, y con él, se mantendrá el respaldo del mercado al billete verde. A continuación, expongo mis razones:

**1. La independencia de la Fed sale reforzada. Se desvanece la tesis de una Fed politizada como instrumento para debilitar el dólar:** El 11 de diciembre pasado la FED reeligió a 11 de los 12 presidentes regionales de la Fed por otros 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 la posibilidad de que Trump pudiera llenar la Reserva Federal con personas afines. Posteriormente, en enero, Trump nominó a Kevin Warsh como candidato a presidir el organismo. Posiblemente se tratase del candidato más independiente entre todas las opciones. Warsh tiene un historial marcadamente "belicista" en el sentido que no se deja influenciar, y en todo caso, solo tiene un voto en el FOMC; y ese voto es el que antes ostentaba Stephen Miran, el principal defensor de una política monetaria dovish en el comité. Quiere decir esto que, con el cambio de sillas, Trump no ha logrado mover la aguja del voto dentro de la Fed; y que la mayoría de la vieja guardia (los independientes) sigue en sus puestos, incluido el expresidente Jerome Powell.

*Los acontecimientos recientes en la Fed dificultaron enormemente la posibilidad de que Trump pudiera llenar la Reserva Federal con personas afines.*

Todo esto ha descolocado a los defensores de la narrativa del envilecimiento del USD vía Fed, que empiezan a dar por agotada la estrategia de devaluación inducida del dólar, tal y como refleja el precio de la moneda. Desde la renovación de los presidentes regionales y la nominación de Warsh (señales de que la FED mantendría su independencia), el bitcoin y el oro han perdido más de una cuarta parte de su valor contra el USD (siendo este el que ha subido, no solo contra estos activos, si no contra el resto de las monedas).

**2. Corte Suprema favorece al USD:** La decisión de la Corte Suprema dictaminando que Trump no tiene motivos para destituir a la gobernadora de la Reserva Federal, Lisa Cook, rebaja la tesis de la instrumentalización de la FED para el envilecimiento del dólar. Más bien al contrario, refuerza la idea de la independencia de la Fed. Esta decisión podría prolongar la tendencia alcista del USD.

*La decisión de la Corte Suprema rebaja la tesis de la instrumentalización de la FED para el envilecimiento del dólar.*

**3. Las perspectivas de crecimiento relativo USA vs Mundo:** Tenemos dos argumentos para el USD: Uno a favor de un mejor desempeño relativo en EE. UU versus el mundo (alcista para el USD). Dicho argumento descansa en la continuación del auge de la inversión en IA y el mercado alcista de acciones. Luego está el argumento a favor de un mejor desempeño relativo del resto del mundo versus EE. UU (bajista para el USD), y este descansa principalmente en las expectativas de una paz duradera en Oriente Medio, a priori, más favorable para Europa, y algo menos para los EE. UU y el USD. ¿Cuál de los dos argumentos predominará? No es que deba darse sólo uno. Pueden coexistir ambos: un CapEx en IA aún elevado, y una paz duradera. La pregunta entonces es cuál de estas dos fuerzas predominará 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 el consecuente mercado alcista de acciones. Y aquí viene el hecho diferencial.

Un repunte del mercado supone un driver más favorable para la economía americana que para el resto de las economías. ¿Cómo? Poco a poco, la economía norteamericana ha pasado a estar impulsada más por el efecto riqueza que por el efecto renta. Por ejemplo, la Riqueza de las familias USA se sitúa hoy en los US\$174 billones; mientras que la renta disponible está en los US\$23 billones (ver gráfico inferior).



*El efecto riqueza sea un driver especialmente relevante ahora para la economía de los EUA. que, en 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 muy importante, 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 periodo 2014-2016, los EUA aceleraron su crecimiento dejando atrás a Europa. El € cayó de 1.4 a 1.05. En 2017, Europa sorprendió positivamente en una mejora cíclica sincronizada. El € se recuperó, de 1.05 a 1.25. En el periodo 2018-2019, los EUA volvieron a liderar en crecimiento. El € cayó de 1.25 a 1.10. En 2021-2022, tras la pandemia, y en parte por el shock energético, los EUA recuperaron más rápido y el € cayó hasta la paridad.

Lo mismo en el 23-24; con la economía USA sorprendiendo sistemáticamente, y el dólar manteniendo su fortaleza estructural. Una excepción se dio en 2025, con la economía de los EUA creciendo mucho más fuerte que Europa, pero el USD se desplomó (de 1.02 a 1.19). Atribuimos dicho comportamiento excepcional precisamente a la narrativa de que, tras su victoria, el presidente Trump perseguiría un envilecimiento de la moneda. Transcurrido el tiempo, esta narrativa, hoy, está perdiendo fuerza.

Efectivamente, el argumento favorable al EUR —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 (no debo) ignorar. Pero incluso si esta fuerza se impone, dudo que el crecimiento en Europa pueda superar al de los EUA; y dudo, por lo tanto, que veamos por ahí una rotación de capitales desde los EUA hacia otros mercados, como Europa. No veo la reedición del 2025, con el capital rotando fuera de los activos estadounidenses hacia Europa. Eso se debió, como ya he dicho, a una narrativa de un envilecimiento forzado del USD por parte de Trump. Algo que hoy ya no está encima de la mesa.

*La Weaponization del USD como driver negativo para el billete verde estaría quedando atrás e incluso la tendencia podría estar revirtiendo, con los Estados Unidos descongelando los activos iraníes y levantando sanciones a Rusia*

#### **4. 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 el 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, ¿Quién de todos los bancos centrales tiene más margen para ser más dovish? ¿El exportador de energía o el importador de energía? Yo creo que el segundo, por haber un mecanismo de transmisión a precios más directo. Si bien, todo dependerá también del punto de partida.

**5. La Weaponization del USD como driver negativo para el billete verde está dejando de ser un factor relevante.** Desde que los EUA impusieran a las autoridades occidentales la congelación de las reservas rusas en dólares, los gobiernos de todo el mundo consideraron como un riesgo mantener una gran parte de sus reservas en activos denominados en dólares. Ahora, esto ya ha quedado, atrás e incluso la tendencia podría estar revirtiendo, con los Estados Unidos descongelando los activos iraníes y levantando sanciones a Rusia.

Los motivos que muchos gobiernos esgrimían para reducir sus activos denominados en dólares están relajándose, incluso neutralizándose, 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 en USD continúan creciendo con fuerza.

**6. Salidas a bolsa en USA de valores extranjeros, favorece al USD:** Como ejemplo de actualidad, SK Hynix está a punto de acceder al mercado estadounidense para obtener capital mediante la emisión de un ADR por valor de 29.000 millones de dólares. La emisión de valores en dólares suele ser positiva para el dólar a medio y largo plazo. ¿Por qué? A medida que aumenta el valor de los activos denominados en dólares, también lo hace la demanda de capital circulante en dólares (y no me refiero al circulante empresarial, si no al volumen de dólares que el sistema financiero global necesita mantener para operar con esos activos). Un ejemplo: imagen dos países (país A y país B). El primero tiene 500 tiendas, y el segundo tiene 5000 tiendas. ¿En qué país hará falta más circulante? Pues en el mundo de los mercados financieros ocurre algo similar.

### Conclusión

Los diferentes factores que hasta hace poco alimentaban la narrativa de un envilecimiento del USD están generando señales contradictorias en los últimos tiempos; y la moneda estadounidense está ganando impulso en respuesta a un menor riesgo percibido sobre una devaluación inducida.

En el Comité Global de Inversiones Andbank (CIGA) hemos estrechado el rango de actuación para el EUR/USD, a fin de poder vender/comprar el USD 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, con una visión algo más estratégica, las fuerzas que describo en este paper me hacen pensar que el dólar podría seguir bien soportado en tendencia. Por ello, y a riesgo de cometer un pequeño suicidio reputacional alejándome del consenso (que hoy ve al EUR/USD deslizándose de nuevo hacia el 1,20), mi escenario sigue siendo justamente el contrario: un deslizamiento gradual hacia la zona del 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, si no el tiempo.

Cordiales saludos

Alex Fusté  
Chief Global Economist  
ANDBANK