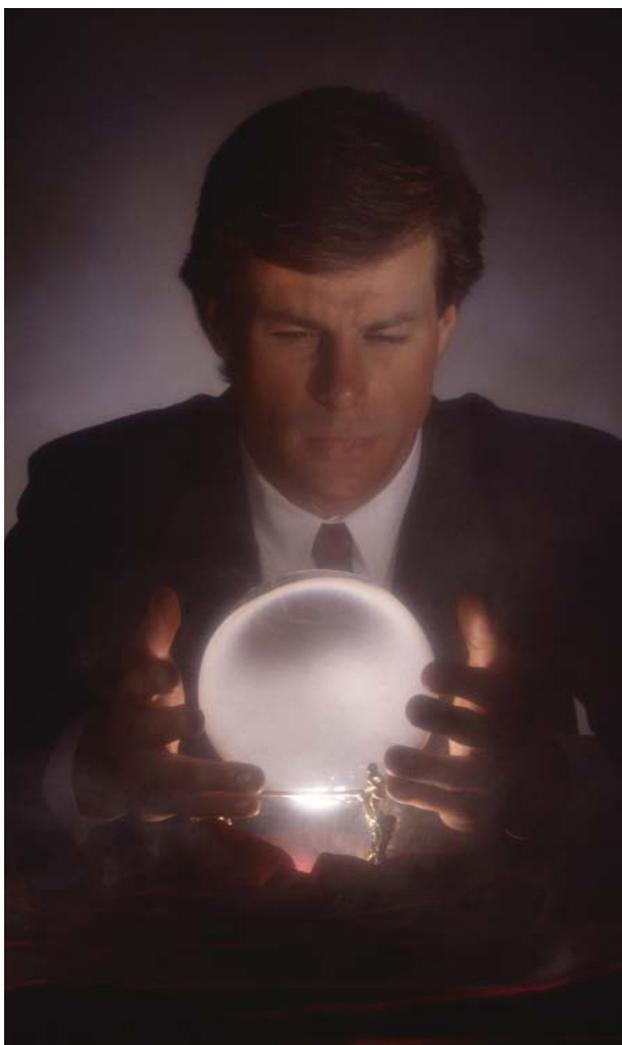


Perspectivas para 2010



El ejercicio 2009 ha culminado, de nuevo, con una intensa volatilidad en el mercado de divisas. El dólar cierra en los mismos niveles en los que concluyó 2008 tanto frente al euro como a nivel global. Presentamos nuestras principales recomendaciones para 2010 en relación con las principales divisas.

Pablo Guijarro

Dos mil nueve se ha caracterizado, de nuevo, por una intensa volatilidad en los mercados financieros y, en concreto, en el de divisas. El euro concluye el año con una ligera apreciación frente al dólar (+4%), lo que esconde un movimiento extremo del tipo de cambio, que, en abril, llegó a cotizar en niveles de 1,30 USD/EUR y que, durante el mes de noviembre, se ha situado en cotas superiores a 1,51 USD/EUR. El movimiento frente a la libra ha sido menos pronunciado, con un rango que ha oscilado entre 0,85 GBP/EUR y 0,95 GBP/EUR; en este ir y venir, la libra ha salido favorecida y concluye el año con una apreciación del 6,5% frente a la divisa de la UME.

El euro concluye el año con una ligera apreciación frente al dólar (+4%), lo que esconde un movimiento extremo del tipo de cambio

En el caso de las divisas tradicionalmente utilizadas como fuente de financiación del carry trade, el

franco suizo y el yen japonés, la evolución ha sido muy similar. En ambos casos, el tipo de cambio cierra prácticamente en los mismos niveles que se inició el ejercicio. De esta manera, el yen se encuentra en la actualidad muy sobrevalorado frente al dólar (cerca de un 20%), mientras que el franco suizo concluye en niveles próximos al equilibrio según nuestros cálculos de PPA (1,51 CHF/EUR).

PREVISIONES PARA 2010

De cara al próximo ejercicio, planteamos los siguientes escenarios:

1. USD/EUR. El balance de riesgos entre ambas monedas está muy equilibrado: es cierto que el mercado puede valorar negativamente el incremento del endeudamiento registrado por EEUU y la posible espiral inflacionista que pueda sobrevenir a las medidas de expansión de balance de la Fed, pero ambos temores se verán compensados por las tensiones en las cuentas públicas del área euro y la sobrevaloración del euro, que no goza del respaldo de los fundamentales de la región. Recomendamos la cobertura de pagos en dólares que vayan a tener lugar durante los próximos meses si el tipo de cambio se aproxima a niveles de 1,48 USD/EUR o superiores.

2. GBP/EUR. La sobrevaloración del euro limita su potencial de apreciación frente a la libra en el contexto actual. La incertidumbre con respecto a la capacidad de recuperación del Reino Unido y la velocidad de salida de los planes de estímulo (especialmente, monetarios) desarrollados en aquella economía reducen el margen de apreciación de la libra.

Prevedemos que el tipo de cambio se sitúe en niveles de 0,85 GBP/EUR en la parte final del ejercicio.

3. JPY//USD. Prevedemos una gradual depreciación del JPY dado que el entorno de precios en Japón limitará el margen de elevaciones de tipos por parte del banco central. La sobrevaloración de la divisa nipona y la posibilidad de que la Fed afronte subidas de tipos en la parte final de 2010 son los elementos que pueden reforzar nuestro escenario previsto.

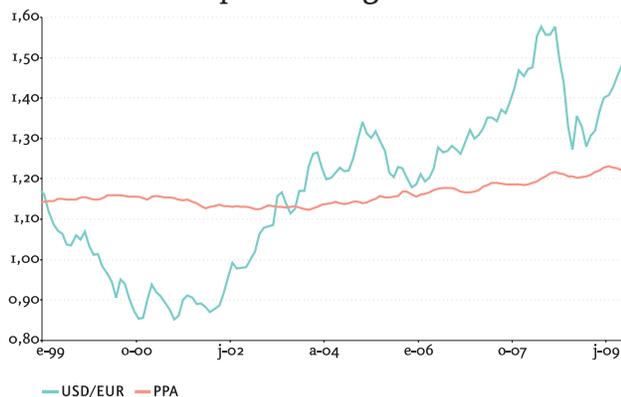
4. CHF/EUR. Prevedemos una depreciación del franco suizo en un contexto de equilibrio en la valoración, especialmente inducida por las intervenciones del banco central para limitar la apreciación del franco y su impacto sobre las exportaciones. Recomendamos la cobertura de cobros en francos suizos durante 2010 ::

¿VOLATILIDAD O CICLO ECONÓMICO?

Durante muchos meses, el comportamiento del dólar se ha alejado de la lógica más fundamental en el análisis del mercado de divisas, en la medida en que ha venido apreciándose aun cuando los datos en EEUU no estaban mostrando señales de recuperación. Se cumplía la correlación entre el dólar y la inestabilidad de los mercados financieros, accentuada por la utilización de la divisa estadounidense como herramienta de financiación del *carry trade*.

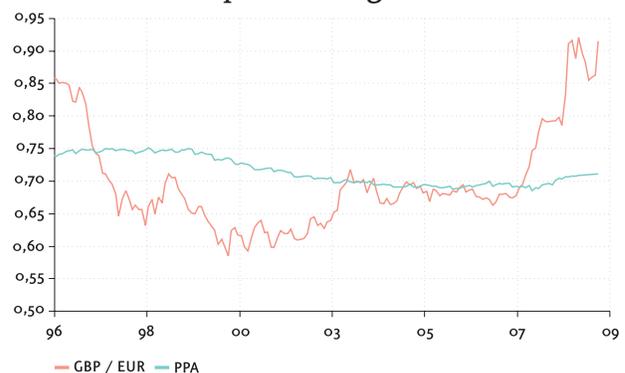
En los próximos meses, el argumento del dólar como activo de refugio perderá validez y cobrará especial importancia la evolución de los datos macro y su traslado a expectativas de inflación y de tipos de interés: la correlación con las variables fundamentales será la protagonista de 2010.

USD/EUR y tipo de cambio de equilibrio según PPA



Fuente: Afi a partir de fixing del BCE y Eurostat.

GBP/EUR y tipo de cambio de equilibrio según PPA



Fuente: Afi a partir de fixing del BCE y Eurostat.