

El ciclo, protagonista



[iStockphoto/Thinkstock]

Una vez que las tensiones en los mercados de deuda soberana en Europa parecen contenidos gracias a la acción decidida del BCE y que la rebaja de *rating* en EEUU no ha provocado una debacle en su mercado de deuda pública como inicialmente pudiera presumirse, el ciclo vuelve a tomar protagonismo de cara a la segunda mitad del ejercicio. Analizamos sus implicaciones para el mercado de divisas.

Pablo Guijarro

MÁXIMA INCERTIDUMBRE, IMPACTO MUY REDUCIDO

El verano ha deparado diferentes episodios de tensión en los mercados financieros, tal y como viene siendo habitual en los últimos años. A la ya recurrente tensión en los mercados de deuda pública del área euro (controlada gracias a la acción inicial del BCE) se ha sumado la rebaja de *rating* efectuada por S&P a la deuda emitida por el Tesoro de EEUU. El mercado de divisas, sin embargo, apenas ha registrado un impacto significativo derivado de estos episodios. Para muestra, el tipo de cambio del dólar frente al euro: el cruce se ha movido en un rango cuya amplitud no ha superado el 2,5% (en septiembre de 2008, el rango

Tipo de cambio dólar/euro



Fuente: Fixing BCE.

tuvo una amplitud de un 6%), registrando el euro una apreciación que no ha llegado al 1%. Tendencia muy similar a la observada en el cruce de la libra frente al euro, que apenas ha oscilado más de un 2% durante el mes de agosto.

Dada la convergencia de factores de riesgo entre EEUU y el área euro, es preciso llevar a cabo una gestión muy activa del riesgo de tipo de cambio en la parte final del año

Han sido de nuevo las divisas percibidas como refugio a lo largo de toda la crisis financiera, yen japonés y franco suizo, las que más inestabilidad han registrado: sus rangos de variación frente al euro han ascendido, respectivamente, al 5 y al 9,5%.

OPCIONES FRENTE A FORWARD

El incremento de la volatilidad que se ha producido en los mercados financieros en el verano, a pesar de no tener un traslado directo a la evolución de los principales cruces del mercado de divisas, sí ha ocasionado un renovado encarecimiento del coste de las opciones como cobertura del riesgo de tipo de cambio.

En la actualidad, la cobertura de cobros en dólares mediante opciones con vencimiento a seis meses supondría el desembolso de una prima de un 4% sobre el notional total que cubrir. La reducción de tipos de interés que ha ocasionado el deterioro del ciclo en EEUU y el área euro ha motivado que, de nuevo, los diferenciales entre ambas economías se hayan estrechado, dando lugar a un abaratamiento notable de la cobertura mediante *forward*: a plazo de seis meses, el dólar cotiza con una prima de apenas un 0,15%.

Consideramos, por lo tanto, que la alternativa más adecuada para la protección de desembolsos cuyo grado de certidumbre sea elevado, sigue siendo el seguro de cambio o *forward*.

Volatilidad implícita en las opciones sobre tipo de cambio dólar/euro a 6 meses (%)



Fuente: Afi y Datastream.

EL CICLO ECONÓMICO SERÁ PROTAGONISTA DE LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO

El reducido impacto de las variables de riesgo sistémico da paso a una segunda mitad del ejercicio que estará presidida, sin duda, por la influencia que pueda tener la evolución de las principales variables macroeconómicas. Y las señales obtenidas son negativas, sobre todo desde la vertiente de la confianza empresarial. En este contexto, la Reserva Federal ya ha confirmado que mantendrá los tipos de interés en niveles reducidos al menos hasta 2013 y el BCE ha suavizado de forma considerable su discurso con respecto al observado en el primer trimestre del ejercicio.

En este escenario se produce, por lo tanto, una renovada convergencia de las expectativas de crecimiento y de movimientos de tipos por parte de los bancos centrales, que, sin duda, provocará cierta indefinición en la evolución del mercado de divisas. A pesar de que no anticipamos grandes movimientos en el cruce del dólar frente al euro, recomendamos llevar a cabo una gestión muy activa del riesgo de tipo de cambio en la parte final del ejercicio.

Los acontecimientos estivales apenas han provocado alteraciones significativas en las cotizaciones de los principales tipos de cambio del euro

Consideramos que la aproximación a niveles de 1,42 dólar/euro es atractiva para iniciar la cobertura de cobros denominados en dólares, cobertura que debiera ser reforzada ante movimientos hacia la cota de 1,40 dólar/euro. Para la cobertura de pagos, niveles de 1,45 dólar/euro son atractivos para proteger desembolsos denominados en dólares en la parte final del ejercicio, protección que debiera reforzarse ante movimientos hacia la zona de 1,47 dólar/euro ::