

Los bancos centrales incrementan la volatilidad en el mercado de divisas

La volatilidad ha sido una de las características más representativas del mercado de divisas durante el primer mes del año 2015. Las monedas de los principales bloques económicos han experimentado variaciones de gran calado que, en gran medida, vienen condicionados por el contexto extraordinario de política monetaria en el que nos encuadramos en la actualidad. La decisión del Banco Central Suizo, que deja libre el tipo de cambio de su divisa, la tolerancia de la Fed a un dólar fuerte y la búsqueda de la depreciación del euro como vía de escape para el área euro son los principales desencadenantes.

Juan Navarro

El Banco Central de Suiza (SNB) sorprende al mercado al anunciar un significativo cambio en su orientación monetaria con dos medidas relevantes: (i) la eliminación del suelo (nivel mínimo permitido para el tipo de cambio del franco suizo) que había establecido para el CHF/EUR en niveles de 1,20 desde septiembre de 2011 y (ii) la rebaja del tipo de depósito en 50pb hasta el -0,75%.

Sin duda, la más sorprendente e importante es la primera de ellas. El justificante de aquella decisión fue frenar la apreciación del franco en un contexto de fuerte aversión al riesgo y de inestabilidad cambiaria, lo que estaba llevando al franco a apreciarse por encima de los niveles considerados razonables por parte del propio banco central.

Actualmente, el SNB considera que, aun cuando el franco sigue estando sobrevalorado frente al euro, dicha sobrevaloración es menor que la observada en 2011, y por lo tanto no es necesario mantener el intervencionismo en el mercado cambiario.

Más allá de consideraciones relacionadas con la posible sobrevaloración del franco frente al euro, creemos que hay otro motivo de mayor calado que justifica las medidas adoptadas. Y es que esta decisión se produjo pocos días antes del Consejo de Gobierno del BCE en el que se anunció un



ambicioso programa de compra de activos o *Quantitative Easing* (QE). Cabe señalar que aproximadamente el 45%-50% de los 485.000 millones de dólares de reservas en divisa extranjera del SNB se encuentra denominado en euros. En este contexto, la debilidad del euro provocaría una merma del valor de dichas reservas y, por tanto, complicaría la defensa de su cruce cambiario por parte del SNB.

El anterior motivo podría ser la principal justificación de la decisión del banco central. En particular, porque el SNB no puede embarcarse en un QE soberano, dado que el tamaño de su balance frente al de su economía alcanza cotas muy altas (86%), superiores incluso a las del Banco de Japón.

COBROS Y PAGOS



OPTIMICE SUS PROCESOS FINANCIEROS A TRAVÉS DE UNIVÍA

SU TIEMPO ES ORO

UNIVÍA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVÍA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: **reduce costes, tiempos y espacios de trabajo**, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: **COBROS y PAGOS**.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



La segunda decisión adoptada, la de bajar el tipo de depósitos hasta el -0,75%, se enmarca en el seno de esta desintermediación del mercado cambiario; es decir, es una consecuencia de la eliminación del suelo del tipo de cambio. En un contexto de baja inflación como el actual (el IPC subyacente se sitúa en el +0,2%, mientras que la tasa general es del -0,3%), la apreciación del franco suizo podría elevar la presión deflacionista en Suiza, en la línea en la que apuntan los tipos *forward* (en el 0,5% a largo plazo). La rebaja del tipo de referencia, por tanto, obedece al objetivo de no endurecer las condiciones monetarias en francos suizos y evitar un desplome de las tasas de inflación.

Sin tener una relación directa con la decisión del Banco Central Suizo, el cruce euro/dólar también ha experimentado movimientos extremos, llegando a alcanzar la cota de 1,14, por debajo del nivel al cual se introdujo la moneda única. Los factores que podrían estar acelerando la depreciación podrían ser los siguientes:

- Argumentos de crecimiento y tipos de interés: los diferenciales de crecimiento y tipos de interés del área euro y de EEUU, principales factores que definen el tipo de cambio, justifican por sí solos una rebaja del nivel de llegada del cruce para 2015. 2014 ha terminado con señales de que la actividad estaría ganando pulso en EEUU (indicadores adelantados, mercado laboral) mientras que en el área euro nos encontraríamos ante un escenario de práctico estancamiento. La presencia de tipos de interés negativos a corto plazo en el área euro, y el aumento de los tipos a este plazo en EEUU es otro elemento que está reforzando la depreciación del euro.

- Tolerancia de la Reserva Federal a un dólar fuerte: Una de las peculiaridades de esta fase de apreciación global del dólar es que no estamos asistiendo a un endurecimiento significativo de las condiciones monetarias en EEUU. La TIR de la deuda pública a diez años se ha situado por debajo

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Enero	2015
RV Emergentes Asia y Oceanía	6,9	6,9
RV Emergentes Global	5,9	5,9
RV Materias Primas	5,8	5,8
RV Emergentes Europa del Este	5,7	5,7
RF Largo Plazo USD	5,6	5,6
RV Emergentes MENA	5,1	5,1
Monetarios USD	4,8	4,8
RF Corto Plazo USD	4,4	4,4
RV Europa	4,2	4,2
RV Sectores Defensivos	3,7	3,7
RV Japón	3,7	3,7
RF Emergentes	3,6	3,6
RV Euro	3,5	3,5
RV Emergentes Latinoamérica	3,6	3,6
Monetarios Internacional	3,4	3,4
RF Internacional	3,0	3,0
RV Internacional	3,0	3,0
RV Sectores Crecimiento	2,9	2,9
RV Mixta Euro	2,0	2,0
RV España	1,8	1,8
RV Mixta Internacional	1,7	1,7
RF Convertibles	1,6	1,6
Garantizado parcial	1,5	1,5
RF High Yields	1,4	1,4
Gestión Global	1,4	1,4
RV EEUU	1,3	1,3
Gestión Alternativa	1,3	1,3
RF Mixta Internacional	1,2	1,2
RF Emergentes Corporate	1,0	1,0
Fondos de Inversión Libre	0,7	0,7
RF Mixta Euro	0,8	0,8
Garantizado rendimiento variable	0,6	0,6
RF Largo Euro	0,6	0,6
Retorno Absoluto Conservador	0,3	0,3
RF Corto Euro	0,3	0,3
Garantizado rendimiento fijo	0,2	0,2
Materias primas	-1,4	-1,4

Fuente: Afi.

del 2% en las últimas sesiones. Así, la combinación de una moneda fuerte y de condiciones monetarias laxas está evitando que la Fed señale al tipo de cambio como un elemento que puede condicionar el escenario de empleo y precios de EEUU. Una línea argumental que previsiblemente se mantendrá en las próximas reuniones del FOMC y que justifica el cambio en la previsión Afi para el USD/EUR.

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: reduce costes, tiempos y espacios de trabajo, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: COBROS y PAGOS.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente



- Dudas sobre la eficacia de las medidas a adoptar por el BCE: A pesar del ambicioso programa de compra de deuda pública por parte del BCE, el mercado otorga pocas probabilidades de éxito a las nuevas medidas. Las expectativas de inflación del conjunto del área euro así como los principales índices de renta variable no anticipan una recuperación robusta del conjunto del área euro. Como hemos apuntado de forma reiterada, sin un acuerdo desde el frente de los gobiernos para estimular la actividad e impulsar la agenda de reformas estructurales, la política monetaria resulta insuficiente para alterar el patrón de bajo crecimiento e inflación.

- Ciertos riesgos de «cola»: Las elecciones de Grecia suponen un recordatorio de hasta qué punto la agenda de eventos en Europa para este año es exigente. La presencia de escenarios alternativos con una probabilidad de ocurrencia significativa (la evolución del precio del petróleo y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y Rusia; la gestión de la crisis del área euro, la incertidumbre sobre el escenario de crecimiento) puede llevar a los inversores a incrementar su exposición a áreas del mercado «refugio». El dólar es una divisa beneficiada en este escenario.

- Señales extremas en los monitores de seguimiento del USD/EUR: Más allá de que los condicionantes del tipo de cambio apunten a que la depreciación del euro frente al dólar puede tener continuidad, el posicionamiento del mercado a favor del dólar ha alcanzado niveles extremos. Prueba de ello es el posicionamiento de los inversores en contratos especulativos sobre el cruce USD/EUR, que ofrece ahora una señal que no observábamos desde mediados de 2012 (crisis del euro). Si la agenda de eventos evoluciona favorablemente (QE que bate las expectativas, resolución de la crisis griega), el EUR podría recuperar parte de la caída antes de volver a una senda depreciadora.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-ene-15	31-dic-14	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	35	31	17	18
RV EEUU	6	6	6	0
RV Emer. Asia	0	0	1	-1
RV Emerg. Latam	0	0	1	-1
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	14	14	4	10
Renta variable	55	51	30	25
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	2	7	0	2
Gestión alternativa	2	7	7	-5
RF Convertibles	7	7	0	7
RF High Yield	9	7	2	7
RF Emergente	5	3	0	5
RF IG CP	0	0	8	-8
RF IG LP	0	2	0	0
RF Largo EUR	9	6	15	-6
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	30	25	58	-28
Monetarios USD	7	9	0	7
Monetarios GBP	3	5	0	3
Liquidez	3	3	5	-2
Mdo. Monetario	13	17	5	8

Fuente: Afi.

MERCADOS FINANCIEROS

El QE del BCE debería contribuir a que la bolsa europea tuviese un buen comportamiento durante los próximos meses. Por este motivo, incrementamos nuestra exposición a esta clase de activo. El peso total de bolsa en nuestro *asset allocation* alcanza el 55%, en máximos históricos. Asimismo, elevamos el peso de renta fija a largo plazo en euro (soberanos) comprando de forma táctica el largo plazo de emisores periféricos, fundamentalmente Portugal. Elevamos también el peso de categorías de riesgo, como la renta fija emergente y la renta fija high yield. En un mercado tan direccional, reducimos el peso de gestión alternativa e *investment grade* en euros, ya que sus potenciales de revalorización son limitados. También reducimos el de dólar y libra, puesto que sus cotizaciones actuales frente al euro son compatibles con nuestro nivel objetivo de llegada a medio plazo ::

COBROS Y PAGOS



SU TIEMPO ES ORO

UNIVIA AGILIZA SU TIEMPO

UNIVIA ES ORO PARA SU NEGOCIO

Internet es ya una herramienta de optimización y mejora en los procesos diarios: reduce costes, tiempos y espacios de trabajo, además de permitir un seguimiento inmediato de cualquier operación.

Univía, el servicio online de Unicaja, le ofrece un salto de calidad en las dos gestiones más comunes y necesarias de su negocio: COBROS y PAGOS.

Algunas de las múltiples herramientas que ofrece:

COBROS

- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

- Servicio de Remesas de Transferencias (cuaderno 34)
- Servicio de Emisión de Pagos por cuenta corriente

