

El final del ciclo de fortaleza del dólar

SEPTIEMBRE DE 2025

AUTORES



Benoit Anne
Director general sénior
Grupo de estrategias
e información



Trisha Guchait
Analista cuantitativo

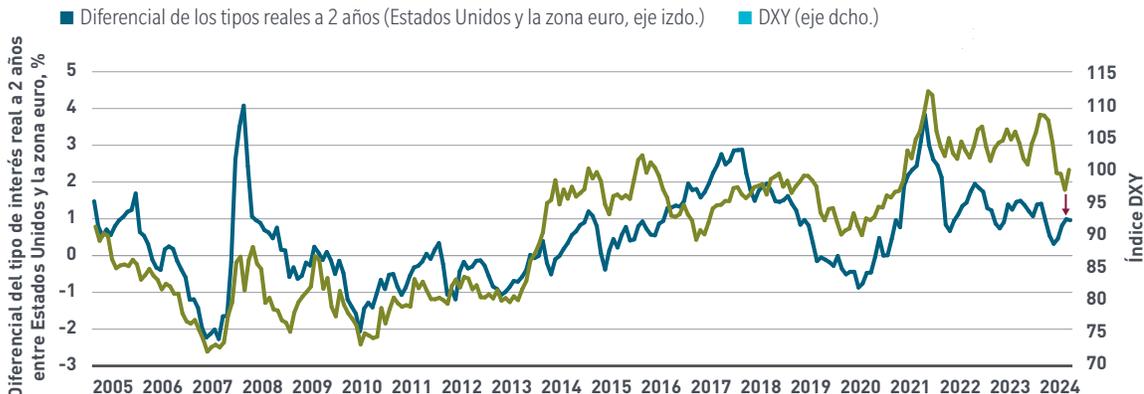
Parece que el dólar se está viendo sometido a una considerable presión. No solo a corto plazo, sino también en el contexto de las asignaciones de activos estratégicas que llevan a cabo los inversores de todo el mundo. La única parte positiva es que no somos de la opinión de que el billete verde perderá su estatus de divisa de reserva principal en un futuro próximo. En este entorno, pensamos que el argumento a favor de la diversificación internacional es más sólido que nunca. De cara al futuro, las clases de activos del resto del mundo, entre las que cabe incluir la renta variable de países distintos de Estados Unidos, la renta fija europea y la deuda de mercados emergentes, podrían hallarse en posición de beneficiarse de las presiones que acusa en estos instantes el dólar.

Visión táctica: riesgos adicionales a corto plazo para el dólar estadounidense

La actual coyuntura en el plano macroeconómico y de mercados apunta a que siguen existiendo riesgos bajistas para el dólar estadounidense, en nuestra opinión. En primer lugar, si echamos un vistazo a los fundamentales del crecimiento, consideramos que los riesgos de que se produzca una ralentización son más acusados en Estados Unidos que en la mayor parte de sus socios. En gran medida, esto viene a reflejar la incertidumbre que se cierne sobre el impacto de la congelación de la inmigración y los aranceles comerciales en el crecimiento, dos iniciativas políticas de calado que acometieron las autoridades del gigante norteamericano a lo largo de los últimos meses. Aunque no pronosticamos un riesgo notable de recesión en Estados Unidos, las perspectivas denotan una desaceleración del crecimiento. Por el contrario, otras regiones, como la zona euro, se encuentran ahora en una fase de recuperación del crecimiento. Las divergentes perspectivas económicas entre Estados Unidos y el resto del mundo constituyen una de los principales lastres para el dólar estadounidense.

Asimismo, las perspectivas relativas a los tipos de interés relativos sugieren que el billete verde podría depreciarse en periodos venideros. Habida cuenta de este panorama, es muy probable que, a lo largo de los próximos trimestres, la Reserva Federal de Estados Unidos recorte su política de tipos en mayor medida que otros bancos centrales principales. Ahora bien, el Banco Central Europeo se halla cerca del final de su ciclo de relajación, mientras que es probable que el Banco de Japón sopesa la idea de llevar a cabo un mayor endurecimiento en su política de cara al futuro. Nos parece que el ciclo de política monetaria global exhibe una sincronización mucho menor que hace algunos trimestres. Todo ello implica que el diferencial de tipo de interés entre Estados Unidos y sus socios podría contraerse aún más, lo que ejercería una presión adicional sobre el billete verde. Como se ilustra en el gráfico 1, el dólar ha estado cotizando respecto al euro en recientes fechas en niveles más elevados de lo que implicaría el diferencial de los tipos de interés reales respecto de la zona euro. No obstante, esta situación podría revertirse en el futuro en el caso de que la Fed reanude sus recortes de tipos oficiales.

Gráfico 1: El diferencial de tipo de interés entre Estados Unidos y la zona euro apunta a unos riesgos bajistas adicionales para el dólar estadounidense

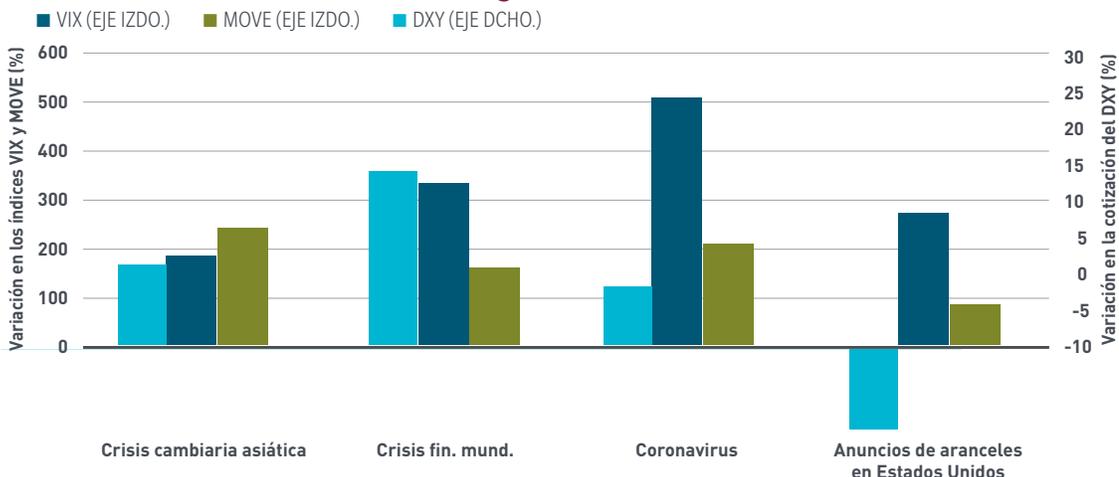


Fuentes: Bloomberg. El diferencial del tipo de interés real se estima como la diferencia entre los tipos reales a 2 años de EE. UU. (tipo nominal menos punto muerto de inflación) y el swap denominado en euros (tipo nominal menos swap de inflación). Datos mensuales. Hasta julio de 2025.

En nuestra opinión, el actual entorno político en Estados Unidos representa un riesgo adicional. Para empezar, las preocupaciones sobre un exceso de gasto fiscal podrían socavar el apetito de los inversores de todo el mundo por activos denominados en dólares, ya que esta situación podría provocar un aumento de los tipos de interés a largo plazo y desencadenar una corrección tanto en la renta fija como en la renta variable estadounidense. La credibilidad del marco de política macroeconómica más general de EE. UU. también parece verse en entredicho si se tiene en cuenta el significativo incremento de la presión política sobre la Fed. Consideramos que la independencia del banco central se perfila como uno de los principios fundacionales de un sistema de política macroeconómica creíble. De hecho, varios países emergentes ya aprendieron esta lección por las malas, cuando la subordinación de la política del banco central a las inquietudes políticas se vio estrechamente correlacionada con una pésima trayectoria de lucha contra la inflación y con unos elevados riesgos de salida de capital.

En este contexto, el dólar ha experimentado en recientes fechas cierto deterioro en sus atributos de moneda refugio. Este hecho quedó bastante patente en los primeros compases de abril, momento en que se intensificó la guerra comercial. En ese momento, la fuerte perturbación de aversión al riesgo resultante se asoció con un movimiento bajista del dólar de gran magnitud (gráfico 2). De manera similar, el dólar se debilitó en paralelo con la renta variable estadounidense a comienzos de agosto, tras la publicación de unos nefastos datos de empleo no agrícola, lo que señalaba que se estaba comportando más como una moneda propicia para la asunción de riesgos. Cabe destacar que, en términos históricos, el dólar se ha beneficiado de las perturbaciones que afectan al apetito por el riesgo, y los bonos del Tesoro de EE. UU. suelen ser el valor refugio por excelencia.

Gráfico 2: El deterioro de los fundamentales de Estados Unidos ha menoscabado el estatus de moneda refugio del dólar



Fuente: Bloomberg. Datos diarios para cada episodio. Las reacciones de los valores refugio para cada clase de activo representan el máximo repunte o la máxima caída que sucedió en los siguientes periodos respectivos: Crisis cambiaria asiática = del 1 de julio de 1997 al 31 de diciembre de 1998; crisis financiera mundial = del 1 de julio de 2008 al 31 de marzo de 2009; COVID-19 = del 1 de febrero de 2020 al 30 de abril de 2020; Día de la Liberación = del 1 de enero de 2025 al 11 de abril de 2025.

El modelo de nuestro equipo de inversión cuantitativa no apunta a una apreciación del dólar estadounidense a corto plazo. Nuestro proceso cuántico se nutre de un abanico diverso de indicadores para realizar la asignación en el conjunto de divisas de países desarrollados. El modelo incluye factores de valor y de carry, que son más persistentes por naturaleza, así como señales a más corto plazo como la dinámica (momentum) y el sentimiento. El dólar estadounidense aparece sobrevalorado, aunque el carry sigue revistiendo atractivo. Las señales a corto plazo son dispares, aunque se han inclinado hacia las posiciones cortas. Cabe indicar, sin embargo, que estos factores experimentan una mayor rotación. En conjunto, los factores tácticos revelan una posición de neutral a ligeramente corta en el dólar, no son muy favorables a una apreciación del billete verde a corto plazo.

Los únicos factores que respaldan la divisa estadounidense son los indicadores técnicos. En concreto, el posicionamiento en corto en el dólar es una de las operaciones que presentan una mayor concentración en este momento. El mercado presenta una posición corta neta en el dólar que no se observaba desde 2021 (gráfico 3). Si bien este telón de fondo técnico favorable puede provocar algo de volatilidad e incluso desembocar en un repunte temporal del dólar estadounidense, creemos que, de cara al futuro, los fundamentales macroeconómicos poco favorables podrían despuntar como el principal motor de la moneda.

Gráfico 3: El mercado se posiciona en corto en el dólar estadounidense

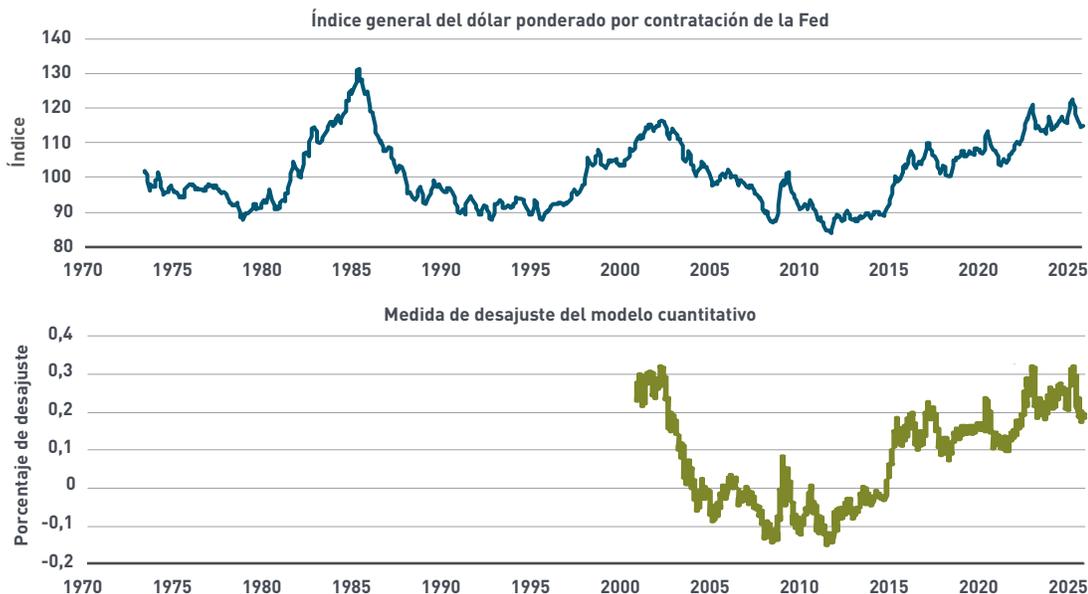


Fuente: Bloomberg CFTC. Posiciones netas no comerciales agregadas en el índice NYCE del dólar estadounidense

Visión estratégica: la valoración y el comportamiento de los inversores de todo el mundo no respaldan al dólar más allá del corto plazo.

Según estándares históricos, la mayoría de los parámetros de valoración de divisas apuntan a que el dólar presenta una sobrevaloración de, como mínimo, el 10%. Por ejemplo, medido desde la década de 1970, el índice real del dólar de la Fed se sitúa, en la actualidad, aproximadamente un 13% por encima de su media de largo plazo. Si echamos la vista atrás, parece que el ciclo de fortaleza del dólar marcó su punto máximo en enero de 2025. La conjugación de un dólar caro y el hecho de que la moneda ha empezado a mostrar indicios de depreciación puede ejercer una influencia significativa sobre el comportamiento de los inversores de todo el mundo.

Gráfico 4: Valor del dólar y desajuste del modelo cuantitativo



Fuentes: Datastream, Fed. Datos mensuales en relación con el índice general ponderado por negociación de la Fed. Hasta agosto de 2025. Datos diarios de nuestro modelo cuantitativo, hasta el 12 de septiembre de 2025.

El modelo de tipo de cambio de equilibrio conductual cuantitativo (BEER, por sus siglas en inglés) genera un resultado similar. El modelo BEER calcula el valor razonable de la divisa partiendo de tipos de cambio reales de largo plazo. Estos tipos se ajustan por los diferenciales actuales en la productividad y las relaciones de intercambio, lo que ayuda a explicar desviaciones respecto de las medias a largo plazo. Una divisa sobrevalorada puede contar con el respaldo de unos fundamentales económicos relativamente robustos. Al emplear un índice de tipo de cambio ponderado por contratación de los países del G10, el modelo BEER sugiere una sobrevaloración del dólar del 18,7%, lo que implica que, aun después de considerar los diferenciales económicos, se prevé que el dólar seguirá debilitándose (gráfico 4). Además, el valor de la divisa influye en las rentabilidades futuras de la renta variable, y el abaratamiento del dólar que se pronostica podría suponer un lastre para la renta variable estadounidense.¹

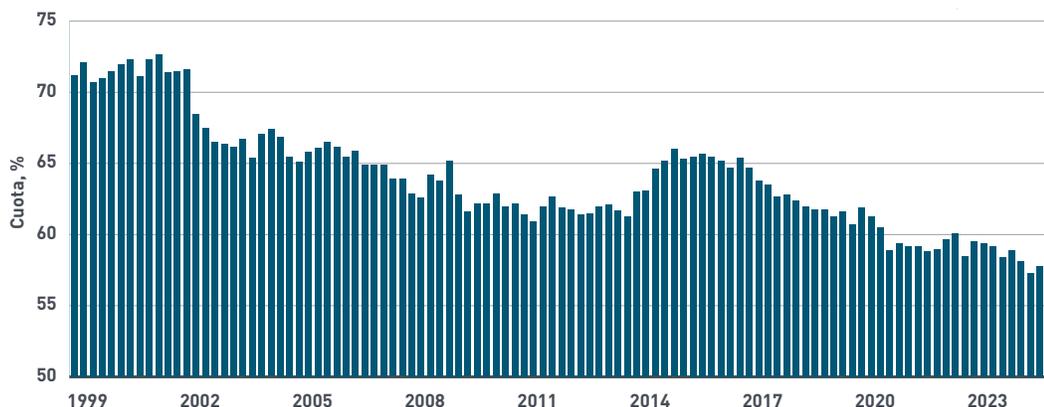
Dos comportamientos clave de los inversores podrían desembocar en una mayor flaqueza del dólar en el corto plazo. Estos comportamientos guardan relación con la asignación a escala mundial y la cobertura cambiaria. En cuanto a la asignación global, existe el riesgo de que los inversores, en su asignación estratégica de activos, opten por diversificar fuera del ámbito de los activos denominados en dólares estadounidenses. Este reajuste, a su vez, desencadenaría una reducción de la exposición al dólar, lo que beneficiaría al resto del mundo. En gran medida, este fenómeno ya se ha observado en los últimos meses, pero podría persistir en el caso de que la coyuntura macroeconómica y de mercado —como hemos comentado anteriormente— sigue siendo poco propicia. Creemos que los inversores de todo el mundo se han visto expuestos sobremedida a los mercados estadounidenses, por lo que un reajuste podría llevar cierto tiempo, dado el proceso de inversión de los grandes inversores institucionales.

La cobertura de divisas podría ejercer una presión adicional sobre el dólar. Entre 2022 y 2024, el elevado coste de cubrir la exposición al dólar —debido al incremento de los tipos de interés estadounidenses a partir de 2022— empujó a algunos inversores institucionales de Asia y Europa a reducir sus ratios de cobertura. En concreto, el Banco de Japón indicó que el ratio de cobertura de las principales aseguradoras de vida japonesas descendió de cerca del 60% de 2021 al 40% en 2024.² Ahora es probable que este comportamiento se revierta en el futuro. Como destacó el Banco de Pagos Internacionales (BIS) en su informe de junio de 2025, la cobertura de divisas por parte de los inversores no estadounidenses que mantienen activos de EE. UU. parece haber contribuido al debilitamiento del dólar en los últimos meses.³ En términos técnicos, se trata del ajuste en el ratio de cobertura frente al dólar lo que crea el mayor riesgo para la moneda estadounidense, en oposición a la compra de un activo en dólares con cobertura de divisas. En este contexto, cobra vital importancia seguir de cerca la estrategia de cobertura cambiaria de los grandes inversores de todo el mundo de cara al futuro.

Visión estructural: el papel del dólar como moneda de reserva

Si analizamos el panorama a más largo plazo y, en particular, el estatus del dólar estadounidense en el sistema financiero internacional, los pronósticos son mucho más positivos. No creemos que el dólar vaya a afrontar grandes desafíos a la hora de desempeñar su papel como principal moneda de reserva. Cierto es que la cuota del dólar en el entorno de las reservas mundiales ha caído a lo largo del tiempo. De acuerdo con los últimos datos del FMI, el billete verde representa alrededor del 58% de las reservas oficiales a escala mundial⁴, un dato inferior al 70% que registró hace 20 años (gráfico 5). Sin embargo, no prevemos ninguna competencia importante al estatus del dólar. Con una cuota que ronda el 20% de las reservas oficiales mundiales, el euro ocupa un distante segundo lugar, seguido por el yen japonés con un 5,8%. Podría ocurrir que la cuota del dólar estadounidense siga descendiendo en el futuro, pero lo más probable es que sea un proceso lento y gradual. El principal obstáculo para los posibles competidores es el tamaño del mercado y la liquidez. Sea cual sea la opinión que se tenga sobre los bonos del Tesoro de EE. UU. en estos días, la realidad es que el mercado tiene un tamaño diez veces mayor que el de los bunds alemanes. En términos de volumen medio diario —un parámetro útil de liquidez—, la liquidez del mercado del Tesoro estadounidense es 30 veces mayor que la de su homólogo europeo. En otras palabras, el dólar y el mercado de títulos del Tesoro de EE. UU. seguirán siendo los vehículos esenciales de la inversión mundial.

Gráfico 5: La cuota del dólar en las reservas mundiales sigue siendo significativa, aunque ha ido cayendo de forma paulatina



Fuentes: FMI, datos de *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. Datos trimestrales hasta marzo de 2025.

Repercusiones para la inversión: el argumento a favor de una diversificación internacional

El argumento a favor de la diversificación internacional se ha visto reforzado por las perspectivas desfavorables sobre el dólar estadounidense. Una de las principales lecciones que hemos aprendido en lo que va de 2025 es la importancia de la diversificación a escala mundial. Debido a la percepción de excepcionalidad de EE. UU. en los últimos años, los inversores mundiales quizá mantenían una asignación excesiva en ese país, aunque esa narrativa ahora enfrenta importantes desafíos, lo cual probablemente se refleje en cierta rotación en detrimento de Estados Unidos. De cara al futuro, las clases de activos del resto del mundo —como la renta variable no estadounidense, la renta fija europea y la deuda de mercados emergentes (ME)— podrían sacar partido de las presiones continuas sobre el USD. En particular, creemos que los planetas se han alineado a favor de la deuda de ME en moneda local. Por su naturaleza, la deuda local de ME ofrece una diversificación considerable entre países. De hecho, el principal índice de referencia, el J.P. Morgan GBI EM Diversified, incluye 19 países de Asia, EMEA y América Latina. Más importante aún, aunque el entorno macroeconómico mundial sigue siendo crítico para esta clase de activos, los factores macroeconómicos locales, especialmente, la política de los bancos centrales y la inflación interna, tienden a influir considerablemente en la evolución de los mercados locales.

¹ Nuestro modelo cuantitativo de asignación de renta variable de mercados desarrollados utiliza el valor de la divisa como uno de sus factores. Habida cuenta de la sobrevaloración del dólar, el factor actualmente recomienda la renta variable no estadounidense.

² Fuente: Banco de Japón, Informe del Sistema Financiero (abril de 2025)

³ Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), boletín del BIS nº. 105, 20 de junio de 2025.

⁴ Fuente: FMI, IMF data brief: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, 17 de julio de 2025

El MSCI World Index mide la evolución de los mercados de renta variable del mundo desarrollado. Fuente de los datos de índices: MSCI. MSCI no ofrece garantía o declaración alguna, ni expresa ni implícita, y no asumirá responsabilidad alguna en relación con cualesquiera datos de MSCI incluidos en el presente documento. Los datos de MSCI no pueden redistribuirse ni emplearse como base para otros índices, ni para ningún valor o producto financiero. MSCI no ha aprobado, revisado ni elaborado el presente informe.

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

Las opiniones expresadas en este material pertenecen al Grupo de estrategias e información de MFS, parte de la unidad de distribución de MFS, y pueden diferir de las de los gestores de carteras y analistas de MFS. Estas opiniones pueden variar en cualquier momento y no deben interpretarse como asesoramiento de inversión del Asesor, como recomendaciones sobre títulos-valores ni como indicación de intención de negociación en nombre de MFS. Las previsiones no están garantizadas.

La diversificación no garantiza la obtención de beneficios ni la protección frente a pérdidas. Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

DIVULGACIÓN PÚBLICA

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por:

EE. UU. – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFSI»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc., Miembro de SIPC; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER; **Nota para los lectores de Europa (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local. **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia. **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión. **Para los lectores de Arabia Saudí, Kuwait, Omán y EAU (con la excepción del Centro Financiero Internacional de Dubái (DIFC) y el Centro Financiero Internacional de Abu Dabi (ADGM)). En Catar, esta información se dirige estrictamente a inversores sofisticados y personas con elevados patrimonios. En Baréin, dicha información se dirige en exclusiva a instituciones sofisticadas:** La información contenida en este documento se dirige estrictamente a inversores profesionales. La información contenida en el presente documento no constituye una oferta, invitación o propuesta de oferta, recomendación de solicitud u opinión u orientación sobre un producto, servicio y/o estrategia financiera, y debe interpretarse como tales. Aunque se ha puesto el máximo esmero a la hora de garantizar la exactitud de la información contenida en el presente documento, no se asume responsabilidad alguna por los errores, las equivocaciones o las omisiones que pudiera contener, ni por las medidas que se adopten sobre la base de dicha información. Solo podrá reproducir, difundir y utilizar este documento (o cualquier parte de él) con el consentimiento de MFS International U.K. Ltd (en adelante «MIL UK»). La información incluida en el presente documento se ofrece exclusivamente con fines informativos. No está destinada al público en general, y no debe ser distribuida al público general ni ser utilizada por este. La información contenida en el presente documento puede contener afirmaciones que no revisten un carácter puramente histórico, sino que son «afirmaciones con vistas a futuro». Se trata, entre otras cosas, de proyecciones, previsiones o estimaciones de ingresos. Estas declaraciones prospectivas se fundamentan en determinados supuestos, algunos de los cuales se describen en otros documentos o materiales pertinentes. Si no entiende el contenido de este documento, deberá consultar a un asesor financiero autorizado. Tenga en cuenta que cualquier material enviado por el distribuidor (MIL UK) ha sido enviado electrónicamente desde el extranjero. **Sudáfrica:** el presente documento y la información en él contenida no constituyen ni pretenden constituir una oferta pública de valores en Sudáfrica, por lo que no deberán interpretarse como tal. El presente documento no está concebido para su distribución generalizada al público en Sudáfrica. Este documento no ha recibido la aprobación de la Financial Sector Conduct Authority ni MFS International (U.K.) Limited ni sus fondos están registrados para la venta pública en Sudáfrica.