

# Afi Informe

## Negocio Internacional

### **Las divisas emergentes se aprecian en el corto plazo**



*Las divisas emergentes se recuperan tras un inicio de año de elevada volatilidad. Las divisas más volátiles son las que lideran las ganancias frente al dólar. No obstante, un repunte de tipos de interés en EE.UU. de cara a final de año incrementa los riesgos para estas divisas.*

Tras un inicio de año más volátil con las últimas novedades desde EEUU (el fuerte estímulo adicional anunciado por Biden y su reflejo en el repunte de tipos de interés), **las divisas emergentes consiguen recuperar terreno y, en febrero, se aprecian un 1,6% frente al dólar estadounidense (USD)**. Un entorno de menor incertidumbre en los mercados financieros ha permitido la salida de mínimos de valoración de unas divisas que en 2019 llegaron a registrar máximos de depreciación frente al USD. Este movimiento de apreciación generalizada podría mantenerse en los primeros meses de 2021, **liderado por aquellas divisas con una mayor relación con las materias primas e incluso por aquellas con mayor percepción de riesgo**.

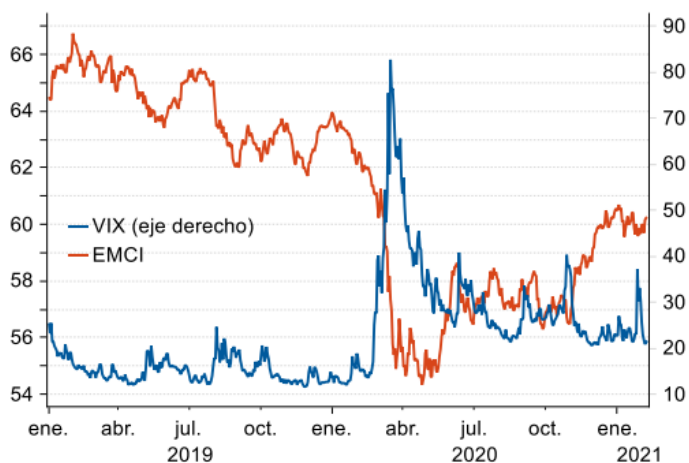
La lira turca (TRY), el rand sudafricano (ZAR), el rublo ruso (RUB) y el real brasileño (BRL) son las divisas que mayor apreciación acumulan en los diez primeros días de febrero. **No obstante, los riesgos de medio plazo se incrementan para el conjunto de emergentes**, de manera que son precisamente dichas divisas las que registren un mayor riesgo de depreciación. El real brasileño podría ser la excepción en esta tendencia, gracias a las armas que tiene para mitigar el riesgo alcista en los tipos de interés de EEUU.

### Perspectivas a corto plazo

La apreciación general de las divisas emergentes podría continuar en el corto plazo, sostenida en dos pilares clave (reducción de riesgo y recuperación de materias primas), pero cuya magnitud dependerá de un tercero (ritmo de vacunación):

- **Recuperación de activos de riesgo.** La reducción de la incertidumbre a nivel global, el elevado volumen de liquidez disponible y el sentimiento de apetito seguirá apoyando el avance de las divisas emergentes. En aquellos momentos en los que el VIX se mantiene en niveles reducidos o con tendencia a la baja, la evolución de las divisas emergentes tiende a ser más positiva. La explicación tiene relación con la evolución de los flujos de inversión: tras el fuerte repunte del VIX en marzo de 2020, que coincidió con una de las mayores salidas de flujos de inversión desde países emergentes de las últimas crisis, la recuperación de estos flujos se ha producido a la par que la estabilización de los indicadores de volatilidad.

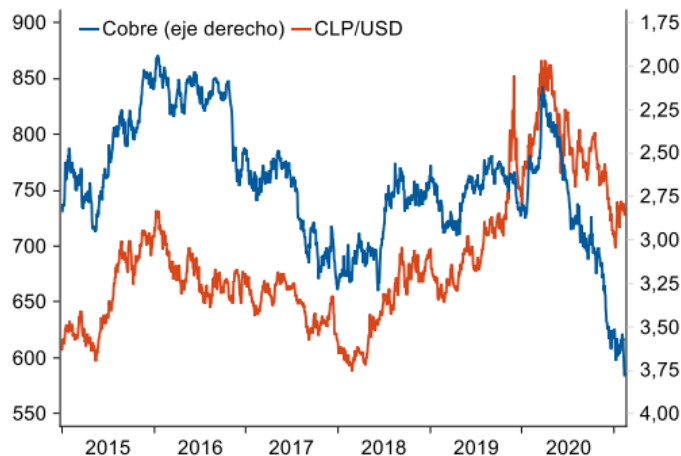
Divisas emergentes (EMCI) y VIX (%)



Fuente: Afi, Bloomberg

- Avance de materias primas.** La recuperación de la actividad global apunta a que el reciente aumento del precio de las materias primas podría tener cierto recorrido. Aunque en el caso de la energía las restricciones (aunque más tibias) a la movilidad puedan retrasar un nuevo impulso de un precio ya elevado, sí se podría seguir viendo una recuperación de los metales industriales en un entorno de liderazgo económico por parte de la industria china, principal consumidor de este grupo de materiales a nivel mundial. Esto apoyará la entrada de divisa extranjera en países emergentes grandes productores de materias primas y mejorará su posición exterior. Así, esta tendencia debería apoyar la apreciación de divisas como el peso chileno (CLP) frente al USD que, en una situación de inestabilidad política al abrirse el periodo de reforma constitucional, ha abierto un *gap* importante frente a la evolución del cobre (correlación histórica del 0,6).

Cobre (\$/lb, dcha, inverso) y CLP/USD



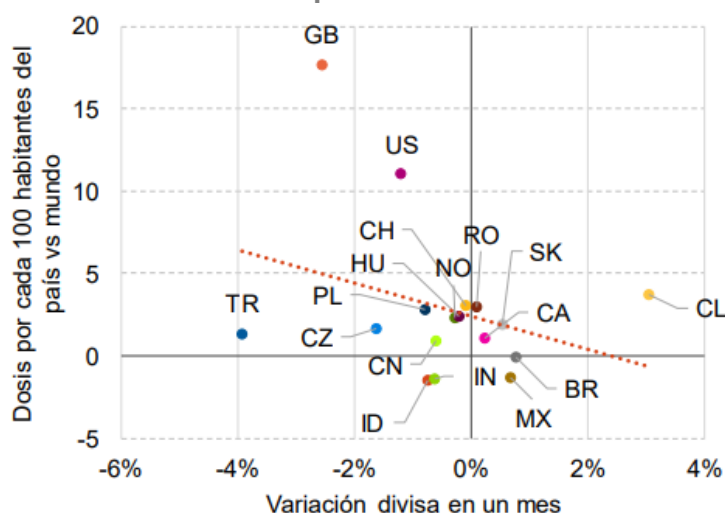
Fuente: Afi, Bloomberg

Se observa ya como las divisas de América Latina (CLP, BRL y MXN), están teniendo un peor comportamiento frente a otras divisas emergentes y coincide, además, con un menor porcentaje de población vacunada frente a otros países. Esta región está viviendo especiales dificultades a la hora de distribuir las vacunas, partiendo por problemas de adquisición de las mismas.

Las estimaciones apuntan a que serán los países de Europa del Este los que podrían liderar la vacunación a más corto plazo, así como los asiáticos, por lo que serían las divisas de estos países las que podrían registrar una mayor apreciación frente al USD en el más corto plazo.

- Avances en inmunización de la población.** El ritmo vacunación de la población será la variable que determinará la cuantía de la apreciación y determinará la heterogeneidad entre la evolución de las divisas de países emergentes. En el gráfico a continuación, se observa la elevada relevancia en la evolución de los cruces del ritmo de vacunación. Aquellos capaces de vacunar un mayor porcentaje de su población están registrando una mayor apreciación de su divisa frente al USD.

Vacunas inoculadas frente al resto del mundo y variación en el último mes del tipo de cambio



Nota: una variación positiva supone una depreciación de la divisa nacional frente al USD  
Fuente: Afi, Macrobond

### Perspectivas a medio plazo

A medida que avance el año, en cambio, la atención puede pasar a centrarse en la evolución de los tipos de interés en EEUU, donde cabe anticipar que el mercado puede comenzar a descontar ciertas subidas (aunque graduales) de la Reserva Federal estadounidense (Fed). Este factor podría limitar el margen de apreciación de las divisas emergentes, especialmente de las más expuestas. El principal punto de dolor para los emergentes será la deuda externa, con dos elementos que pueden limitar el riesgo (margen para seguir la subida de tipos que marque EEUU y volumen de reservas):

- **Deuda externa denominada en divisa fuerte.** Un entorno de subida de tipos de interés en EEUU puede llevar a una salida de flujos de países emergentes. Los inversores tendrían a su disposición un activo libre de riesgo a un interés más atractivo. Esto llevaría a una tensión en la deuda externa emitida en divisa fuerte por dos vías: encarecimiento vía depreciación de las divisas emergentes y presión vendedora de esa deuda en manos de no residentes.

Los países más vulnerables serían aquellos con mayor volumen de deuda externa: países de América Latina, Turquía, Sudáfrica y algunos países de Europa del Este. Estos países no sólo tienen un elevado volumen de deuda externa, sino que de forma reciente se ha visto incrementada ante la dinámica que tomó la política fiscal en 2020. Los estímulos llevados a cabo para contrarrestar los efectos de la crisis sanitaria llevaron a incrementar los volúmenes de deuda de la gran mayoría de países. La buena noticia es que estas emisiones se hicieron, en su gran mayoría, en divisa local. No obstante, no es este el caso de Argentina, Turquía, Sudáfrica, pues su deuda externa presenta vencimientos más cortos y está denominada, en su mayoría, en USD.

- **Reservas.** Una vía que puede contrarrestar las presiones del factor anterior es la capacidad que tendrían los países emergentes para que, en un evento de cierre de los mercados financieros, pudieran repagar su deuda con reservas. Este es el principal factor que hace que Brasil, a pesar de presentar un volumen elevado de deuda externa, no sea uno de los países que más riesgos presenta en el medio plazo, pues cubre de forma holgada sus deudas de más corto plazo. No es el caso, de nuevo, de países como Argentina, Turquía o Sudáfrica.

- **Margen de subida de tipos de interés.** Para frenar la salida de flujos derivada de la subida de tipos en EEUU, los países emergentes deberían acompañar las subidas de tipos que lleve a cabo la Fed. Al menos por el momento es algo difícil de intuir, pues las tensiones en inflación están siendo controladas en todos los países y el retraso en la recuperación de la actividad por las dificultades para conseguir la inmunidad de grupo puede retrasar la recuperación de la demanda interna y, por tanto, de la inflación. Turquía ha sido el país que, de forma más reciente, ha llevado a cabo un cambio en la ejecución de su política económica para combatir la inflación, en niveles muy superiores a su objetivo. Aunque el riesgo en este aspecto es que los esfuerzos del Banco Central de Turquía terminen por ser en vano ante la falta de credibilidad que arrastra la institución, la reciente tendencia de apreciación de la TRY frente al EUR y el USD limita el riesgo de fuerte repunte de la inflación a medio plazo.

### Perspectivas a más largo plazo

La tendencia de apreciación de las divisas emergentes, a más largo plazo, debería mantenerse en la medida que todas las medidas de corte fundamental apuntan a una importante infravaloración de las mismas:

- **PPA.** Las tasas de inflación superiores de países emergentes frente a los desarrollados fuerza a que la tendencia de la PPA relativa estimada sea de una mayor depreciación de la divisa emergente frente al EUR o USD. Sin embargo, la depreciación acumulada de estas divisas mantiene unos niveles de infravaloración de las mismas en máximos históricos. En el caso del RUB, BRL o TRY se acumula más de un 30% de infravaloración frente al USD en términos de PPA en la actualidad.
- **Desequilibrios externos.** De igual modo, la mayoría de divisas emergentes se encuentran en niveles de elevada depreciación frente a los niveles coherentes con los desequilibrios externos (déficit por cuenta corriente). De forma reciente se ha producido una mejora de los saldos por cuenta corriente en un gran número de países emergentes por el freno de las importaciones que lleva a que la infravaloración de estas divisas pueda llegar a incrementarse en los próximos años.

El déficit por cuenta corriente de países como Brasil, cuyo saldo medio ha sido de -2,7% del PIB en la última década, podría haber mejorado hasta alcanzar el equilibrio en 2021. Este efecto hace que, a pesar del deterioro del déficit fiscal observado, *ceteris paribus*, el *gap* por cuenta corriente estimado haya mejorado y, por tanto, la infravaloración del BRL frente a sus cruces, haya aumentado.

Si bien esta es una tendencia generalizada entre los emergentes, no es global. Todo indica que la TRY estaría en niveles menos infravalorados teniendo en cuenta el deterioro fiscal sufrido el año pasado, por lo que el margen de apreciación de la lira turca a largo plazo frente al dólar se vería limitado.

### Estimación de *gap* por cuenta corriente en 2021

	CC teórica 2019	CC obs 2019	Gap CC	Gap TCER	Saldo fiscal 2019	Saldo fiscal 2021	Deterioro de Gap CC	CC teórica 2021	CC prev 2021	Estimación Gap CC	
EEUU	-0,9	-2,2	-1,3	11,0%	-6,8%	-7,6%	0,2%	-1,2	-3,4	-2,2	↓
Brasil	-1,6	-2,8	-1,2	3,5%	-5,0%	-5,4%	0,2%	-1,7	0,0	1,7	↑
México	-1,2	-0,3	0,9	-7,0%	-2,1%	-2,5%	0,1%	-1,4	-0,1	1,3	↑
Turquía	-0,4	1,2	1,6	-15,0%	-6,3%	-7,3%	0,3%	-0,8	-0,9	-0,1	↓
Rusia	3,7	3,8	0,1	-0,4%	2,0%	-1,8%	1,2%	2,5	1,8	-0,7	↓
Sudáfrica	-1,4	-3,0	-1,6	5,7%	-4,8%	-7,9%	1,0%	-2,4	-1,8	0,7	↑
Polonia	-2,3	0,4	2,7	-6,0%	-1,2%	-3,6%	0,8%	-3,1	1,8	4,8	↑
China	0,0	1,0	1,0	-2,0%	-5,9%	-10,9%	1,6%	-1,7	0,7	2,3	↑
India	-1,9	-0,9	1,0	-5,6%	-8,2%	-9,2%	0,3%	-2,2	-0,9	1,2	↑
Indonesia	-1,7	-2,7	-1,0	3,9%	-2,2%	-5,0%	0,9%	-2,6	-2,4	0,2	↑
Malasia	0,1	3,4	3,3	-7,2%	-3,3%	-4,4%	0,4%	-0,3	1,8	2,1	↑
Corea del Sur	3,6	3,6	0,0	0,0%	0,6%	-1,3%	0,6%	3,0	3,4	0,4	↑

Fuente: Afi, FMI

En definitiva, cabe mantener una previsión de apreciación general para las divisas emergentes a corto plazo, que podría verse limitada a finales de año a medida que suban los tipos de interés en EEUU. Asimismo, el deterioro de desequilibrios externos en Turquía, frente a la mejora observada en otros países emergentes, llevaría a mantener una senda de depreciación frente al EUR y el USD.