

Un año excepcional en el mercado de divisas.



Nereida González

Economista, profesora doctoranda en la Universidad de Oviedo y profesora colaboradora de AFI Escuela

Resumen

La divergencia de política monetaria que ha marcado la Fed ha sido el impulsor de la apreciación del USD frente a sus principales cruces. Una de las divisas más afectadas ha sido el EUR, que ha alcanzado niveles de paridad frente al USD, niveles no vistos desde la entrada en circulación de nuestra divisa. El encarecimiento de los bienes exteriores que supone la pérdida de valor del EUR frente al USD es la nueva fuente de preocupación para el BCE. La reversión de esta tendencia parece complicada: no sólo las expectativas de política monetaria juegan en contra del EUR, sino que elementos estructurales han dejado de ser un apoyo.

Palabras Clave

Divisas, euro, dólar, bancos centrales, tipos de interés, Acuerdos del Plaza

Un año excepcional en el mercado de divisas

2022 está siendo un año excepcional en términos de mercados financieros. Pocos años dan lugar a una caída simultánea de los activos de renta variable y renta fija. También está siendo excepcional en el caso del mercado de divisas: se debe echar la vista atrás veinte años, hasta cerca de la entrada en circulación del euro (EUR), pero poder ver a esta divisa en niveles de paridad frente al dólar estadounidense (USD). En este artículo, se analizarán las últimas dinámicas del mercado de divisas, con especial atención a aquellas que han llevado a la paridad del EUR frente al USD. Se analizarán las consecuencias que se pueden derivar de esta situación actual, así como cuáles son los escenarios más probables en el corto y medio plazo para el cruce.

Evolución del mercado de divisas en 2022

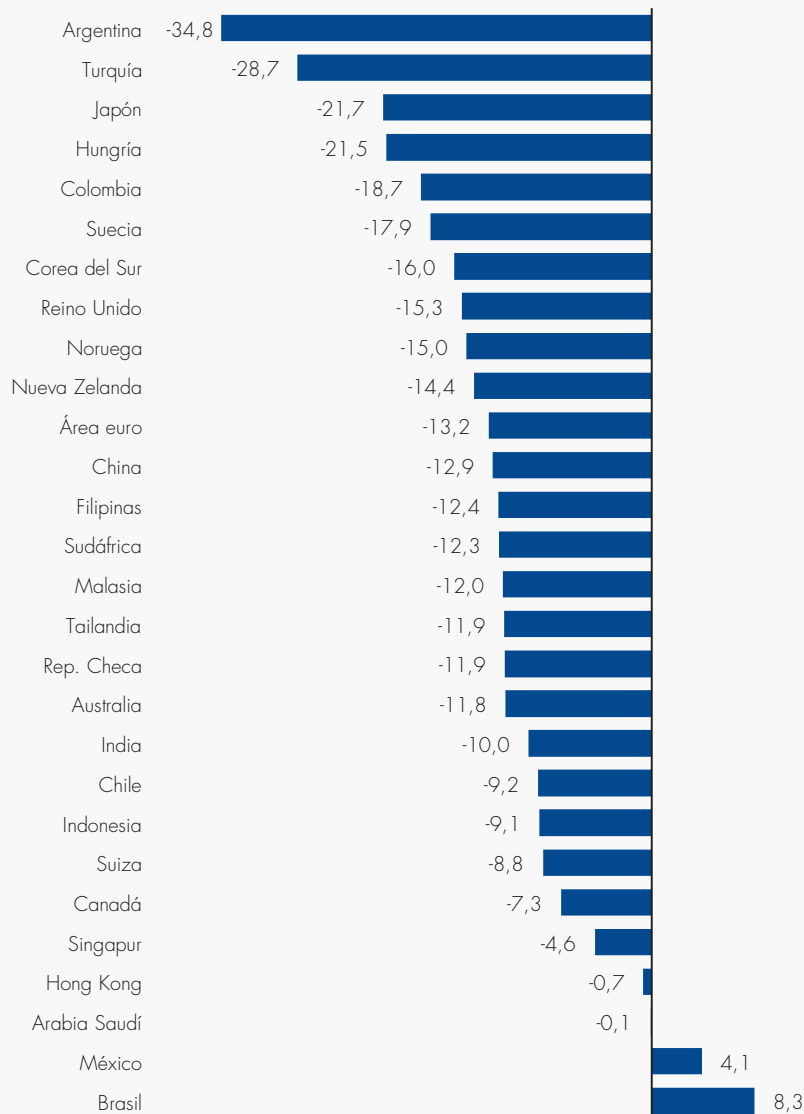
Pocas divisas se salvan, en el año actual, de la contundente apreciación del USD en términos globales. Únicamente el real brasileño (BRL) o el

peso mexicano (MXN), registran una apreciación frente al USD en 2022 gracias al apoyo que el mercado de materias primas ha otorgado a estos países. Su apreciación en el año, a datos de principios de noviembre, un 8,3% y un 4,1% frente al USD, respectivamente.

No obstante, el resto de las divisas registran una fuerte depreciación frente al USD: excluyendo al peso argentino (ARS), la lira turca (TRY) sigue encabezando el ranking de mayor depreciación registrada frente al USD (acumula un 28,7% en 2022, adicional al 45% de depreciación registrado ya en 2021). Siguiendo la lista, las divisas que han registrado una mayor depreciación frente al USD han sido el yen japonés (JPY; 21,7%), florín húngaro (HUF; 21,5%) y el peso colombiano (COP; 18,7%).

Algo curioso de este año, además, es que no es raro observar divisas de países desarrollados entre aquellas que mayor poder adquisitivo han perdido frente al USD. Es el caso de las coronas sueca (SEK; 17,9%) y noruega (NOK; 15,0%), así como la libra esterlina (GBP; 15,3%).

Gráfico 1. Evolución en el año de divisas de cada país frente al USD
 Una tasa negativa supone una depreciación de la divisa del país indicado frente al USD.



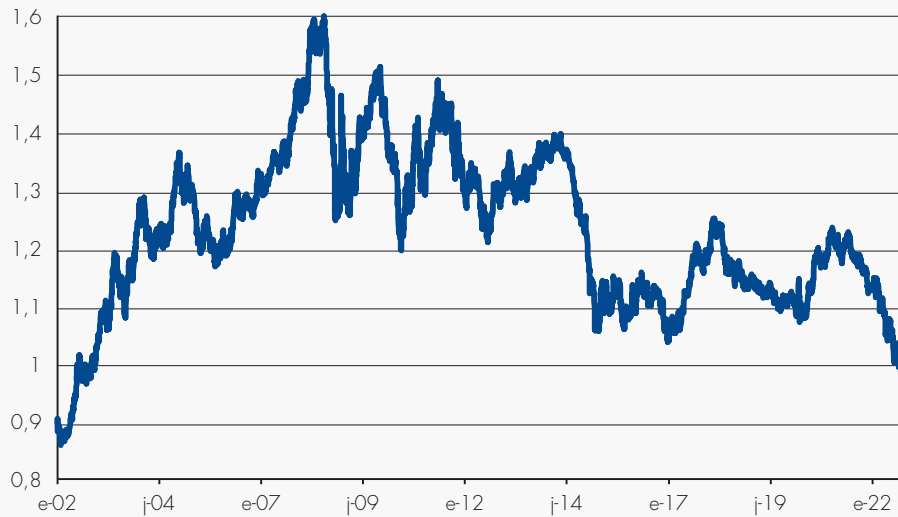
FUENTE: elaboración propia a partir de datos de Macrobond. Datos actualizados a cierre de sesión del 2 de noviembre de 2022.

Sin embargo, ha habido una tendencia clave que ha marcado el mercado de divisas en 2022: el EUR ha perdido un 13,2% de valor frente al USD desde niveles cercanos a 1,14USD/EUR que se registraban al iniciar el año, hasta situarse en

niveles de paridad (1 EUR = 1 USD). Estos niveles no se registran en los mercados desde que el EUR entró en circulación en 2002.

En este punto, cabe señalar que ha llevado a esta tendencia tan marcada durante el último año.

Gráfico 2. Evolución del USD/EUR



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del bce.

Perspectivas para el USD/EUR

El USD sigue siendo, de forma indiscutible, la divisa de refugio a nivel global. Esto supone que, en eventos de incertidumbre y alta volatilidad, el USD actúa como valor seguro para los inversores. 2022 ha sido un año especialmente volátil: el entorno bélico ha deteriorado las perspectivas sobre el área euro, el temor a una recesión ha dañado las rentabilidades de los activos de riesgo, las presiones inflacionistas han incrementado la volatilidad en los tipos de interés. En definitiva, el primer factor que ha llevado a la fortaleza del USD en términos globales ha sido la incertidumbre y su papel como divisa de refugio.

En segundo lugar, otro gran factor que ha llevado a la situación actual

del USD (fuerte) frente al EUR (débil) es la gestión de la política monetaria. Aunque el Banco Central Europeo (BCE) esté incrementado los tipos de interés, al igual que la Reserva Federal (Fed), lo está haciendo en menor medida y se espera que se frenen en niveles más reducidos. Desde comienzos de año, la Fed ha elevado los tipos de interés en 375 puntos básicos (del 0,25% al 4% tras la reunión de noviembre), mientras que el BCE lo ha hecho en 200 (desde el 0%, hasta el 2% tras la reunión de octubre). Las últimas estimaciones apunta a que los tipos de interés podría situarse en el 3% el año que viene, mientras que para la Fed alcanzan el 5%. Este diferencial de tipos de interés justifica la evolución de los flujos: mayor atractivo de los activos en USD frente a los denominados en EUR.

Gráfico 3. USD/EUR y diferencial de tipos de interés a dos años entre EEUU y Alemania

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de Macrobond. Datos actualizados a cierre de sesión del 2 de noviembre de 2022.

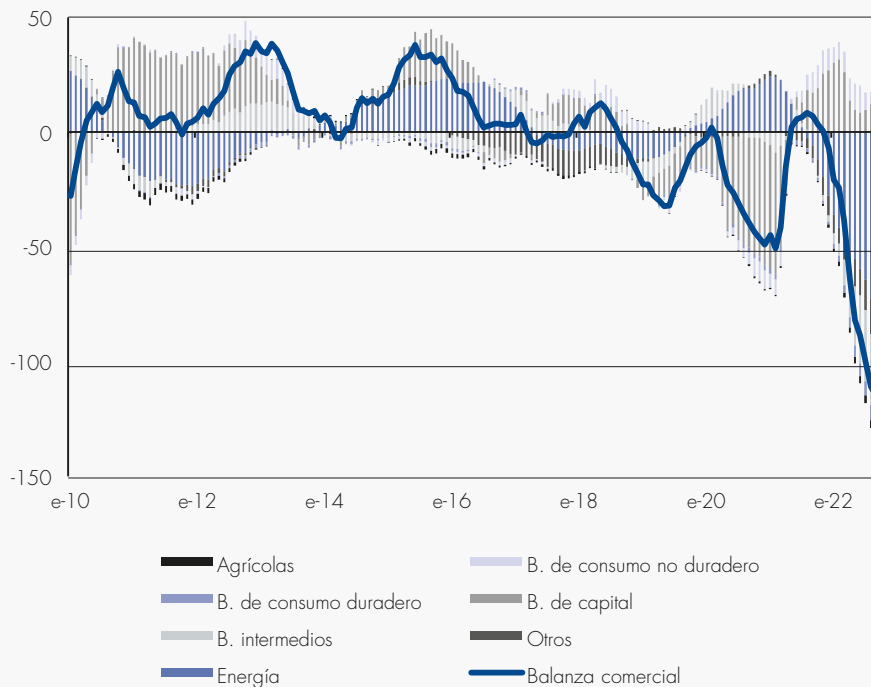
Esta divergencia en tipos de interés viene explicada, al menos parcialmente, por las perspectivas económicas que muestran tanto EE.UU. como el área euro. Mientras que el crecimiento es notablemente robusto en EE.UU. (bajas tasas de paro, impulso del consumo privado), las dudas sobre la resistencia de la economía del área euro son sustanciales. A estas tasas de crecimiento más exigüas (1,5% de crecimiento potencial del área euro frente al 2,0% estimado para EE.UU.), se une la incertidumbre geopolítica en Europa del Este. La dependencia energética del norte de Europa al gas ruso y los riesgos a un corte de suministros, suponen uno de los elementos de mayor incertidumbre para la región. No obstante, el conflicto bélico va más allá del impacto económico de corto plazo y puede tener efecto en los fundamentales que

explicaban, hasta ahora, la fortaleza del EUR frente al USD de manera estructural.

Uno de los factores que, estructuralmente, apoyaba la fortaleza del EUR frente al USD era el superávit por cuenta corriente del área euro frente al déficit registrada en EE.UU.. Un país que presenta un déficit por cuenta corriente necesita que su divisa se sitúe en niveles de mayor depreciación para conseguir los flujos de inversión necesarios que le permita financiar dicho déficit. Para conseguir la entrada de flujos, la expectativa de una rentabilidad superior frente a otros países o activos debe ser mayor.

Sin embargo, la subida del precio de la energía, en un contexto en que EE.UU. es gran productor de petróleo y gas natural licuado, frente

Gráfico 4. Balanza comercial de Alemania (miles de millones de euros, acumulado 12 meses, cambio absoluto interanual)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por la Oficina Estatal de Estadística de Alemania.

a Alemania, principal impulsor del superávit por cuenta corriente del área euro e importador de energía, ha dado la vuelta a la situación. De forma reciente se ha observado como Alemania registra un deterioro de su balanza comercial, principalmente por la importación de bienes energéticos, dejando de ser un claro apoyo para la visión estructural de fortaleza relativa del EUR.

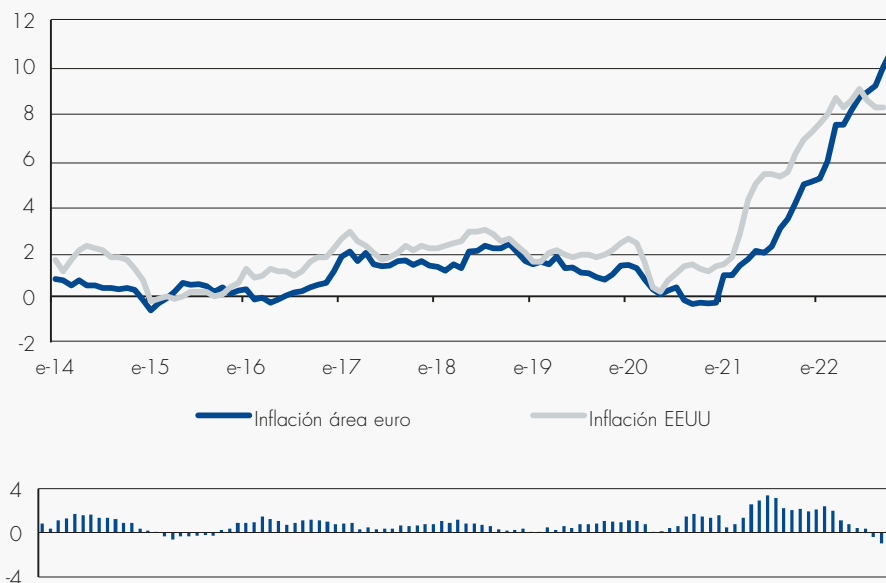
Por otro lado, las dinámicas de paridad de poder adquisitivo, cuyas teorías marcan que aquellas divisas cuyos países presentan tasas de inflación más elevadas, deberían mostrar una mayor depreciación de sus divisas, podría explicar el comportamiento del EUR en los últimos meses.

Durante 2019, previamente al COVID, la tasa de inflación de

EE.UU. fue del 1,8%, mientras que el área euro registraba un avance de los precios del 1,2%. En 2020, el diferencial de inflación era aún mayor: frente al 1,2% de inflación registrado en EE.UU., el área euro presentaba un avance del 0,3% de los precios.

No obstante, a fecha de hoy, este diferencial es mucho más estrecho e, incluso, ha pasado a ser negativo (inflación más elevada en el área euro frente a EE.UU.). La última tasa de inflación para el conjunto del área euro ha sido del 10,7% en octubre, mientras que en EE.UU. se ha situado en el 8,2% en septiembre.

En definitiva, no hay señales que apunten que, a corto o a largo plazo, la situación actual de paridad del USD frente al EUR pueda revertirse.

Gráfico 5. Inflación del área euro y EEUU (%) y diferencial de tasas de inflación entre EEUU y el área euro (pp)

FUENTE: Elaboración propia a partir de datos proporcionados por el US Bureau of Labor Statistics y Eurostat.

Consecuencias de la paridad del USD/EUR

Más allá de la paridad del EUR frente al USD y sus posibles causas, es relevante analizar las consecuencias de la debilidad de nuestra divisa frente a la estadounidense. La consecuencia más evidente es el encarecimiento del precio de las importaciones, principalmente de las materias primas denominadas en USD.

En consecuencia, los países del área euro se ven doblemente penalizados. Por un lado, el incremento del coste de las materias primas en el contexto geopolítico actual y por otro lado el encarecimiento a través de la pérdida del poder adquisitivo de nuestra moneda frente a las materias primas referenciadas a la moneda estadounidense. La incertidumbre en torno al suministro de gas ha llevado a las refe-

rencias europeas a repuntar más de un 300% en 2022 a finales de agosto desde los niveles de principios de año.

Este aspecto ha sido uno de los puntos de preocupación mostrados por Christine Lagarde, presidenta del BCE, en sus últimas reuniones. Mientras que la institución está incrementando los tipos de interés para frenar el incremento de la inflación, la debilidad del EUR no favorece que el objetivo de estabilidad de precios de la institución.

En definitiva, la fuente principal de inflación en el área euro no es tanto un incremento de la demanda fruto de un crecimiento robusto de la economía de la región, sino un incremento de los precios de las importaciones, especialmente energéticas, de las que el área euro depende significativamente.

En este contexto es correcto concluir que las empresas de carácter importador serán aquellas que más sufran la debilidad del EUR. Si sus importaciones se incrementan en precio y no son capaces de trasladarlo al consumidor final (o sólo lo hacen parcialmente), la contracción de márgenes será difícilmente evitable impactando de manera negativa en sus beneficios.

Variables que podrían cambiar la tendencia

En este punto, cabe reflexionar sobre aquellos aspectos que podrían revertir la tendencia. La variable que sería más efectiva a la hora de frenar la apreciación del USD y fortalecer el EUR sería una reversión de las tendencias actuales de política monetaria. Si la Fed muestra señales de cambio en su tendencia de política monetaria hacia el inicio de estabilización en tipos de interés, mientras que el BCE mantiene su actual dirección alcista en tipos, se podría asistir a una recuperación del EUR.

Este escenario tendría que pasar, necesariamente, por una reducción de las actuales tasas de inflación en EE. UU., con anclaje de las expectativas de las mismas, junto con lecturas de deterioro en el mercado laboral. En el área euro, las presiones en precios deberían ser más fuertes de lo descontado en la actualidad para que el BCE forzase un repunte aún mayor de tipos de interés.

Exógenamente, la clave que podría fortalecer el EUR sería el fin del conflicto bélico. En la medida en que la incertidumbre es elevada en este frente, podría no ser el principal factor que pueda aliviar la tensión actual sobre el EUR.

Por último, cabría analizar cómo se han solucionado a lo largo de la historia eventos de fuerte apreciación del USD. En la década de los 80 ya se produjo un movimiento similar de esta divisa en los mercados globales, que derivó en la intervención coordinada por parte de los bancos centrales en el mercado de divisas para revertir la tendencia.

Gráfico 6. Tipo de cambio efectivo real del USD



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en la Reserva Federal

La fortaleza del USD en perspectiva histórica

Existen algunas tendencias que llevan a sembrar paralelismos entre la situación actual de fortaleza del USD con la observada hace 40 años. No en vano, los niveles de tipo de cambio efectivo real del USD han alcanzado niveles no vistos desde la década de los 80, tal y como se puede observar en el gráfico 5.

La década de los 70 en EEUU vino marcada por un periodo de bajos tipos de interés, algo que se revirtió a principios de la década de los 80, con la llegada de Paul Volcker. En los primeros años de los 80, predominaba en EE. UU. una política fiscal expansiva, a través de una reducción de impuestos. Simultáneamente, la Reserva Federal incrementó de forma agresiva los tipos de interés para controlar la inflación, alcanzando el 19% en 1981 y bajando poco después para volver al doble dígito en 1984. Al mismo tiempo, el resto de los principales países del mundo tomaban la decisión contraria: el Banco de Japón reducía los tipos de interés del 9% al 5% y el Bundesbank alemán los recortaba del 9,5% al 5,5% entre 1980 y 1984.

Los altos tipos de interés en EE. UU. y el repunte de los diferenciales frente a los niveles de tipos globales, impulsaron la entrada de flujos de inversión en USD y la apreciación de la divisa: entre 1979 y 1985, el USD se apreció en torno a un 50% en términos efectivos reales.

En 1985, la fortaleza del USD empezaba a hacer mella sobre las exportaciones de EE. UU. y el deterioro de la balanza comercial era sustancial. En este contexto, el secretario del Tesoro del momento estuvo dispuesto a sentarse en la mesa y negociar algún mecanismo que limitase la fortaleza del USD. Esas negociaciones, que tuvieron lugar en el Hotel Plaza de Nueva York (lugar que dará nombre a los Acuerdos del Plaza), dieron

lugar a una intervención coordinada en el mercado de divisas. En los acuerdos intervinieron cinco países (EE. UU., Japón, Alemania, Francia y Reino Unido) y derivaron en una intervención coordinada por parte de la Reserva Federal de EE. UU., el Banco de Japón y el Bundesbank, con el objetivo de frenar el avance del USD y fortalecer el yen japonés (JPY) y el marco alemán.

Paralelismos con la situación actual

Las similitudes entre aquella situación vivida en los 80 y la actualidad son claras. La respuesta a la pandemia del gobierno de EE. UU. ha sido igualmente de apoyo a la recuperación económica, con el anuncio de uno de los planes de estímulo más ambiciosos hasta el momento. Casi al mismo tiempo, la Reserva Federal ha iniciado un agresivo incremento de tipos de interés, con cuatro subidas consecutivas de 75 puntos básicos de los tipos de interés, para tratar de controlar la inflación. Una de las divisas que más ha sufrido durante este año ha sido el JPY que, precisamente, ha llevado al Banco de Japón a intervenir en el mercado de divisas para evitar la fuerte depreciación del JPY frente al USD.

A pesar de todo ello, existen más diferencias que similitudes entre la situación actual y la acontecida en la década de los 80. La primera de ellas es que, a pesar de los niveles, la apreciación acumulada del USD en la actualidad (16% desde enero de 2021) se sitúa muy por debajo de la registrada entre 1979 y 1984.

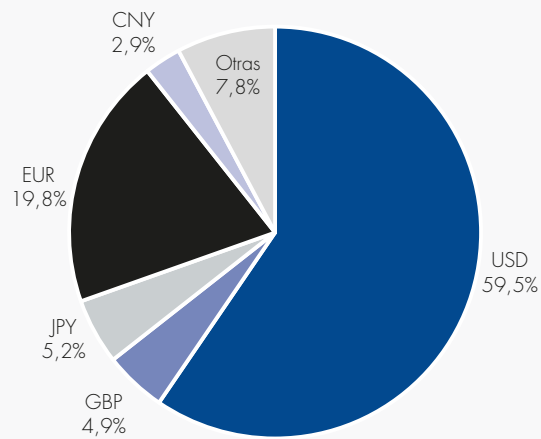
La segunda de ellas es que, si hoy se firmasen unos Acuerdos del Plaza, China tendría que estar en la mesa. Desde 1980, el peso de la economía China ha crecido de forma sustancial (18,5% del PIB mundial en la actualidad, 16 puntos porcentuales más que entonces), con un peso relevante de su divisa en el comercio internacio-

Gráfico 7. JPY/USD (tipo de cambio bilateral del JPY frente al USD)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en la Reserva Federal.

Gráfico 8. Composición de las reservas internacionales



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos obtenidos del COFER del FMI.

nal. El yuan chino (CNY) ha entrado en la cesta de los Derechos Especiales de Giro del FMI y actualmente supone un 3% del total de las reservas internacionales globales.

Aunque el CNY ha sufrido una importante depreciación frente al USD en el último año (13%), las autoridades chinas no han mostrado señales de desagrado sobre esta tendencia: en el entorno de debilidad económica por la gestión del COVID, un CNY más débil puede contribuir a contrarrestarlo. China tiene un régimen cambiario de bandas de fluctuación, de modo que su divisa no puede moverse de forma intradiaria más de un +/- 2% frente al fixing fijado por parte de las autoridades. El sistema de fijación del fixing es relativamente opaco, si bien depende, teóricamente, de la evolución del mercado en la sesión anterior, entre otras circunstancias. Durante las semanas de octubre, ha sido habitual que las autoridades chinas fijaran un tipo de cambio en

el límite de debilidad frente al USD registrado durante el día anterior.

Además, a diferencia de lo ocurrido en la década de los 80, EE. UU. tampoco ha mostrado síntomas de incomodidad ante la reciente fortaleza del USD. La Reserva Federal está incrementado los tipos de interés de forma agresiva en aras de controlar el auge de los precios. La fortaleza del USD en términos globales contribuye al control de los mismos.

En definitiva, la clave para la evolución del USD frente a sus principales cruces en el corto plazo depende, indiscutiblemente, de las decisiones de los bancos centrales sobre los tipos de interés. En consecuencia, una prolongación de la situación actual de tensión en el mercado energético puede derivar en un cambio estructural en los fundamentales del EUR: niveles de 1,30USD/EUR, marcados como de equilibrio en modelos de largo plazo, podrían tener que revisarse.

Ideas fuerza

El USD se aprecia frente a las principales divisas, con leves excepciones en países como Brasil o México. Una de las divisas más afectada es el EUR, que ha recuperado niveles de paridad frente al USD, no vistos desde 2002

La divergencia de política monetaria entre la Fed (que inició la subida de tipos de interés ya en 2021) y el BCE es el principal factor explicativo de la evolución del USD/EUR en 2022, que se une a un entorno bélico que ha afectado más a Europa que a EEUU

El fuerte repunte del precio de la energía pone en riesgo uno de los elementos que, estructuralmente, apoyaban al EUR: el superávit comercial y por cuenta corriente de Alemania

La depreciación del EUR frente al USD ya impacta sobre el área euro, como elemento generador de inflación

Nereida González es economista por la Universidad de Oviedo, Máster en Banca y Finanzas por Afi, Chartered Alternative Investment Analyst y doctoranda en Economía y Empresa por la Universidad de Oviedo. Actualmente es analista de mercados en la Agencia de Valores R3 PVM, donde además realiza funciones de asesoramiento financiero a inversores individuales, instituciones y empresas. Su trayectoria profesional se completa con siete años como analista senior del Departamento de Análisis Económico y de Mercados de Afi (Analistas Financieros Internacionales), donde era responsable de análisis de mercados emergentes y divisas. Participa como docente en diversas formaciones en Afi Escuela, la Universidad de Oviedo y Universidad de Zaragoza, entre otras instituciones.