

Afi Informe

Nº 723

El euro tiene poco margen de apreciación frente al dólar a más corto plazo



La recuperación de los tipos de interés en el área euro no se prevé hasta 2020. Los riesgos podrían seguir cotizando en el corto plazo (2 – 3 meses) y el posicionamiento del mercado no marca un cambio de tendencia próximo. Con ello, cabe esperar que el cruce USD/EUR se mantenga estable en el corto plazo y que el euro no se aprecie hasta 2020.

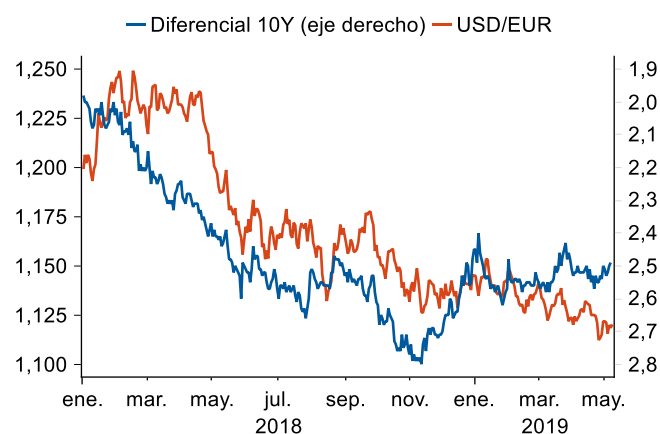
Estudios apuntan a que ningún modelo o teoría ajusta de forma consistente la evolución del tipo de cambio, aunque los tipos de largo plazo serían la principal variable que afecta a los cruces.

Si bien, no cabe esperar una recuperación de los tipos de interés en el área euro hasta 2020, los riesgos podrían seguir cotizando en el corto plazo (2 – 3 meses) y el posicionamiento del mercado no marca un cambio de tendencia en el corto plazo.

Tipos de interés y posición exterior

La teoría señala que un aumento del diferencial de tipos de interés tiende a llevar a una apreciación de la divisa nacional frente a divisas extranjeras: los inversores buscarán comprar activos cuyas rentabilidades (tipos de interés) esperados sean mayores, incrementando la demanda de dicha divisa frente al resto. El *carry trade* es una de las formas de aprovechar los diferenciales de tipos de interés. Una estrategia de *carry trade* pura supone el endeudamiento en una divisa de tipos bajos (el yen japonés, por ejemplo) e invertir en una de tipos de interés elevados (la lira turca, por ejemplo). La rentabilidad obtenida será igual al diferencial de tipos de interés más (menos) la apreciación (depreciación) de la divisa de inversión frente a la de financiación.

USD/EUR y diferencial de tipos de interés a 10 años entre EEUU y Alemania (dcha, pp, inverso)

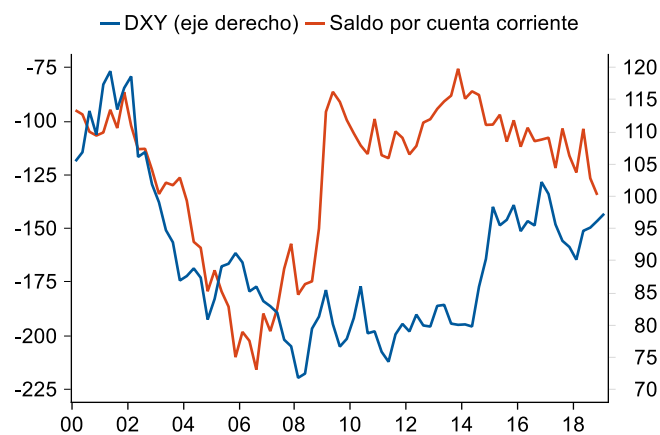


Fuente: Afi, Macrobond

Por otra parte, si el crecimiento de un país viene impulsado por la demanda interna, esto puede traducirse en un incremento de las compras de productos del exterior (importaciones). Si las importaciones son mayores que las exportaciones (incluyendo

también el saldo de rentas y de transferencias), tendremos un déficit corriente y una mayor demanda de la divisa extranjera. Incluso si el país capta financiación del exterior, evitando una depreciación inmediata, la acumulación de pasivos exteriores tenderá a depreciar el tipo de cambio en el futuro. En el caso concreto del dólar, el déficit por cuenta corriente de EEUU ha sido históricamente un factor de presión sobre esta divisa, compensado y en cierta medida, sostenido, por el papel de reserva del dólar que genera una demanda estructural de activos en dólares.

Saldo por cuenta corriente de EEUU (miles de millones de USD) y DXY



Fuente: Afi, Macrobond

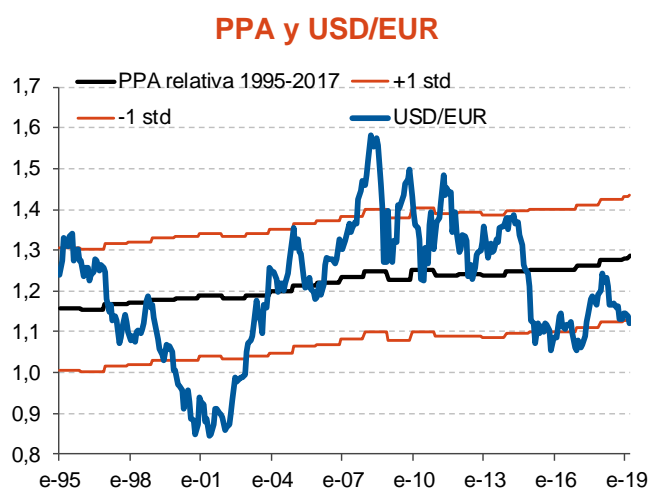
Los efectos de estas variables (una de rentabilidades esperadas, la otra de cantidades) se pueden apreciar en la evolución de los flujos de inversión en cartera. En el periodo 2013 – 2017, los tipos de interés en el área euro pasaron a situarse en el 0%, lo que incrementó las compras de activos en el extranjero por parte de inversores del área euro. Consecuentemente, el euro (EUR) se depreció fuertemente frente al dólar (USD) en este periodo: el cruce pasó de situarse en torno a 1,40 USD/EUR a 1,05 USD/EUR. Al contrario, ocurre en 2017 – 2018, cuando las expectativas de crecimiento y subidas de tipos empezaban a recuperarse en el área euro: los inversores extranjeros comenzaron a realizar compras de activos en la región. El efecto sobre la divisa fue acorde: apreciación del EUR frente al USD desde 1,05 USD/EUR hasta 1,25 USD/EUR.

Modelo de PPA

De forma complementaria, cabe señalar una aproximación de medio y largo plazo a la determinación de los tipos de cambio: la PPA. Este se basa en la existencia de arbitraje de bienes, lo que debería llevar a precios homogéneos sobre los mismos bienes. La

PPA relativa nos marcaría el nivel al que debería estar un cruce de divisas para que el incremento de los precios en ambas economías fuera equivalente, manteniendo constante el tipo de cambio real (los precios relativos).

En el caso de USD/EUR, las estimaciones apuntan a que el nivel de equilibrio según la PPA se encuentra entre 1,25 USD/EUR y 1,30 USD/EUR, lo que marcaría una tendencia de apreciación del EUR frente al USD desde los niveles actuales a medio plazo. No obstante, cabe preguntarse lo que tarda un tipo de cambio en alcanzar la PPA: en media, 22 meses.



Fuente: Afi, Macrobond

Según el modelo Afi de USD/EUR son los tipos de interés de largo plazo aquellos que tienden a tener un mayor impacto en el tipo de cambio: los coeficientes son mayores en el caso de los tipos de interés tanto de EEUU como del área euro. Los tipos a largo sintetizan las expectativas sobre el crecimiento nominal y la política monetaria, además de la prima de riesgo de inflación y por plazo.

Previsiones sobre el USD/EUR

A continuación se analizan los principales factores con capacidad de influencia en la cotización del USD/EUR en los próximos meses:

- **Tipos de interés de largo plazo.** A corto plazo no cabe esperar cambios en el diferencial de tipos de interés a 10 años entre EEUU y Alemania. Se espera que en

los próximos dos meses el lenguaje acomodaticio tanto del FOMC como del BCE se mantenga y, en cualquier caso, el mercado podría eliminar las expectativas de bajas de tipos para la Reserva Federal estadounidense (Fed) en caso de que se confirme que la caída de la inflación está siendo temporal.

A finales de año, por otra parte, cabe prever un leve repunte de los tipos a este plazo en EEUU (25pb), similar al estimado para Alemania (35pb), a medida que los temores a una desaceleración global se diluyan y la recuperación del crecimiento del área euro se afiance.

De cara a 2020, el diferencial sí podría reducirse en mayor medida con un mayor repunte de los tipos de interés en Alemania frente a la estabilidad de los mismos en EEUU. Según este factor, por tanto, cabría esperar que el cruce USD/EUR se mantenga estable en los próximos dos meses y no cabría una apreciación del euro frente al dólar hasta finales de año, que cogería mayor tendencia en 2020.

- **Cuenta corriente.** A corto plazo, el deterioro del superávit por cuenta corriente del área euro podría mantenerse, aunque la menor presión en materia comercial a nivel global podría suponer un alivio a medio plazo.

En este contexto, en el que además EEUU seguirá creciendo a tasas más elevadas que en el área euro, sin una política monetaria más restrictiva de la Fed, cabría seguir observando la tendencia de deterioro de la cuenta corriente de EEUU y, por tanto, presión sobre el dólar hacia una depreciación frente al euro.

- **Riesgos.** Una constante observada en el mercado desde principios de año es un componente de aversión al riesgo aún latente. También es un elemento que ha mantenido al dólar en niveles relativamente apreciados frente a todos sus cruces.

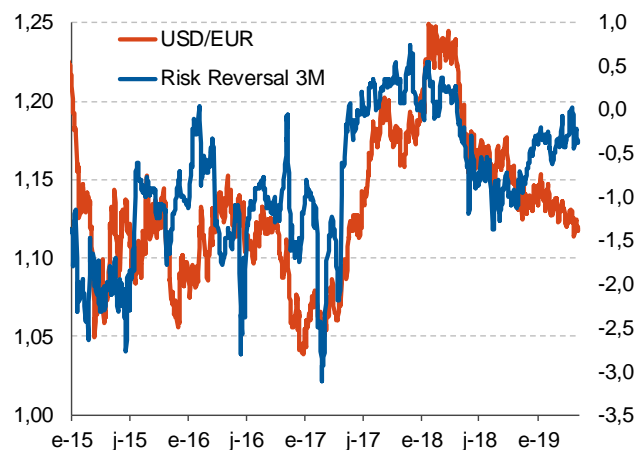
En adelante existen diferentes puntos de incertidumbre (elecciones en la Unión Europea, crecimiento débil, incertidumbre en torno a Italia, Brexit...) que podrían aún cotizar en el corto plazo (2-3 meses vista).

De cara a finales de año, la recuperación económica que se espera para el área euro podría compensar una mayor incertidumbre en torno a Italia. En consecuencia, este factor podría aún explicar niveles de menor apreciación del euro frente al dólar hasta final de año. La no materialización de riesgos podría llevar a una recuperación del euro frente al dólar en 2020, en un escenario de no incremento de incertidumbre.

- **Posicionamiento del mercado.** A corto plazo también es relevante observar el posicionamiento del mercado. Las posiciones especulativas no muestran una señal

de reversión de la tendencia actual (positivos en dólar frente al euro), aunque con un volumen limitado. En cambio, las posiciones en opciones que muestran los *risk reversal* apuntan a una baja direccionalidad del mercado: el *risk reversal* se sitúa en cero, apuntando a que las posiciones en opciones de compra y de venta sobre el cruce son equivalentes. Por tanto, se podría seguir observando un movimiento lateral del cruce en el más corto plazo.

Evolución del USD/EUR y risk reversal 3M (dcha)



Fuente: Afi, Bloomberg

En resumen, todos los indicadores apuntan a que el margen de apreciación del euro a corto plazo frente al dólar es limitado. Por ese motivo, cabe prever que el cruce se mantenga estable hasta finales de año en un rango lateral entre 1,12 USD/EUR y 1,16 USD/EUR.

De cara a final de año se podría empezar a observar una recuperación del euro frente al dólar, que se hará más contundente a partir del próximo año, a medida que el ciclo en el área euro muestre con mayor fuerza la recuperación económica.

Las expectativas apuntan a que en 2020 el cruce pueda alcanzar el 1,20 USD/EUR a mediados de año.

Nota: la información recogida en esta nota se presenta a título informativo y en ningún caso representa recomendación alguna respecto a la adopción de coberturas de riesgo de cambio.