

Contundente acción de Suiza en el mercado de divisas



Tras los mínimos alcanzados por el franco suizo frente al euro y al dólar estadounidense, el Banco Central de Suiza ha profundizado en su compromiso de frenar la revalorización de su divisa y reconducirla hacia cotas más compatibles con el nivel de equilibrio a largo plazo. ¿Cuáles son las implicaciones de esta decisión?

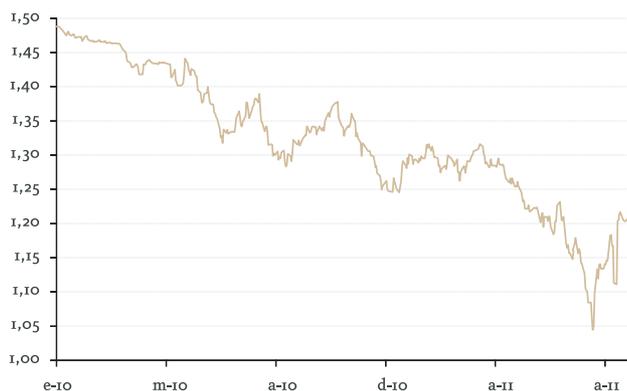
Pablo Guijarro

NUEVO EPISODIO DE LA GUERRA EN EL MERCADO CAMBIARIO

La guerra en el mercado de divisas vuelve a escena tras anunciar el Banco Central de Suiza (SNB) una intervención sin precedentes en el pasado reciente para situar el tipo de cambio de su moneda frente al euro por encima de la cota de 1,20 franco suizo/euro. Esta decisión se articula a través de la compra de divisa extranjera en cantidades ilimitadas, así como todas aquellas medidas adicionales que sean necesarias para garantizar que la cotización del tipo de cambio se mantiene por encima de dicho nivel. La intervención del Banco Central de Suiza se une a otros intentos de la autoridad monetaria para estabilizar el valor de la divisa (entre ellos, intervenciones de distinta magnitud en los mercados de divisas, ampliación de la base monetaria y anclaje de la curva interbancaria en niveles próximos al 0%) con éxito limitado hasta el momento.

La condición de activo refugio del franco suizo en un entorno como el actual, caracterizado por la persistencia de dudas en torno a la resolución de la

Tipo de cambio franco suizo/euro



Fuente: Fixing BCE.

crisis de deuda soberana en el ámbito del área euro y en el que se acentúan las señales de deterioro del fondo macro a nivel global, más que ha compensado la fuerza «depreciadora» introducida por estas medidas. En lo que llevamos de año y antes de la intervención, el franco suizo se había apreciado un 10% frente al euro y un 16% frente al dólar estadounidense.

Se reabre la guerra en el mercado de divisas con una intervención del SNB para mantener el tipo de cambio del franco suizo por encima de la cota de 1,20 frente al euro

El nivel de 1,20 franco suizo/euro, aunque marca distancias con los mínimos históricos del cruce en agosto (próximo a la paridad), se encuentra todavía lejos de los niveles de equilibrio de largo plazo según la PPA y que estimamos en torno a 1,35.

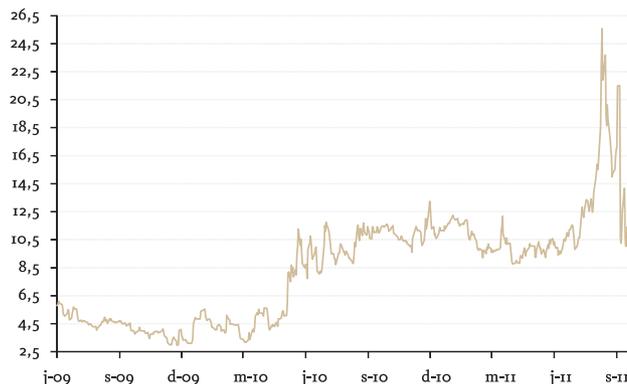
La fijación de un nivel relativamente inferior al teórico de equilibrio responde a la necesidad de dotar de credibilidad a la medida (a mayor nivel, mayores

IMPACTO EN OTROS ACTIVOS

La actuación del SNB no sólo tiene implicaciones en su cruce frente al euro, sino que podría tener repercusiones sobre otros activos en un contexto de elevada inestabilidad de los mercados financieros. En concreto:

- Parte de las compras en euros del SNB podrían materializarse en deuda soberana de máxima calidad crediticia, dando soporte a la relajación reciente de rentabilidades observada en la curva alemana.
- El oro se erige como activo refugio por excelencia (aunque ya está situado en máximos).
- Sobre todo, la actuación de Suiza sienta un precedente para otras economías en una situación similar que han replicado la respuesta del SNB a lo largo de la crisis. El ejemplo más representativo es el del yen japonés.

Volatilidad implícita cotizada en las opciones sobre tipo de cambio franco suizo/euro a 3m



Fuente: Bloomberg.

dificultades para resistir las presiones apreciadoras sobre el franco suizo), algo que vendría a reforzar no sólo la contundencia del mensaje contenido en el comunicado del SNB, sino también los objetivos perseguidos en materia de política cambiaria, entre los que destacan:

1. Reducir las implicaciones de un tipo de cambio sobrevaluado sobre la capacidad de recuperación del sector exterior y, por ende, del conjunto de la economía.
2. Eliminar los riesgos de deflación (la inflación se sitúa actualmente en el 0,2%).

EFICACIA DE LA MEDIDA Y PERSPECTIVAS PARA EL TIPO DE CAMBIO

Tras la intervención del SNB, el tipo de cambio se ha mantenido por encima de la cota de 1,20 franco suizo/euro. A medio plazo, y en la medida en que las compras de activos en euros que realice el SNB no sean esterilizadas y teniendo en cuenta que el objetivo mínimo de 1,20 no es demasiado ambicioso (el tipo de cambio franco suizo/euro medio entre 2007-2009 ha sido de 1,58), es probable que la medida tenga una eficacia superior a las adoptadas previamente.

La actuación del SNB podría condicionar nuevas intervenciones no sólo en economías emergentes, sino también en Japón

Ahora bien, será la interpretación que haga el mercado del posicionamiento del SNB y la persistencia del grado de estrés en los mercados del euro lo que determine la estabilidad del movimiento y la magnitud de la intervención del banco central para limitar la apreciación. Dados estos condicionantes, otorgamos una probabilidad elevada al mantenimiento del cruce en niveles de 1,20-1,25 de aquí a finales de año ::