

Flash Note: El dólar sigue en fase de corrección: diagnóstico y lectura estratégica

El dólar estadounidense volvió a debilitarse durante la sesión asiática de hoy miércoles. El índice DXY (que mide la fortaleza del dólar estadounidense frente a una cesta de las principales divisas mundiales) descendió hasta la zona de 96 puntos, lo que supone una caída del 3% frente a los niveles registrados apenas una semana antes. El billete verde rompe así el rango lateral (contra esta cesta de monedas) en el que había permanecido durante los últimos siete meses. Un rango que se interpretó como señal de que la fase correctiva del dólar podría haber finalizado. La pregunta es: ¿por qué se produce esta corrección ahora y hasta qué punto puede prolongarse? Para responder con precisión, es clave entender qué está realmente detrás de la caída del dólar, comenzando por descartar los factores que no explican el movimiento.

Lo que no explica la caída del dólar.

La debilidad del USD no responde a un deterioro del ciclo económico estadounidense. Al contrario, los últimos indicadores de crecimiento han sorprendido de forma recurrente al alza. En condiciones normales, este entorno macro debería actuar como soporte para esta divisa, especialmente en un contexto en el que los datos de Europa y Japón han perdido capacidad de sorprender positivamente.

Tampoco el movimiento en el dólar parece vinculado al comportamiento de los precios energéticos. El repunte del gas natural internacional tiende, de hecho, a favorecer al dólar, dado el papel de Estados Unidos como exportador relevante, y a penalizar las monedas de economías importadoras netas como la eurozona o Japón.

Por tanto, la reciente corrección del dólar no puede explicarse ni por la macro americana, ni por la energía.

"La debilidad del USD no responde a un deterioro del ciclo económico estadounidense ni al comportamiento de los precios energéticos."

Factores que se citan como causantes de la debilidad del dólar, pero que nosotros no consideramos determinantes

1. La nueva orientación monetaria de la Fed y el debate sobre su autonomía. Este es un factor frecuentemente citado. Las previsibles bajadas de tipos de interés de la Fed y su falta de independencia, así como la sucesión de Jerome Powell por alguien afín a la Casa Blanca. No considero que estos elementos expliquen la caída (al menos, la actual) del USD. Los recortes de tipos de la Fed eran conocidos con antelación y no coinciden temporalmente con el inicio de esta corrección del dólar, que se intensifica apenas el 22 de enero. Si el diferencial de tipos de cambio explicase hoy el nivel del dólar, este debería haberse apreciado en 2025, año en el que Powell mantuvo el diferencial de tipos dólar frente a tipos euro en niveles máximos. Sin embargo, ocurrió exactamente lo contrario. Respecto la perdida de autonomía de la Fed, las presiones políticas sobre la institución no son nuevas. Las citaciones al presidente Powell se produjeron más de una semana antes de la nueva fase de debilidad del dólar. Y respecto a la posible designación de Rick Rieder como sucesor de Powell, no resulta evidente que su perfil implique una postura significativamente más dovish que la de otros candidatos.

En conjunto, el flujo informativo relacionado con la Fed, su política, y su autonomía, puede calificarse como estructuralmente negativo para el dólar, pero ese flujo no se ha deteriorado de forma visible en los últimos días, por lo que difícilmente explica la magnitud del movimiento visto en el dólar en las 2 últimas jornadas. Hay que buscar las causas en otro lugar.

"La debilidad del USD tampoco responde a una nueva orientación de política monetaria de la Fed, ni al debate sobre su autonomía, o el posible reemplazo de Powell al frente del banco central."

2. ¿Una posible sobrevaloración del dólar? Es cierto que el dólar se sitúa en niveles elevados de valoración según paridad de poder adquisitivo, reflejo de haber concentrado una parte sustancial de los flujos globales durante los últimos años. Esta sobrevaloración sería preocupante si el USD no ofreciera valor incremental, pero lo cierto es que lo hace: Estados Unidos continúa concentrando los mayores crecimientos de beneficios empresariales del mundo. Si uno compra dólar a cambio de nada, puede acabar en una situación de sobrevaloración. Pero si hay una contrapartida real, no.

Dicho esto, si el mercado empezara a cuestionar la valoración de los activos de renta variable estadounidenses, y empezara implementar estrategias de retorno a la media (en PER), es muy probable que opten también por vender dólares y comprar la divisa más infravalorada (i.e., el yen japonés y, posiblemente, el euro). Sin embargo, no creo que los inversores piensen mayoritariamente que el PER del S&P vaya a volver a su media este año, máxime cuando el PEG no está en una situación de exceso.

Así, en conjunto, ni la orientación de la Reserva Federal, ni las dudas sobre su autonomía, ni el relevo al frente del banco central, ni la potencial sobrevaloración del dólar, explican de forma suficiente la magnitud del movimiento reciente.

"Las caídas del dólar tampoco responden a un exceso de valoración relativa del billete verde. Sí parece caro en términos de PPP, pero lo cierto es que el dólar es la única moneda que ofrece un valor incremental a través de sus activos."

Las causas reales del actual debilitamiento del dólar: Trump, su estilo confrontativo, y el miedo que este genera.

El desorden internacional provocado por Trump y su estilo de confrontación, generan incomodidad y animadversión incluso entre aliados históricos. Fíjense como las primeras grandes caídas del dólar coinciden con el inicio, por parte de Trump, de su guerra comercial contra todos sus socios comerciales. Y como la corrección más reciente del dólar comenzó inmediatamente después de amenazar a ocho aliados de la OTAN con aranceles punitivos por oponerse a sus exigencias de soberanía sobre Groenlandia. La relación entre estos episodios de confrontación, y el comportamiento del dólar, resulta cada vez más evidente.

"Lo que sí está detrás del debilitamiento del dólar es el estilo confrontativo de Trump y el miedo que este genera."

Al margen de cualquier valoración sobre el acierto o no de sus decisiones, lo cierto es que el enfoque confrontativo del presidente Trump afecta al dólar estadounidense a través de dos canales muy claros:

1. Desinversión por temor a confiscaciones: Si Trump está dispuesto a utilizar los aranceles como instrumento de presión política, los aliados pueden concluir que también podría instrumentalizar el dólar y recurrir a medidas más extremas, como la confiscación de activos, tal y como ocurriera con Colombia en enero de 2025. Este temor estaría acelerando hoy la diversificación de reservas oficiales fuera de activos estadounidenses. Concretamente, grandes fondos de pensiones nórdicos —especialmente en Suecia, Finlandia y Dinamarca—ya han iniciado procesos de desinversión en Treasuries y en dólar. El fondo danés Akademiker Pension anunció el 20 de enero (justo tras la confrontación con Trump) la venta de su exposición a deuda pública estadounidense. Se trata de un hecho observable.

“Desinversiones del dólar por temor a confiscaciones, y una percepción creciente de un menor flujo futuro de capitales hacia el complejo militar industrial estadounidense, explican las caídas recientes del dólar.”

2. Trump también alimenta la idea de un cambio estructural en los flujos reales futuros: Es una realidad más que visible la creciente incomodidad europea con su dependencia estratégica y militar de Estados Unidos. Esta incomodidad está impulsando un aumento de los esfuerzos en Europa de acelerar una UE más ampliada y militarmente más sólida (objetivos que han sido fijados oficialmente en la cumbre de emergencia en Bruselas esta misma semana). Y aunque el impacto inmediato de cualquier esfuerzo en esta dirección es limitado, su importancia futura es estructural. El posible éxito en el desarrollo de un complejo militar-industrial europeo implicaría a futuro una reasignación permanente de flujos de capital, que hasta ahora se dirigían de forma predominante hacia el complejo militar-industrial estadounidense. No es el efecto coyuntural de corto plazo lo relevante, sino la percepción de un punto de inflexión duradero. Esa sola posibilidad reduce la predisposición del inversor a mantener posiciones estructuralmente largas en dólar. Al menos, al mismo nivel que el visto hasta ahora.

Ni Europa ni el resto del mundo van a abandonar el dólar como activo de reserva. Pero incluso desplazamientos marginales de flujos (desde el dólar) son suficientes para presionar a la divisa, como ha quedado patente durante el último año.

Perspectivas y lectura estratégica.

Desde una lógica tradicional, el diferencial de crecimiento —con los EE. UU. revisando el PIB 2026 al alza hasta el 2,5% frente a una Alemania que lo rebaja desde el 1,3% al 1%—justificaría una apreciación del dólar desde los niveles actuales, de vuelta hacia 1,15 EUR/USD. Incluso es muy posible que la Fed sea capaz de mantener su independencia, lo que me llevaría a pensar que ese nivel debería consolidarse. Sin embargo, ni los modelos clásicos, ni la lógica convencional tienen poder explicativo alguno cuando el marco político se rige por la confrontación permanente. Sí. Algunos dicen que no es tan grave, y hablan del concepto TACO (Trump Always Chickens Out), para sugerir la idea de que Trump amenaza primero, pero retrocede después. Puede que en algunas ocasiones haya actuado así, pero el patrón recurrente de confrontación persiste.

Y sospecho que mientras el método siga siendo “negociar a través del conflicto”, es razonable anticipar coberturas sistemáticas del riesgo dólar, y desplazamientos de capital hacia activos refugio alternativos —la subida del oro esta madrugada (+4%), fruto de flujos saliendo del USD, es prueba clara de lo que digo—.

Otro elemento que me hace ser escéptico respecto a la posibilidad de una apreciación sostenida del dólar es la respuesta que el presidente Trump ofreció ayer martes al ser preguntado por la reciente depreciación del dólar, afirmando el dólar “lo está haciendo genial”. Esta declaración refuerza la percepción entre los inversores de que **la Administración prefiere activamente un dólar débil**.

A todo ello debo sumar un elemento operativo significativo, y que ha pasado desapercibido. Tras la supervisión del cruce dólar-yen por parte de la Reserva Federal durante la sesión estadounidense del viernes, ¡el tipo de cambio pasó de 158 yenes por dólar a 152 en apenas dos sesiones!. Por supuesto, el mercado comenzó a sospechar (con razón) que hubo una intervención coordinada entre la Fed y el Banco de Japón para frenar la fortaleza del USD frente al yen. ¿Es la idea de una intervención directa creíble? Sí. Basta recordar la advertencia pública del secretario del Tesoro, Scott Bessent, al ministro japonés de Economía, Comercio e Industria la semana pasada sobre la reciente depreciación del yen,. La respuesta de las autoridades niponas indicando que podrían “tomar medidas”, alimenta la tesis de intervencionismo cambiario.

¿Por qué es esto importante? **Mientras este tipo de actuaciones concertadas para evitar una apreciación adicional del dólar sigan sobre la mesa, será poco probable que los inversores adopten posiciones estructuralmente largas en USD.**

Pero... ¿son eficaces estas intervenciones? Las intervenciones cambiarias rara vez generan movimientos duraderos (que dependen más de situaciones estructurales en crecimiento, orientación monetaria y fiscal relativa), algo que hoy no se está produciendo como para justificar la reacción observada (caída del dólar, subida del yen). **Así, el dólar difícilmente podrá mantenerse estructuralmente débil frente al yen o el euro únicamente por efecto del intervencionismo, mientras siga siendo la única divisa que ofrece un valor incremental a través de la rentabilidad de sus activos.** Dicho esto, en el corto plazo, pocos inversores estarán dispuestos a posicionarse en el dólar, en contra de una acción oficial concertada para debilitarlo.

Toda esta cautela se ve amplificada por el hecho de que las autoridades chinas siguen permitiendo una apreciación gradual del renminbi (vendiendo dólares), añadiendo presión adicional al conjunto del bloque dólar.

Cordiales saludos

Alex Fusté
Chief Global Economist
ANDBANK