

### Antecedentes

En nuestro último informe sobre movimientos esperados de las divisas del G-10, nuestro pronóstico fue elaborado en torno a la fuerte apreciación del dólar frente a las principales monedas del mundo, acontecimiento que ha validado en gran medida nuestras expectativas, ya que el billete verde ha alcanzado y en algunos casos superado, las metas previstas para final de 2014 respecto al resto de monedas del G-10.

El factor más importante que actúa de impulso en los mercados de divisas sigue siendo la divergencia entre las políticas monetarias de la Reserva Federal y la de la Eurozona y Japón. Mientras que la Fed se prepara para la subida de tipos, hecho muy probable que ocurra durante el segundo trimestre de 2015, el BCE y el Banco de Japón han sorprendido a los mercados anunciando mayores medidas expansivas en un momento en el que los tipos de interés están casi a cero.

El Banco de Inglaterra, por su parte, parece encontrarse en una situación más cercana a la que presenta la Reserva Federal que a la del BCE. En cualquier caso, la subida de tipos de interés en Reino Unido llegará más tarde que en EE.UU., debido a un ritmo de crecimiento más lento.

El resto de Bancos Centrales del G-10 se encuentra aún con medidas de flexibilización o bien a tipos muy cercanos a cero, ya que las presiones deflacionistas en todas las economías avanzadas se han convertido en la norma general y la inflación real se aleja, a la baja, del objetivo perseguido.

En este contexto, no vemos ningún indicador, a corto plazo, que pueda interferir en la tendencia de apreciación del Dólar en detrimento de una devaluación del Euro y el Yen, mientras que se espera que el resto de monedas del G-10 caigan a un nivel intermedio entre estos dos extremos.

Gráfico 1: Índice ponderado de comercio en dólares (enero-noviembre '14)



## EUR

### Revisamos nuestro pronóstico del Euro (EUR) a la baja frente al Dólar (USD)

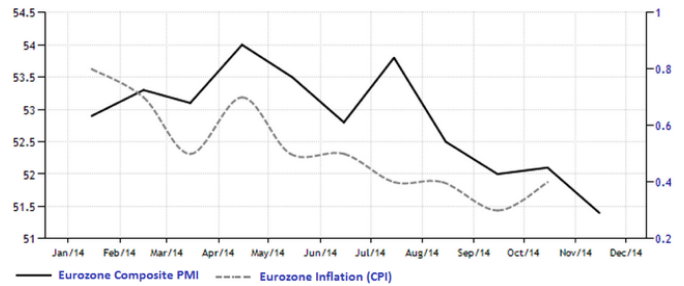
La poco favorable evolución de la economía de la Eurozona y la fuerte reacción por parte del BCE en los últimos meses han confirmado el pronóstico que elaboramos en septiembre sobre el Euro. El crecimiento se ha mantenido por debajo del 0,2% en el tercer trimestre, mientras que las esperanzas depositadas en una mejora del índice PMI de octubre se desvanecieron con el estancamiento de los sectores manufacturero y de servicios. La inflación de 0,3% sigue siendo muy baja, con diferencia la más baja de todas las principales economías del mundo y evoluciona hacia niveles negativos. Los temores de una recesión en la zona euro se han intensificado en los últimos meses.

Lo que venimos llamando el "estancamiento permanente" de Europa ha provocado un aumento de la reacción política en toda Europa. Partidos antisistema como Podemos en España, Syriza en Grecia y el Frente Nacional en Francia han ganado el apoyo de la población y ahora están liderando las encuestas o muy cerca de hacerlo en sus respectivos países.

Además del aumento de estímulos en septiembre, el presidente del BCE, Mario Draghi, afirmó en noviembre que el Banco Central está dispuesto a tomar más medidas de estímulo económico en la zona euro en caso de ser necesario. Alemania ha expresado su oposición a que se tomen más medidas de estímulo, sin embargo, aquellos a favor, principalmente Francia y los países periféricos, parece que van ganando la batalla intelectual contra el Presidente del Bundersbank.

La debilidad de los datos macroeconómicos en los próximos meses debería proporcionar más apoyo a la postura de flexibilización del Presidente Draghi. Puesto que las políticas monetarias a distintos lados del Atlántico divergen más rápido de lo esperado, revisamos a la baja nuestro pronóstico del Euro frente al Dólar.

### Gráfico 2: PMI compuesto e inflación de la zona euro (enero-noviembre 2014)



	EUR/USD	EUR/GBP
T4-2014	1,23	0,78
T1-2015	1,20	0,76
T2-2015	1,15	0,74
T3-2015	1,12	0,73
E-2015	1,08	0,71

## GBP

Revisamos nuestras previsiones de la Libra Esterlina (GBP) a la baja respecto al Dólar (USD), pero ligeramente al alza respecto al Euro (EUR).

Se ha producido una ralentización moderada en la economía del Reino Unido desde nuestro último informe de previsiones en septiembre. La inflación ha caído al 0,5%, por debajo del objetivo de 1,5%; el crecimiento de la construcción y los servicios se ha reducido, así como el crecimiento económico, cayendo del 0,9% en el segundo trimestre al 0,7% en el tercero.

A pesar de ello, el Banco de Inglaterra mantuvo su votación sobre la subida de tipos de interés en 7-2 por cuarto mes consecutivo en noviembre. Los duros comentarios de Kristin Forbes, miembro del Comité de Política Monetaria, en la publicación de la inflación de noviembre, sugieren que pronto nos encontraremos con un 6-3, sumado a las palabras del Gobernador del Banco de Inglaterra en las que afirmaba que el siguiente movimiento político será la subida de tipos de interés.

El crecimiento de los salarios hasta el 1,3% en el tercer trimestre, la disminución del desempleo alcanzando el mínimo en 6 años de 6,0% y la estabilización de la inflación (aunque por debajo del objetivo), sugiere que la subida de tipos ocurrirá durante 2015.

Retrasamos nuestras previsiones de la subida de tipos por parte del BoE hasta el tercer trimestre de 2015, por lo que revisamos moderadamente nuestra previsión de la Libra frente al Dólar. El bajo rendimiento de la Eurozona nos hace revisar claramente nuestra previsión de la Libra respecto al Euro.

	GBP/EUR	GBP/USD
T4-2014	1,28	1,58
T1-2015	1,32	1,58
T2-2015	1,35	1,55
T3-2015	1,37	1,53
E-2015	1,41	1,52

## JPY

Revisamos nuestro pronóstico del Yen Japonés (JPY) ligeramente al alza frente el Dólar (USD)

El Banco de Japón sorprendió a los mercados en octubre revelando que relanzaría su programa de flexibilización monetaria añadiendo 20 billones de yenes extra al programa actual de compra de activos, lo que supondría un total anual de 80 billones de yenes (alrededor de 730 billones de dólares).

Después del inoportuno aumento del impuesto que grava el consumo en abril, la economía japonesa ha estado bajo mayor presión en los últimos meses, con la inflación cayendo en septiembre por quinto mes consecutivo a un nivel anualizado de 0,9% (excluyendo el impacto de la subida del IVA). Lo que aún es más preocupante es que la economía japonesa entró en recesión técnica en el mes de noviembre, después de contraerse por segundo trimestre consecutivo, con un crecimiento del PIB del -0,4% en el tercer trimestre. Como resultado el crecimiento anualizado disminuye en 2014 a un 2,2%, un resultado mucho peor del esperado por el gobierno japonés cuando decidió seguir adelante con el incremento de impuestos.

La combinación del débil crecimiento y (una vez más) la caída de la inflación ha provocado la cancelación del plan existente para un segundo aumento de impuestos. En este contexto de inestabilidad política y con el Banco Central concentrado en conducir la inflación a su objetivo del 2%, prevemos una continua depreciación del Yen a lo largo de 2015.

	USD/JPY	EUR/JPY	GBP/JPY
T4-2014	120	148	190
T1-2015	122	146	193
T2-2015	125	144	194
T3-2015	128	143	196
E-2015	130	140	198

## CHF

Mantenemos nuestras previsiones del Franco Suizo(CHF) respecto al Euro (EUR)

El Banco Nacional Suizo ha destacado por establecer el límite EUR/CHF, reiterando en su reunión de política monetaria de septiembre que está dispuesto a comprar cantidades ilimitadas de Euros o tomar las medidas que sean necesarias para garantizar que el límite de 1,2 EUR/CHF se mantenga a toda costa.

El límite se ha fijado para apoyar a las exportaciones suizas, de las cuales más de la mitad van a la Unión Europea. Además el Banco Central ha advertido que la inflación sigue siendo baja y se espera que las presiones inflacionistas sean aún más bajas desde mediados de 2015 debido a un deterioro de la economía mundial y un crecimiento interno más lento. Es evidente que al Banco Nacional Suizo le sigue preocupando el riesgo de deflación.

Esperamos que el límite de 1,2 Francos Suizos por Euro se mantenga, por lo tanto conservamos nuestras expectativas de que el Franco Suizo se mantendrá ligeramente por encima de este límite en el futuro más próximo.

	USD/CHF	EUR/CHF	GBP/CHF
T4-2014	0,99	1,22	1,57
T1-2015	1,02	1,22	1,61
T2-2015	1,06	1,22	1,64
T3-2015	1,09	1,22	1,67
E-2015	1,13	1,22	1,72

## AUD

Revisamos nuestra previsión del Dólar Australiano (AUD) a la baja frente al Dólar Estadounidense (USD) a corto plazo

Las bajas previsiones que hicimos del Dólar Australiano en septiembre han demostrado ser correctas en los últimos meses. La moneda australiana se ha debilitado de manera significativa, alcanzando los mínimos de hace cuatro años tras la caída en los precios de las materias primas, que ha continuado con la decisión de la OPEP de no recortar la producción de petróleo.

El Gobernador del Banco de la Reserva de Australia (RBA), Glen Stevens, ha hablado mucho de la necesidad de un Dólar Australiano más bajo, afirmando que sería beneficioso para la posición macroeconómica general del país y estaría en consonancia con precios de exportación más bajos. El tipo de interés, situado en el nivel históricamente más bajo de 2,5%, puede ser recortado aún más después de que la RBA dejase las puertas abiertas a una nueva reducción de tipos. La caída de los precios de las materias primas y el enfriamiento del mercado inmobiliario puede forzar a que la RBA tome esta decisión el próximo año. Por lo tanto, revisamos nuestra previsión respecto al Dólar a corto plazo.

	USD/AUD	EUR/AUD	GBP/AUD
T4-2014	1,18	1,45	1,86
T1-2015	1,20	1,45	1,90
T2-2015	1,23	1,42	1,91
T3-2015	1,27	1,42	1,94
E-2015	1,28	1,38	1,95

## SEK

No modificamos nuestra previsión de la Corona Sueca (SEK) respecto al Euro (EUR)

El Riksbank sorprendió a los mercados una vez más en octubre, recortando los tipos de nuevo, del 0,25% al 0%, después de la débil inflación registrada en septiembre, muy por debajo del objetivo de inflación del 2%. El Banco Central proyecta que no habrá subida de tipos hasta mediados de 2016.

Además de las presiones deflacionistas, Suecia ha experimentado una pérdida de impulso preocupante en los últimos meses. Los bajos resultados de la Eurozona, el mayor socio comercial de Suecia, han incentivado que el consumo y la producción industrial disminuyan por debajo de los niveles registrados en el segundo trimestre, con un crecimiento económico de 0,3% en el tercer trimestre.

El fin del dominio social-demócrata en las elecciones de septiembre, tras 80 años de gobierno, descarta cualquier tipo de relajación de política fiscal, dejando la política monetaria y la devaluación como los únicos apoyos posibles a la inflación y la demanda. El Riskbank parece sentirse cómodo con el hecho de que una moneda más débil pueda impulsar una subida de inflación y de demanda externa.

	USD/SEK	EUR/SEK	GBP/SEK
T4-2014	7,58	9,3	11,98
T1-2015	7,67	9,2	12,12
T2-2015	7,74	8,9	12,00
T3-2015	7,76	8,8	11,87
E-2015	7,74	8,7	11,76

## NOK

Revisamos nuestras previsiones de la Corona Noruega (NOK) a la baja respecto al Euro (EUR) en vista de la disminución de los precios del petróleo

La caída masiva de los precios mundiales del petróleo durante los últimos seis meses ha hecho mella en la economía noruega. Los precios del petróleo han disminuido un 30% desde el verano (gráfico 3), provocando que el Banco Central de Noruega adaptase su política para asegurar una mínima interrupción de la producción de petróleo y gas por parte del mayor productor de Europa Occidental. El petróleo y la inversión petrolera representan un 22% de la economía noruega, siendo los principales impulsores. La caída de los precios nos conduce a un panorama cada vez más incierto según el Gobernador del Banco, Oeystein Olsen.

Gráfico 3: Precios del petróleo (mayo 2014- actualidad)



A pesar de todo la economía sigue funcionando bien, con un crecimiento anualizado de 2,1% en el tercer trimestre, ya que la correlación del PIB nacional con el crudo es muy débil.

La inflación también es relativamente alta en comparación con la zona euro (2,0% vs 0,4%), mientras que el superávit comercial ha aumentado constantemente desde julio. Por consiguiente, seguimos pronosticando una apreciación de la Corona respecto al Euro el resto de año y para 2015, aunque retrasamos el calendario en el que se llevará a cabo.

	USD/NOK	EUR/NOK	GBP/NOK
T4-2014	6,7	8,2	10,5
T1-2015	6,7	8,0	10,5
T2-2015	6,8	7,8	10,5
T3-2015	6,8	7,6	10,4
E-2015	6,9	7,5	10,6

## DKK

---

### No hay cambios sobre nuestra predicción de la Corona Danesa (DKK) respecto al Euro (EUR)

El Banco Nacional de Dinamarca ha mantenido un tipo de cambio fijo respecto al Euro desde que los daneses rechazasen unirse al Euro en el referéndum de 2000, manteniéndolo en un 7,46 sobre una banda de fluctuación del 2,25%.

Solo en momentos de importante estrés, el mercado ha oscilado, sacando al tipo de cambio de esta banda. Por lo tanto, mantenemos nuestra previsión de que el Banco Central Danés no tendrá ninguna dificultad importante para mantener esta banda en los próximos dos años, estimando así que el cambio respecto al Euro se mantendrá.

	USD/DKK	EUR/DKK	GBP/DKK
T4-2014	6,07	7,46	9,58
T1-2015	6,22	7,46	9,82
T2-2015	6,49	7,46	10,05
T3-2015	6,66	7,46	10,19
E-2015	6,91	7,46	10,50

Confiamos en que esta información sea de tu interés. Si deseas recibir más información o asesoramiento para estrategias de cobertura, no dudes en ponerte en contacto con nosotros. Para cualquier otra información relativa a divisas, puedes solicitar información a través del formulario online de la web de Ebury.