

Euro frente al dólar: divergencia cíclica y política monetaria

El dólar se ha apreciado frente a todos sus cruces de forma notable en el mes de marzo. En términos de euro, el dólar ha pasado de cruzarse a 1,05 USD/EUR hasta 1,08 USD/EUR en apenas diez días. Si bien este movimiento ha podido estar impulsado por una reversión del *Trump Trade* tras la retirada de la reforma sanitaria, la tendencia de medio/largo plazo podría seguir siendo de una depreciación del dólar frente al euro. Una menor divergencia cíclica entre las áreas (EEUU en una posición de ciclo maduro y los datos de actividad del área euro sorprendiendo al alza), podría traducirse en una menor divergencia de política monetaria. En la medida que las sorpresas para el mercado podrían venir por parte del BCE, esperamos que el euro se aprecie frente al dólar en los próximos meses.

Nereida González

Durante el mes de marzo, el *Dollar Index Spot* (DXY) se ha depreciado un 1,6% que, frente al euro, se traduce en un 2,4%. El cruce entre las dos divisas, tras situarse en torno a los 1,05 USD/EUR a principios de marzo, se sitúa en 1,08 USD/EUR apenas unos días después.

Este movimiento se explica en parte por la reversión del *Trump Trade* tras la retirada de la propuesta de la reforma sanitaria, que ha pesado tanto sobre el dólar como en los tipos de interés de corto plazo. Si la capacidad de Trump para aprobar leyes como la prevista reforma fiscal mejora, podríamos observar una leve reversión de esta depreciación.

Sin embargo, a medio plazo, consideramos que el dólar puede seguir depreciándose frente al euro, expectativa justificada por los fundamentales de EEUU frente al área euro (mayor déficit por cuenta corriente e inflación).

Además de estos factores más estructurales, las perspectivas de política monetaria para ambas divisas han cambiado y podrían, en adelante, provocar una depreciación del dólar. En los últimos años, la creciente divergencia entre la posición cada vez más acomodati-



cia del BCE y el endurecimiento de la Fed explicó buena parte de la apreciación del dólar. A futuro, sin embargo, creemos que esa divergencia de política monetaria podría ser menor de lo previsto por el mercado.

Tras el último comunicado de la Reserva Federal y a pesar de la subida de tipos que se acordó en la reunión, el dólar se ha depreciado frente al euro más de un 2%. La falta de un mensaje más tensionador por parte de la Fed, que mantenía su *forward guidance* fren-

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

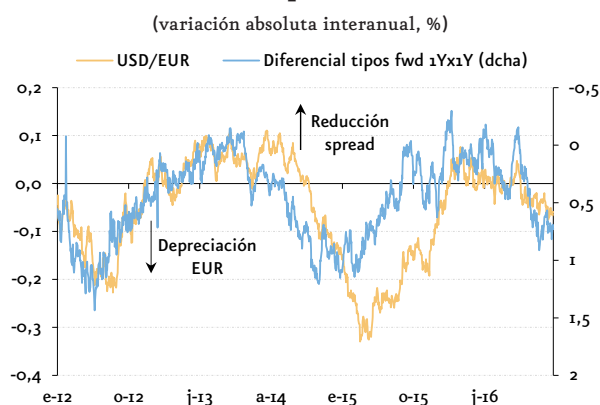
- Servicio de Remesas de Recibos (cuaderno 19)
- Servicio de Cuentas de Bando

PAGOS

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



Tipo de cambio del euro frente al dólar y diferencial de tipos *forward* 1Yx1Y



te a anteriores reuniones, justificaba este movimiento. De esta forma, el mercado y la Fed mantienen alineadas sus previsiones de subidas de tipos para este año: un total de tres incrementos de 25pb durante 2017 (si bien es cierto que la caída de TIR tras el rechazo de la reforma sanitaria amplió levemente la diferencia entre el mercado y la Fed), coherentes con nuestras expectativas.

El BCE, en cambio, ha ido endureciendo levemente su mensaje. En su última reunión apuntó a los buenos datos de ciclo del conjunto del área euro y modificó levemente su *forward guidance*: los riesgos, en este contexto, pesan ya algo menos a la baja. Este cambio en el mensaje, a través de la eliminación de la referencia al uso de «todos los instrumentos necesarios en caso de sorpresas negativas», apunta al gradual endurecimiento del mensaje del BCE en los próximos meses.

Además, el BCE parece haber acordado una jerarquía de cara a la progresiva eliminación de las medidas extraordinarias. Antes de la eliminación o reducción del programa de compra de activos, esperamos una vuelta a la simetría en el pasillo del interbancario. En este sentido, esperamos una subida de la Facilidad Marginal de Depósito (FMD) a finales de 2017 hacia el -0,25%, siendo el riesgo que dicha subida ocurra antes de esa fecha.

Ello podría tensionar los tramos cortos de la curva europea. La curva EONIA sólo se sitúa en torno al -0,25% a finales de 2018. El repunte del tipo de la FMD en un contexto de exceso de liquidez elevado debería provocar un aumento del EONIA de la misma magnitud. En este contexto, vemos más margen de tensionamiento en los tramos cortos de la curva europea que en la americana.

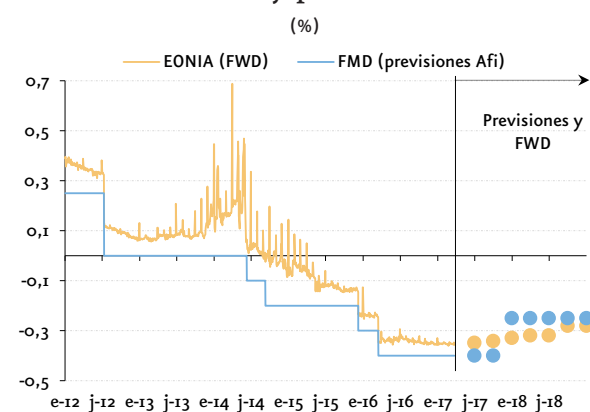
Los últimos datos de coyuntura también justifican esta perspectiva de menor divergencia de política monetaria basado en la evolución cíclica de ambas economías. Los últimos datos de actividad del área euro han sorprendido al alza al mercado, mientras en EEUU el margen para una aceleración adicional es limitado. Esta menor divergencia cíclica entre las dos áreas implica una menor divergencia de política monetaria y, en particular, en tipos a corto plazo, llevando así a una depreciación del dólar frente al euro.

A esta dinámica podríamos sumar una posible reducción de las compras de activos del BCE. Esto supondría en el margen una menor afluencia de flujos de países del área euro hacia EEUU y, por tanto, amplificaría la depreciación del dólar frente al euro.

El riesgo ante este escenario reside en la gestión del balance que lleve a cabo la Fed. Algunos miembros del FOMC han comenzado a mostrar su intención de re-

Evolución de la Facilidad Marginal de Depósito (FMD) y el EONIA.

Forwards EONIA y previsiones Afi FMD



COBROS Y PAGOS



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



ducir el tamaño del balance de la Fed. Si las condiciones financieras se endurecen mediante la reducción del tamaño del balance, la necesidad de subir el tipo *Fed Funds* será menor. En consecuencia, los tramos cortos de la curva americana podrían tensionarse en menor medida y se limitaría la salida de inversión desde EEUU. En este escenario, la depreciación del dólar frente al euro podría ser menor.

Por todo ello, esperamos una depreciación limitada del dólar frente al euro en los próximos meses con un nivel de llegada en el entorno del 1,12 USD/EUR de cara a finales de 2018. Mantenemos una senda de depreciación del dólar frente al euro más leve que la del *forward*, de forma que recomendamos mantener el riesgo abierto al cruce USD/EUR.

PREVISIONES AFI Y FORWARD PARA EL TIPO DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR

	jun-17	sep-17	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18
Afi	1,085	1,090	1,095	1,100	1,110	1,115
Forward	1,091	1,096	1,102	1,108	1,114	1,120

Fuente: Afi, Bloomberg.

MERCADOS FINANCIEROS

De cara al mes de abril, se reduce el perfil de riesgo de la cartera. Se aumenta el peso en liquidez (del 15% al 20%) a la espera de que vayan surgiendo oportunidades de compra en renta fija (especialmente en deuda pública) y renta variable.

Se reduce el peso en deuda pública largo (de 6% a 4%). Tras la cesión en TIR de las últimas semanas deshacemos parte de la posición en este activo. A la espera de que los tipos repunten para ampliar, de nuevo, posiciones. Para deuda pública a 10 años en España decidimos compras graduales al alza a partir de TIR 1,80%.

Se reduce la exposición en deuda pública USD (del 11% al 8%). Tras la cesión en TIR de las últimas semanas, deshacemos parte de la posiciones en este activo. Además, el activo ha perdido atractivo por la expectativa de depreciación del USD hasta niveles en torno a 1,09 a cierre de 2017 (por la menor divergencia en política monetaria entre EEUU y Europa y la aceleración del ciclo económico europeo). A la espera de que los tipos

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	abr-17	mar-17	BMK	AFI vs BMK
Liquidez	20	15	5	15
Monetarios USD	0	0	0	0
Monetarios GBP	0	0	0	0
Mdo. Monetario	20	15	5	15
DP Corto EUR	0	0	15	-15
DP Largo EUR	4	6	10	-6
DP USD	8	11	5	3
RF Investment Grade	15	15	15	0
RF High Yield	9	9	7	2
RF Emergente	4	4	3	1
Renta fija	40	45	55	-15
RV EUR	20	20	15	5
RV EEUU	14	14	15	-1
RV Japón	3	3	5	-2
RV Emergente	3	3	5	-2
Renta variable	40	40	40	0

Fuente: Afi.

repunten para ampliar, de nuevo, posiciones. Se mantiene un 8% en cartera como cobertura ante situaciones de *risk-off*.

A partir de 2,60% de TIR del 10 años de EEUU comenzaremos a llevar a cabo compras graduales al alza.

Se mantiene la exposición en renta fija corporativa con grado de inversión (15%), centrados en emisiones BBB y flotantes.

Se mantiene la inversión en renta fija corporativa *high yield* (9%). A pesar de sus elevadas valoraciones, mantenemos esta inversión por fundamentales (indicadores de ciclo económico positivos y consiguiente previsión de estabilidad en la tasa de *defaults*).

Se mantiene la inversión en renta fija emergente (4% de la cartera). En el medio-largo plazo continúa siendo uno de los activos con mejores perspectivas con una adecuada selección de países.

Mantenemos un peso neutral en renta variable (40%). Para el medio plazo mantenemos perspectivas positivas, especialmente para renta variable europea, y se aprovecharán correcciones para tomar posiciones adicionales. Los niveles clave de entrada serán:

- Eurostoxx50: compras graduales a partir de 3.300 puntos
- S&P500: compras graduales a partir de 2.200 puntos ::

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

