

JULIO 2024

EL DÓLAR Y SUS RIVALES



Ned Naylor-Leyland
Gestor de inversiones en oro y plata



Vikram Aggarwal
Director de Inversiones de Renta Fija



Xuchen Zhang
Analista de inversiones en renta fija emergente

A continuación repasamos las opiniones de algunos de nuestros gestores de fondos sobre si la hegemonía del dólar estadounidense podría verse cuestionada en un futuro cercano.

La congelación de unos 280.000 millones de dólares de activos de Rusia tras su invasión de Ucrania ha disparado una vez más la especulación sobre el futuro del dólar como reserva de valor y medio de cambio. Estas conjeturas no son nuevas para el billete verde: vaticinar la desaparición del dólar estadounidense viene siendo el pasatiempo favorito de los medios de comunicación desde hace muchos años. Sin embargo, la magnitud y el alcance de las sanciones contra Rusia han puesto en tela de juicio la percepción arraigada sobre la seguridad y la accesibilidad de las reservas de los bancos centrales. Otros países como Irán y Corea del Norte también se enfrentan a la reprobación de los gobiernos occidentales.



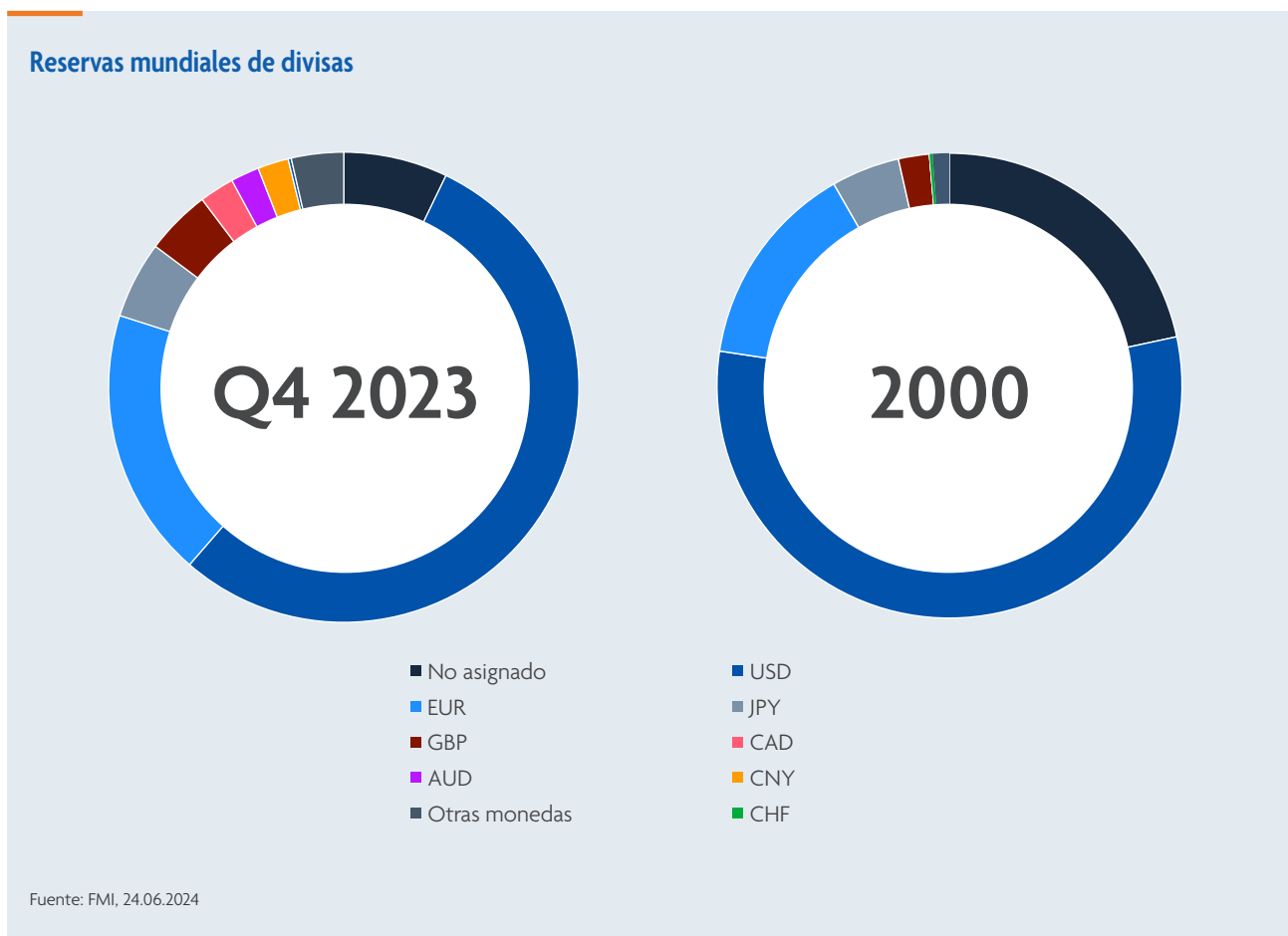
Las extensas sanciones impuestas por Estados Unidos y sus aliados occidentales han limitado el comercio y las inversiones, así como restringido el libre flujo de capitales. El creciente «uso beligerante» del dólar ha hecho que muchos países se sientan vulnerables, lo que azuza los debates sobre posibles alternativas. Cerca del 60% de las reservas internacionales se conservan en activos denominados en dólares. Además, el dólar es la divisa más negociada y desempeña un papel crucial en el comercio mundial, así como en los mercados de deuda.

«La era hegemónica del dólar estadounidense y, por ende, del Gobierno de Estados Unidos ha llegado de veras a su fin. La reciente medida de congelación de los títulos del Tesoro estadounidense pertenecientes a Rusia no hizo sino acelerar dicho proceso».

NED NAYLOR-LEYLAND
Gestor de inversiones en oro y plata

UN REFERENTE PROFUNDAMENTE ARRAIGADO

Muchos factores siguen respaldando la preeminencia del dólar. La economía estadounidense es la más poderosa del mundo y, mayor que la de China y Japón juntas, segunda y tercera por PIB. Posee un sistema financiero estable caracterizado por la independencia de instituciones tales como su banco central, así como una economía relativamente abierta.



Además, posee otros atributos positivos. Las reservas se acumulan comprando deuda pública de un país. El mercado de deuda del Tesoro estadounidense es el más líquido del mundo y emite una cantidad

significativa de deuda de máxima calificación. Cerca del 30% de la deuda pública en circulación en el mundo está emitida por el Gobierno estadounidense. El hecho de que el gobierno estadounidense nunca haya incumplido sus compromisos de deuda es una enorme baza que incentiva las inversiones en bonos del Tesoro.

El dólar sigue pujando muy por encima de su peso, gracias a una serie de factores entre los cuales destaca el papel como potencia militar mundial de Estados Unidos. Si bien el papel militar no siempre es obvio, el acuerdo entre Estados Unidos y Arabia Saudí en la década de 1970, por ejemplo, garantizaba que el productor de petróleo invirtiera sus petrodólares en bonos del Tesoro estadounidense como parte de sus reservas de divisas a cambio de ayuda militar. Muchos países, como Hong Kong, Emiratos Árabes Unidos y Arabia Saudí, vinculan sus monedas al dólar estadounidense, lo que subraya la importancia de la divisa y la credibilidad de la Reserva Federal.

Aun así, la porción de economía mundial que Estados Unidos representa se ha ido reduciendo a lo largo de los años conforme crecen los países asiáticos, entre ellos China e India. Se ha producido un cambio geopolítico caracterizado por una mayor rivalidad entre Estados Unidos y China, que ha frenado la globalización sin trabas. La pandemia de coronavirus evidenció que una cadena de suministro enormemente dependiente de China podría perjudicar al resto del mundo.

LOS CONTENDIENTES

El ascenso del dólar no se produjo de la noche a la mañana. La divisa estadounidense comenzó a eclipsar a la libra esterlina a principios del siglo XX, y la desintegración del imperio británico aceleró el proceso. Sin embargo, el ascenso de Asia, en particular de China, en los últimos 30 años ha ido inclinando cada vez más la balanza de poder.

Se habla del oro, el euro, el renminbi y las criptomonedas como activos que compiten con el protagonismo del dólar. Si bien los bancos centrales no han dejado de ir vendiendo sus tenencias de oro desde el final del sistema de Bretton Woods hace medio siglo, en la última década han empezado a perfilarse como compradores netos.

El metal dorado tiene ventajas, entre ellas la de actuar como depósito de valor y como cobertura contra la inflación.

El oro ha ido acaparado más protagonismo conforme los bancos centrales buscan un amortiguador frente a los riesgos que para la estabilidad financiera entraña el aumento de las

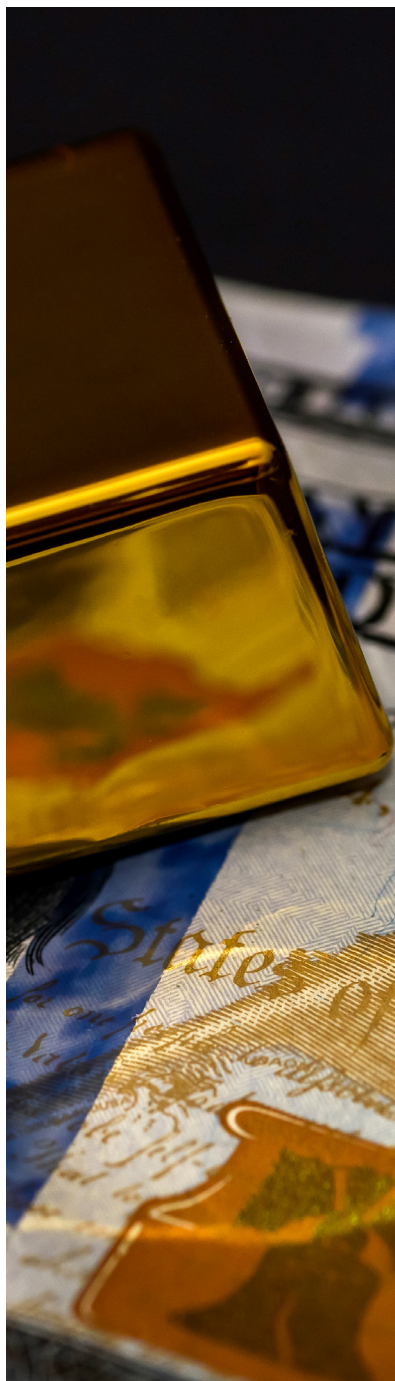
«En un mundo multipolar, no tiene sentido tener una sola moneda de reserva dominante. Hay una búsqueda de alternativas».

VIKRAM AGGARWAL
Director de Inversiones de Renta Fija

«Volvemos a adentrarnos en un mundo multipolar en que se usa el oro como moneda neutral de compensación, una vuelta a lo acordado tras la Segunda Guerra Mundial, en Bretton Woods en 1944».

NED NAYLOR-LEYLAND
Gestor de inversiones en oro y plata

tensiones geopolíticas, así como acontecimientos como la crisis financiera mundial y la pandemia de coronavirus. Alrededor de una quinta parte de las reservas de oro en superficie están en manos de los bancos centrales.¹



EL PATRÓN ORO: ¿UNA MALA IDEA?

Los acuerdos de Bretton Woods de 1944 fueron la respuesta a las devaluaciones competitivas y los frenos al comercio que marcaron el periodo de entreguerras, ya que tras la Segunda Guerra Mundial los esfuerzos se centraron en la reconstrucción y el crecimiento económico. Los signatarios acordaron mantener sus monedas fijas pero ajustables (dentro de un margen del 1%) al dólar, a la vez que el valor del dólar se fijó en 35 dólares por onza de oro. Este sistema permaneció en vigor hasta 1971, cuando el presidente Richard Nixon puso fin a la convertibilidad del dólar en oro, acuciado por los déficits de la balanza de pagos estadounidense.

El tipo de cambio fijo basado en el oro se abandonó por completo en 1973 y se instauró un sistema monetario internacional basado en tipos de cambio variables.

La moneda fiduciaria de cotización libre de hoy día dista mucho del patrón oro clásico que prevaleció durante veinte años hasta 1933, cuando la administración Roosevelt abandonó dicha política. Según esta, la Reserva Federal debía poseer oro por un valor equivalente al 40% del valor de la moneda que emitía y convertir esos dólares en oro a un precio fijo de 20,67 dólares por onza de oro puro.

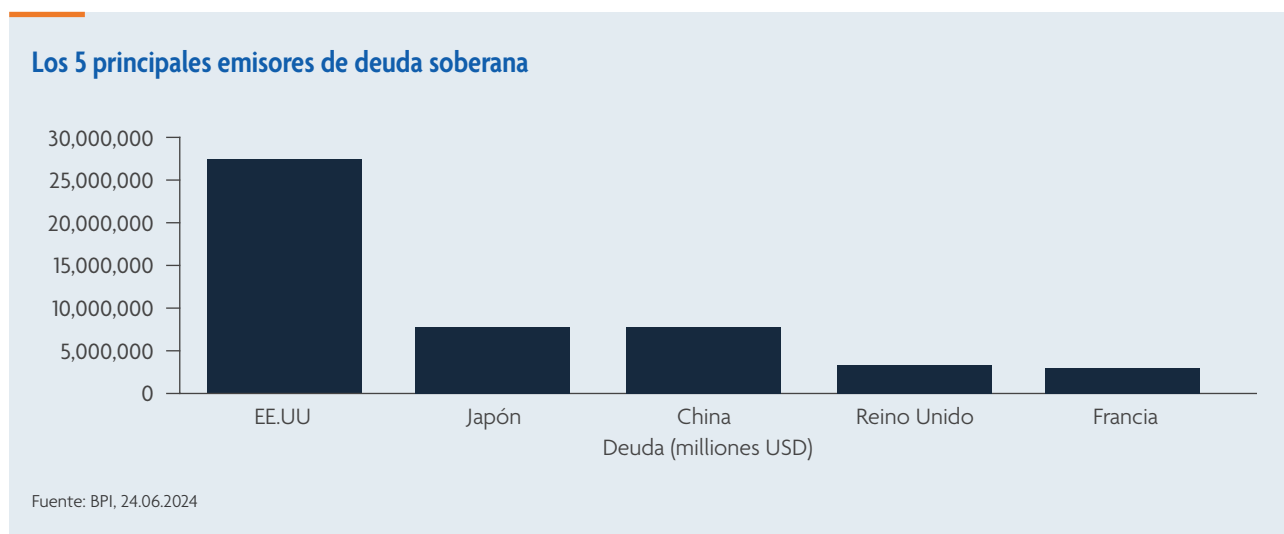
El paso del patrón metal a las monedas fiduciarias supuso que los tipos de cambio estuvieran determinados por la oferta y la demanda, así como por la confianza en la economía del país.

«La cuestión es si el patrón oro fue necesariamente algo malo», se pregunta Aggarwal, y si una moneda respaldada por oro o materias primas podría ser la respuesta al dólar. Un acuerdo de este tipo podría significar una oferta finita de divisas, a diferencia de un mundo dominado por el dólar, que permite a Estados Unidos la libertad de imprimir divisas sin control y aplicar una política fiscal procíclica, que podría resultar inflacionista.

EL PRINCIPAL RIVAL

El euro, introducido en 1999 con el afán de ganar autonomía estratégica frente al dólar, ofrecía un potencial de diversificación lejano al dólar. Desde el lanzamiento de la moneda común, la proporción de activos en dólares estadounidenses en reservas de bancos centrales ha caído 12 puntos porcentuales, hasta el 59%, mientras que la del euro ha rondado el 20%. La eurozona tiene muchos atributos similares

a Estados Unidos, tales como unos mercados financieros profundos y una economía abierta. Pero la moneda común sufrió una sacudida durante la crisis de deuda europea hace más de una década y no recobró la estabilidad hasta el famoso discurso del entonces presidente del BCE, Mario Draghi, en el que prometió defender la divisa.



Hasta hace escasos años, la Unión Europea no había empezado a vender deuda denominada en euros, por lo que el tamaño de la deuda en circulación en la divisa europea palidece en comparación con la estadounidense. La homogeneidad del mercado de deuda estadounidense también contrasta con los bonos emitidos en euros, fragmentados por país de emisión. Por ello, los gestores de reservas tienen que recurrir a la inversión en bonos de máxima calificación emitidos por países sólidos como Alemania, Bélgica y los Países Bajos.

Sin embargo, la cambiante dinámica geopolítica y la confiscación de activos rusos hacen que la confianza en el euro como activo de reserva neutral se haya erosionado en cierta medida. La falta de integración fiscal de la región aún podría pasarle factura a pesar de su integración monetaria.

EL AMBICIOSO ASPIRANTE

Las autoridades chinas han promovido cada vez más el uso del renminbi en el comercio bilateral.

Pero la moneda debe superar aún muchos obstáculos para lograr una mayor aceptación. Para empezar, no es totalmente convertible a través de la cuenta de capital de la balanza de pagos, lo que hace recelar a los inversores, ya que su capital podría quedar bloqueado si se produjera algún cambio de política para evitar las salidas. En porcentaje de reservas mundiales, el renminbi sigue estando muy por detrás del dólar. En términos de transacciones globales de pago, se sitúa por debajo del dólar, el euro y la libra esterlina, aunque su importancia puede seguir en ascenso en años venideros conforme sigan creciendo la economía y el comercio del país. ²

No cabe duda de que el mercado chino de deuda pública es profundo y ofrece oportunidades atractivas. Para posibilitar el acceso a los mercados de renta fija de la China continental, el país lanzó en 2017 el

programa «Bond Connect», aunque el proceso sigue resultando farragoso para los inversores extranjeros debido a la multitud de normas y requisitos.

LAS ADVENEDIZAS DE LOS NUEVOS TIEMPOS

En los últimos años, se ha producido un rápido crecimiento de criptomonedas como Bitcoin y Ethereum, lo que ha dado lugar a especulaciones sobre si el estatus internacional del dólar podría verse erosionado por la tecnología.

Mientras que todas las monedas analizadas hasta ahora (con la excepción del oro) están respaldadas por un banco central y, en última instancia, por una nación (o unión de naciones), las criptomonedas no lo están. Y este, argumentan sus partidarios, es precisamente su atractivo: al carecer de autoridad central, proporcionan una libertad que las monedas fiduciarias no pueden ofrecer. En lugar de una autoridad central, las criptomonedas verifican las transacciones mediante criptografía.

Sin embargo, la volatilidad de las criptomonedas las ha convertido en inversiones impredecibles. El Salvador, que se convirtió en el primer país en adoptar el Bitcoin como moneda de curso legal, ha padecido en propias carnes los intrínquilos de la criptomoneda. Parece que las criptomonedas se mantienen más por su valor especulativo que como medio de intercambio. Su falta de regulación también es un riesgo, como ha demostrado el reciente caso de Sam Bankman-Fried.

«El yuan se usa cada vez más para comprar petróleo y otras materias primas. Algunos otros países de mercados emergentes también están buscando diversificarse al margen del dólar, particularmente para sus importaciones no petrolíferas».

XUCHEN ZHANG

Analista de inversiones en renta fija emergente



LA PARIDAD MONETARIA DE HONG KONG: ¿PRESAGIO DE UNA RÁPIDA DESDOLARIZACIÓN?

Pese al ascenso de la rivalidad entre Estados Unidos y China, una parte del territorio chino mantiene su moneda vinculada al dólar. La vinculación, vigente desde 1983, se introdujo tras la presión a la que se vio sometida la divisa debido a las negociaciones con el Reino Unido para ceder este centro financiero a la China continental.

El dólar de Hong Kong está fijado en una estrecha banda en torno a los 7,80 dólares nacionales por dólar estadounidense, rango que se mantiene mediante una serie de mecanismos de arbitraje

e intervención automática. Estados Unidos era el mayor socio comercial del territorio cuando se introdujo la paridad. Sin embargo, a la postre ha sido eclipsado por China.

No cabe duda de que la Autoridad Monetaria de Hong Kong dispone del arsenal necesario para resistir cualquier frenesí especulativo. Pero el mantenimiento del rango significa que carece de margen sobre el nivel de base monetaria del territorio. La necesidad de mantener su política monetaria en sintonía con Estados Unidos también plantea dudas sobre la idoneidad de esta, ajena a las señales de crecimiento o inflación del territorio.

El problema es que, si los tipos de interés de Hong Kong difieren de los de Estados Unidos, ello podría brindar oportunidades de arbitraje. Cabe recordar que los tipos a un día subieron hasta casi el 300% en 1997, en plena crisis asiática. Habrá que permanecer atentos a una posible retirada del tipo de cambio fijo, en busca de señales que indiquen si la desdolarización se acelera, afirma Vikram Aggarwal.

LAS NOTICIAS SOBRE LA MUERTE DEL DÓLAR SON EXAGERADAS

¿Cuál es el futuro del dólar dada la actual fragmentación geopolítica? Naylor-Leyland afirma que el sistema financiero no ha asimilado aún el cambio sísmico provocado por la congelación de los activos rusos, ya que sigue utilizando los bonos del Tesoro estadounidense como garantía «sin riesgo», pero cree que el mundo se decantará cada vez más por el oro.

El mundo ha cambiado mucho en los últimos 50 años. El dólar sufrió ciertos contratiempos pocos años después de pasar a un mecanismo de tipo variable, ya que la elevada inflación de finales de los años setenta erosionó su valor. Desde entonces, la Reserva Federal estadounidense ha conseguido mantener la inflación más o menos estable.

Aunque la especulación sobre el papel del dólar en las finanzas mundiales persistirá en los próximos años, por ahora no

«Sin duda, el hegemon estadounidense seguirá luchando contra este cambio inevitable, pero lo mejor para todos será volver a utilizar el oro como tipo de interés sin riesgo, en lugar de alimentar a perpetuidad el exorbitante privilegio de Estados Unidos».

NED NAYLOR-LEYLAND

Gestor de inversiones en oro y plata

«Está bastante claro que el mundo avanzará hacia la desdolarización a medio plazo. Pero por ahora es difícil encontrar una alternativa que cumpla todos los requisitos».

VIKRAM AGGARWAL

Director de Inversiones de Renta Fija

parece haber una alternativa segura y fiable. La fe y la confianza depositadas en el billete verde quedan demostradas por cómo los inversores se apresuraron a comprar dólares incluso durante los períodos de mayor tensión, como la crisis financiera mundial y la pandemia de coronavirus.

NOTA: Como gestor de activos especializado, de alta convicción y activo, Jupiter carece de una visión de la compañía para dictar posiciones, por lo que el artículo refleja las opiniones propias de los gestores de fondos.

Referencias:

[A Central Banker's Guide to Gold as a Reserve Asset - Second edition | World Gold Council](#)

[China's renminbi pips Japanese yen to rank fourth in global payments \(ft.com\)](#)

[The dollar's international role: An "exorbitant privilege"? | Brookings](#)

[Enduring Preeminence \(imf.org\)](#)

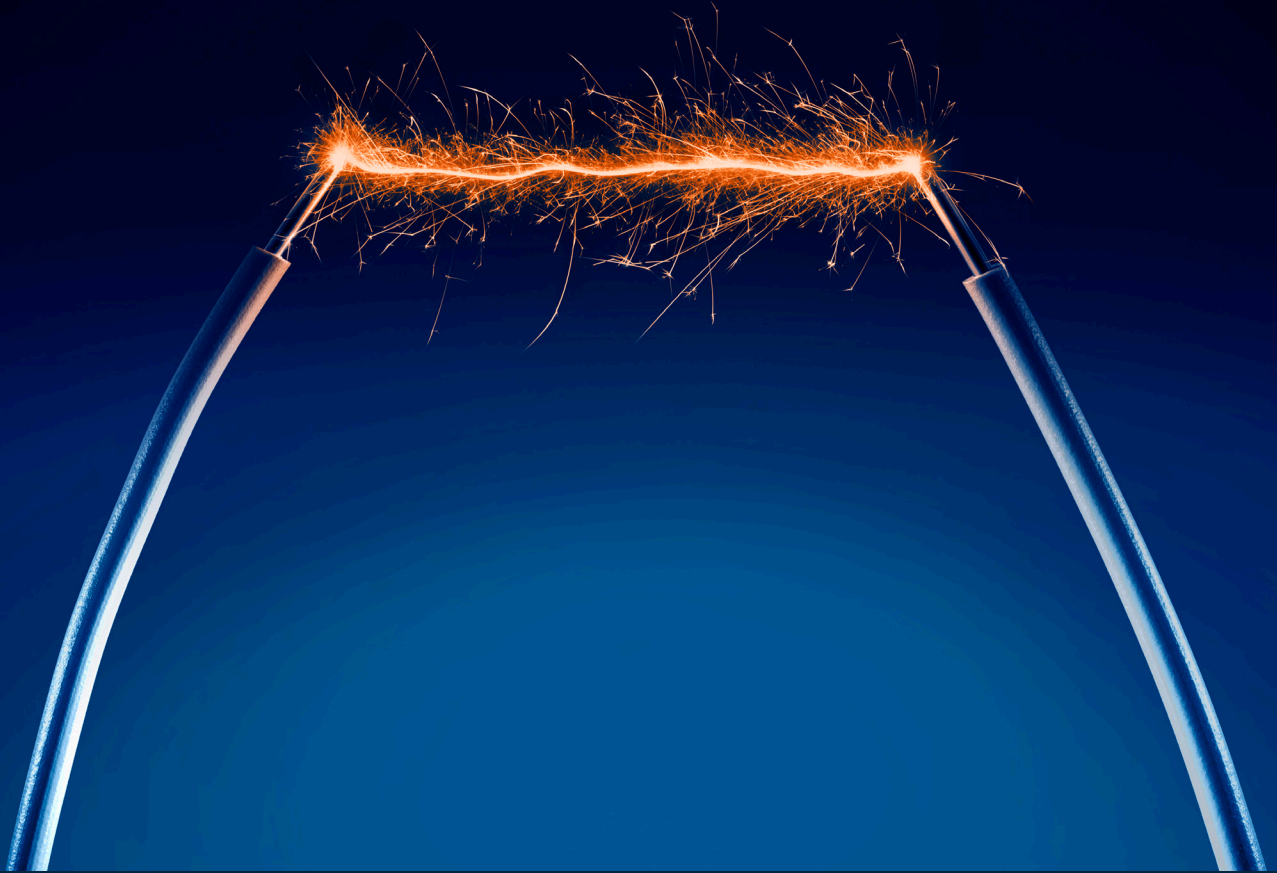
[Revisiting the international role of the US dollar \(bis.org\)](#)

[Christopher J. Waller: The Dollar's international role \(bis.org\)](#)

[Debt securities statistics publication table: BIS.SEC_C1.1.0](#)

[Creation of the Bretton Woods System | Federal Reserve History](#)

[Hong Kong Monetary Authority - Norman Chan on Asian Financial Crisis: The Battle to Defend Hong Kong's Financial Stability \(hkma.gov.hk\)](#)



La fuerza del pensamiento activo: juicios independientes: *Un rasgo clave del enfoque de inversión de Jupiter es que evitamos adoptar una «visión de la compañía»; en lugar de eso, preferimos dejar que nuestros gestores formulen sus propios juicios sobre la clase de activos en la que invierten. Por ello, es preciso señalar que las opiniones expresadas, incluidas las referidas a cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, pertenecen al autor o autores y podrían diferir de las que mantienen otros profesionales de la inversión de Jupiter.*

Información importante: Este documento está dirigido a profesionales de la inversión y no está destinado para el uso o el beneficio de otras personas. Este documento tiene una finalidad exclusivamente informativa y no debe considerarse como asesoramiento de inversión. Las fluctuaciones del mercado y de los tipos de cambio pueden provocar alteraciones al alza o a la baja del valor de una inversión, y es posible que usted no recupere todo el capital inicialmente invertido. Las opiniones expresadas en este documento pertenecen a las personas mencionadas en el momento de su redacción, no coinciden necesariamente con las de Jupiter como empresa y podrían estar sujetas a cambio. Eso es algo que sucede sobre todo durante periodos en los que las circunstancias del mercado cambian rápidamente. Ponemos todo el empeño en asegurar que la información sea correcta, pero no se ofrecen garantías ni seguridad a este respecto. Los ejemplos de posiciones tienen una finalidad exclusivamente ilustrativa y no constituyen una recomendación de compra o venta. Publicado en el Reino Unido por Jupiter Asset Management Limited (JAM), domicilio social: The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, Londres, SW1E 6SQ. Entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta en los Mercados Financieros del Reino Unido. Publicado en la Unión Europea por Jupiter Asset Management International S.A. (JAMI), cuyo domicilio social es: 5, Rue Heienhaff, Senningerberg L-1736, Luxemburgo. Entidad autorizada y regulada por la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero (CSSF). No podrá reproducirse ninguna parte de este documento por ningún medio sin el consentimiento previo de JAM/JAMI/JAM HK.