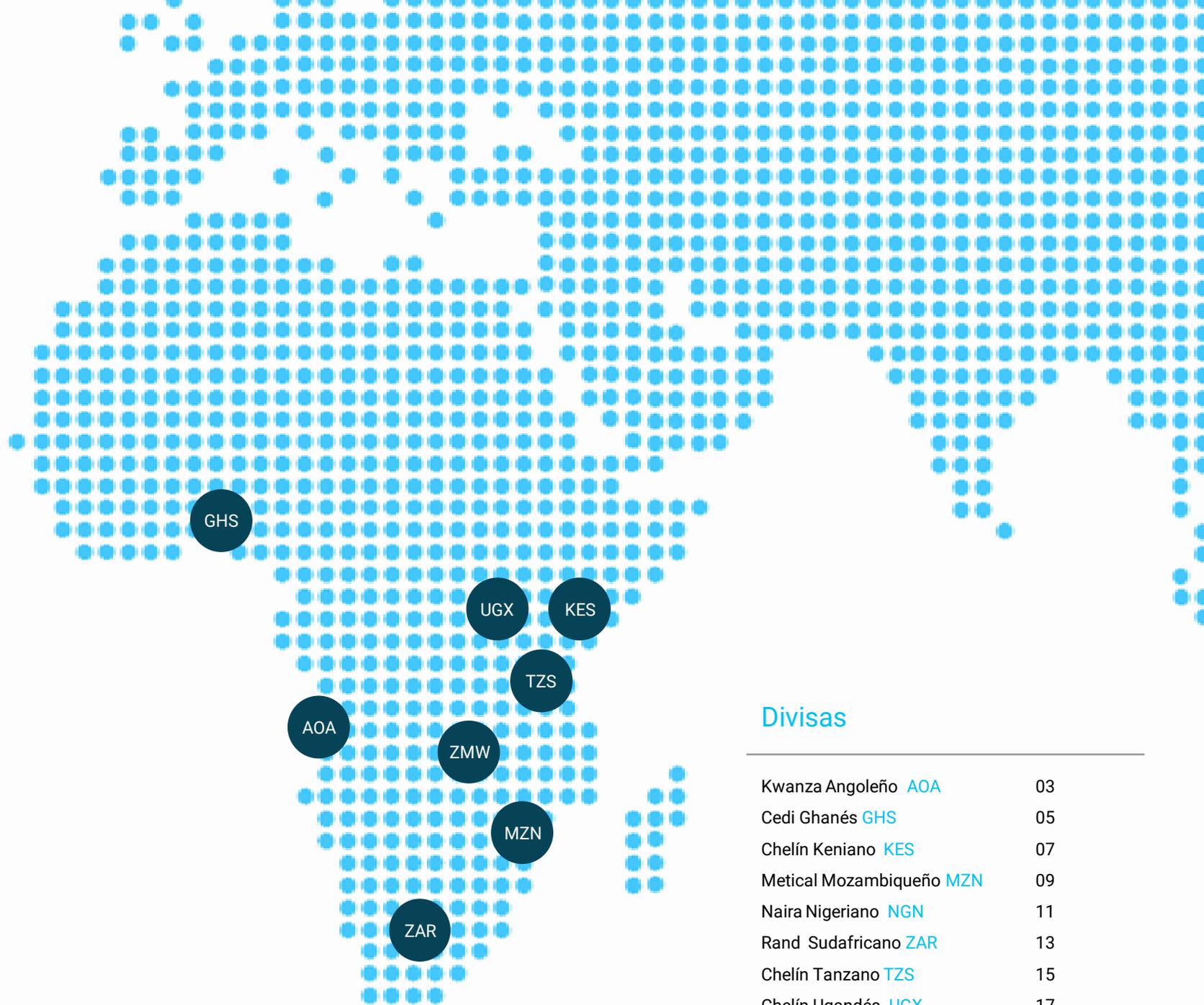


Informe Divisas África Agosto 2019

AUTORES:

Enrique Díaz-Alvarez, Matthew Ryan & Roman Ziruk

AGOSTO 2019



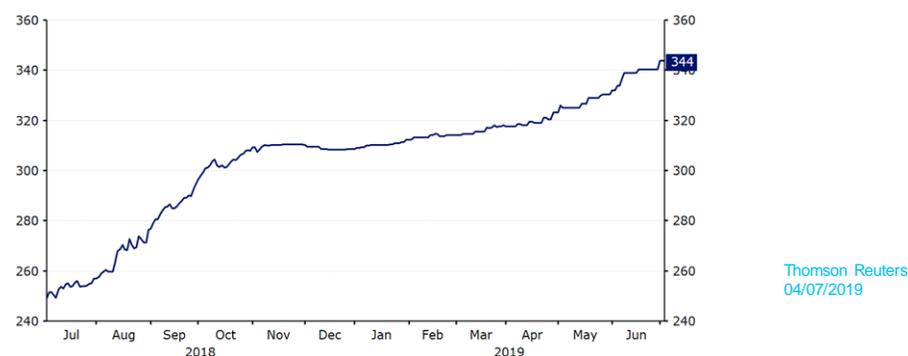
Divisas

Kwanza Angoleño	AOA	03
Cedi Ghanés	GHS	05
Chelín Keniano	KES	07
Metical Mozambiqueño	MZN	09
Naira Nigeriano	NGN	11
Rand Sudafricano	ZAR	13
Chelín Tanzano	TZS	15
Chelín Ugandés	UGX	17
Kwacha Zambiano	ZMW	19

Kwanza angoleño AOA

El Banco Central de Angola mantuvo el tipo de cambio del Kwanza angoleño (AOA) estable en torno a los 165 AOA por Dólar estadounidense por casi dos años, desde abril de 2016, antes de realizar una nueva devaluación en enero de 2018. El Kwanza perdió alrededor del 20% de su valor tras la devaluación, con el banco central organizando una depreciación constante hasta noviembre de 2018 (Figura 1). Desde entonces, la devaluación ha sido más gradual, aunque todavía alrededor del 10% anual.

Figura 1: USD/AOA (Julio '18 - Julio '19)



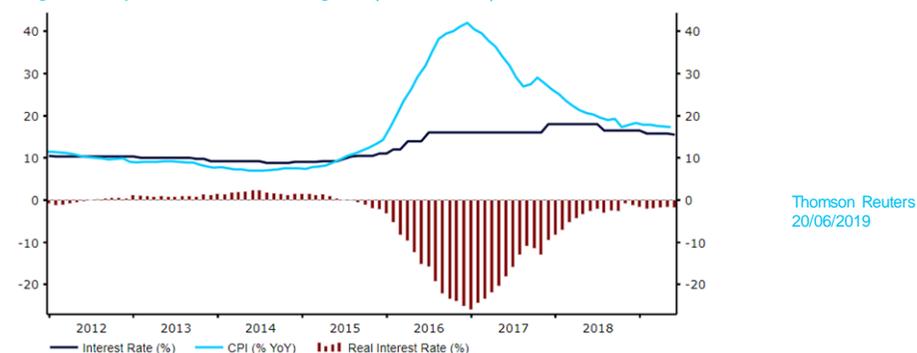
El movimiento para devaluar la moneda en 2016 no fue particularmente sorprendente, dada la gran dependencia de Angola a la producción de petróleo y la fuerte caída en los precios mundiales del mismo. Los precios del petróleo cayeron por debajo de los 30 dólares por barril en enero de 2016, lo que pesó fuertemente en la economía angoleña, el mayor productor de petróleo en África. La economía de Angola aún no se ha recuperado por completo de la caída del precio del petróleo, aunque la economía salió de la recesión en el cuarto trimestre de 2018 después de cuatro trimestres consecutivos de contracción anual. La divisa sigue influenciada significativamente por el precio del producto, dado que el petróleo representa alrededor del 95% de los ingresos totales de exportación del país y el 40% del PIB.

La última recuperación en el precio del petróleo, las mejoras posteriores en las condiciones macroeconómicas en Angola y los desarrollos positivos respecto al programa del FMI para el país han permitido el reciente ritmo más lento de depreciación del AOA.

A pesar de que los precios mundiales del petróleo repuntaron desde sus mínimos, subiendo de nuevo por encima de los 60 dólares por barril en abril, creemos que las pérdidas adicionales para la moneda desde los niveles actuales son casi inevitables. El tipo de cambio no oficial del AOA sigue siendo alto. La tasa del mercado negro para el Kwanza, supuestamente, superó los 500 AOA por dólar estadounidense el año pasado aunque, desde entonces, ha caído por debajo de los 400 AOA. Afortunadamente, ésta ya no es la brecha más grande en el mundo entre el tipo de cambio oficial y el no oficial.

Los tipos de interés reales permanecen en territorio negativo en Angola, aunque la brecha entre los tipos de interés y la inflación se ha reducido significativamente. Los tipos de interés se redujeron por primera vez en cuatro años en julio del año pasado después de que el banco central recortara su tipo principal en 150 puntos básicos a 16,5% en medio de una inflación en descenso (Figura 2). Los tipos se redujeron en otros 75 puntos básicos en enero, en línea con una mayor desaceleración en el crecimiento de los precios al consumidor. La inflación general se disparó por encima del 40% en 2016, aunque se ha reducido a más de la mitad desde entonces. EL regreso de los tipos reales a territorio positivo por primera vez desde 2015 sería un gran avance para la moneda.

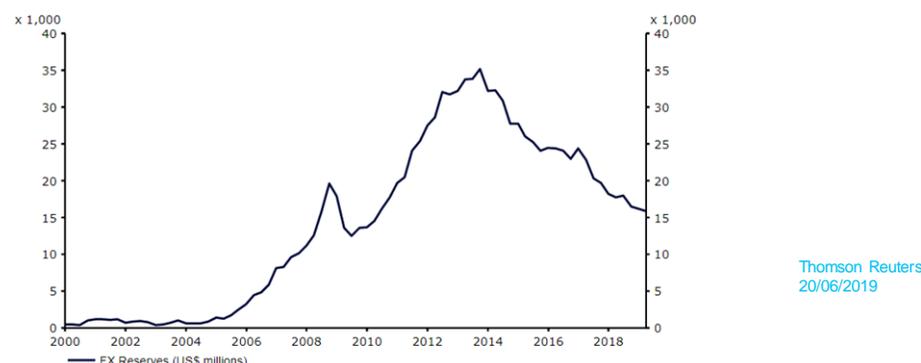
Figura 2: Tipo de interés real Angola (2012 - 2019)



Kwanza angoleño AOA

Desafortunadamente, la deuda del gobierno angoleño sigue siendo alta y superior al 80%. Las reservas de divisas del país también se han visto reducidas rápidamente en Dólares estadounidenses desde su pico en 2013, con el Banco Nacional de Angola interviniendo fuertemente para apuntalar el Kwanza y evitar una depreciación excesiva de la moneda (Figura 3). Esto limitó severamente la capacidad del banco central de continuar interviniendo para respaldar la divisa y hace que la protección de la moneda sea un poco más desafiante.

Figura 3: Reservas de divisa extranjera de Angola (2000 - 2019)



A pesar de estos factores negativos, hay algunas razones para ser optimistas sobre las perspectivas a largo plazo para el Kwanza. La devaluación masiva del Kwanza desde principios del año pasado, la mayor en África en 2018, ha cerrado sustancialmente la brecha con el tipo de cambio no oficial. Esto debería limitar la presión a la baja sobre la divisa. Los precios más altos de petróleo deberían comenzar a filtrarse hacia un desempeño económico interno más sólido: el anuncio de proyectos adicionales de exploración de petróleo debería ayudar también en este sentido. El Fondo Monetario Internacional también aprobó el EAEFF (Extended Fund Facility) en diciembre, lo que creemos que es un avance muy positivo. Esto hará que se inyecten 3,700 millones de dólares en fondos en la economía angoleña en los próximos tres años, con 990,7 millones de dólares disponibles de inmediato en diciembre.

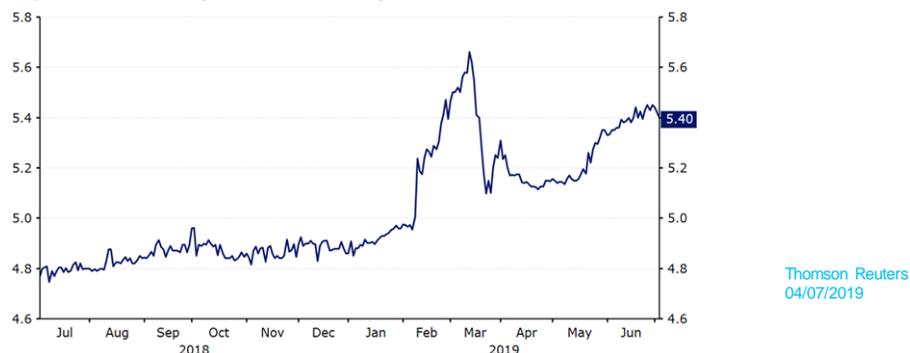
Creemos que el tipo de cambio no oficial, todavía alto, la lenta recuperación económica y los tipos de interés reales negativos pueden llevar a pérdidas para el Kwanza desde los niveles actuales. Dicho esto, los factores de apoyo antes mencionados deberían, en nuestra opinión, asegurar que esta disminución se limite a las diferencias de inflación con EE.UU, de alrededor del 15% por año. Creemos que esta depreciación sería bien recibida por los funcionarios del FMI.

	USD/AOA	EUR/AOA	GBP/AOA
Q3-2019	345	395	450
E-2019	360	415	485
Q1-2020	370	430	520
Q2-2020	375	435	535
E-2020	380	455	560

Cedi ghanés GHS

El Cedi de Ghana (GHS) evolucionó en línea con nuestras previsiones hasta principios de febrero, depreciándose a un ritmo gradual frente al Dólar (Figura 4). Sin embargo, la moneda cayó bruscamente en febrero, perdiendo más del 10% de su valor en poco más de un mes y disminuyendo a su nivel más débil por encima de la marca de 5,6.

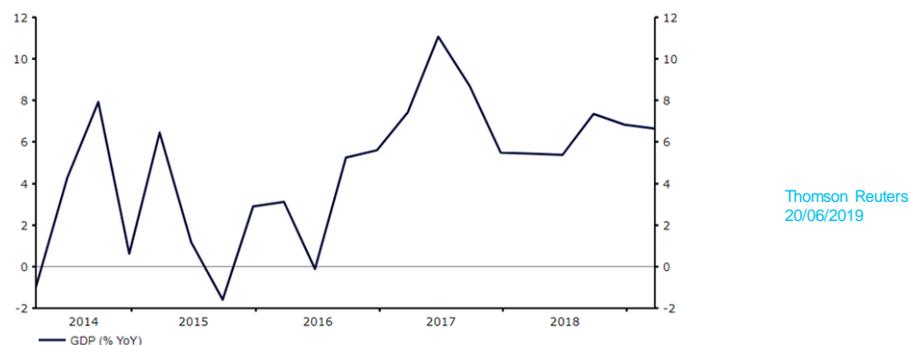
Figura 4: USD/GHS (Julio '18 - Julio '19)



Según el vicepresidente de Ghana, Dr. Mahamudu Bawumia, la fuerte depreciación del Cedi a principios de año se debió a que el Banco de Ghana no intervino en los mercados para estabilizar el Cedi. El Banco de Ghana interviene regularmente en los mercados de divisas para suavizar la volatilidad. Sin embargo, un requisito del programa del FMI del país estipuló un objetivo de reservas internacionales netas en marzo a los mismos niveles que en diciembre de 2018, asegurando que el Banco de Ghana no tuviera espacio para intervenir en el mercado y proteger el Cedi. Desde entonces, las fuerzas del mercado han corregido la mayoría de la venta masiva, con el Cedi actualmente más cerca de los niveles que se considerarían como valor razonable.

Incluso antes de la venta masiva observada a principios de 2019, el Cedi ya había perdido alrededor del 10% de su valor frente al Dólar estadounidense en los doce meses anteriores. Esto se relacionó, en gran medida, con la fortaleza general del Dólar que se apreció frente a casi todas las monedas de mercados emergentes por temor a una guerra comercial entre EE.UU y China. El Cedi demostró ser particularmente vulnerable, en parte, debido a la demanda corporativa insatisfecha de USD, la posición externa, bastante débil, del país y la desaceleración de la economía interna. La economía de Ghana retrocedió el año pasado, con un crecimiento del PIB que cayó al 6,8% en el cuarto trimestre de 2018 (Figura 5). Si bien fue un ritmo más rápido que el mismo período del año anterior, la expansión durante todo 2018 fue más lenta que la registrada en 2017. Sin embargo, creemos que gran parte de esta desaceleración puede atribuirse al efecto más que a la debilidad subyacente, con un auge en el sector petrolero tras el aumento en la producción asegurando que el crecimiento en 2017 registraba su ritmo más rápido en cinco años. El último PMI compuesto se ha acelerado, ya que se desaceleró a finales de 2018. El índice ha estado por encima del nivel de 50, lo que indica expansión en cada uno de los últimos seis meses, volviendo a 51,5 en marzo. Esto es un buen augurio para el crecimiento general del primer trimestre.

Figura 5: Tasa crecimiento anual GDP Ghana (2014 - 2019)

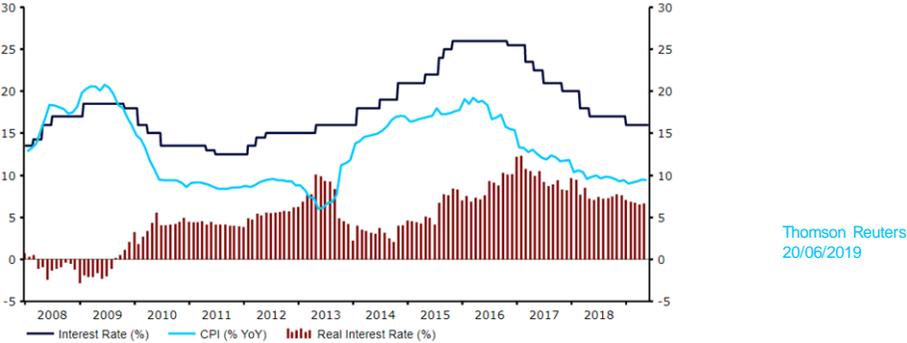


Cedi ghanés GHS

Mencionamos en nuestro último análisis que el principal factor de riesgo para las perspectivas de la economía ghanesa era un final prematuro del programa del FMI. Sin embargo, el programa de tres años, que se extendió por un año adicional en agosto de 2017, concluyó con éxito en marzo. La Extended Credit Facility del FMI para Ghana ha sido de un total de 918 millones de dólares estadounidenses en asistencia financiera para la economía de Ghana desde abril de 2015. Según las autoridades del FMI, el programa logró “ganancias macroeconómicas significativas en el transcurso del programa respaldado por el ECF, con gran crecimiento, inflación de un solo dígito, consolidación fiscal y limpieza del sector bancario”.

Uno de los principales objetivos del programa del FMI ha sido devolver la inflación a una cifra de un sólo dígito, lo cual ha resultado exitoso. La inflación general ha disminuido gradualmente desde principios de 2016, retrocediendo a solo el 9% en enero aunque, desde entonces, ha vuelto a aumentar al 9,3%. En línea con la disminución de la presión inflacionaria, el Banco de Ghana ha tenido espacio para aflojar la política monetaria en los últimos años. El BoG ha reducido los tipos en 1000 puntos básicos desde finales de 2016, con el último recorte de 100 puntos básicos en enero llevando a los tipos al 16%. Incluso después de la serie de recortes de tipos de interés del Banco de Ghana, los tipos de interés reales del país siguen siendo firmemente positivos y, actualmente, están por debajo del 7% (Figura 6). Esto significa que los tipos de interés reales se encuentran entre los más altos de África, lo que debería continuar brindando un sólido apoyo al Cedi.

Figura 6: Tasa de interés real de Ghana (2008 - 2019)



La posición externa de Ghana también ha mejorado en los últimos años, ayudada por los mayores precios del oro, el cacao y el petróleo a principios de año, las tres mayores fuentes de ingresos por exportaciones del país. Una mejora en la posición comercial ha contribuido a reducir el déficit de cuenta corriente al 4,2% del PIB total en comparación con el más del 10% de 2012-2013. La afluencia de fondos del FMI también debería cambiar drásticamente la imagen del flujo de efectivo para el gobierno de Ghana y proporcionar una forma sólida y confiable de financiar el déficit de cuenta corriente. Esta reducción en la cuenta corriente y las entradas de fondos del FMI han permitido al Banco de Ghana acumular reservas extranjeras que, de otro modo, se habrían utilizado para apuntalar el valor del Cedi.

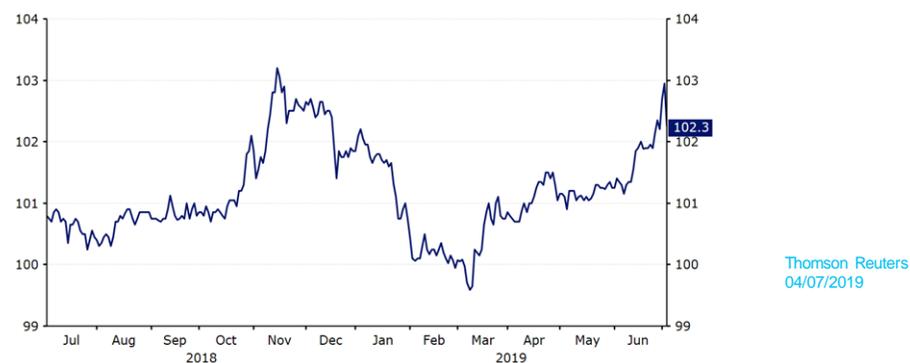
Creemos que las perspectivas de la economía ghanesa siguen siendo ampliamente favorables para el Cedi. La economía sigue creciendo a un ritmo decente, el déficit en cuenta corriente está mejorando, mientras que los tipos de interés reales son firmemente positivos. La implementación exitosa del programa del FMI también es un desarrollo muy alentador y, en nuestra opinión, debería permitir que el Cedi recupere sus pérdidas recientes en el mercado.

	USD/GHS	EUR/GHS	GBP/GHS
Q3-2019	5.20	6.00	6.75
E-2019	5.00	5.75	6.75
Q1-2020	4.80	5.60	6.70
Q2-2020	4.80	5.55	6.80
E-2020	4.80	5.65	6.95

Chelín keniano KES

El Chelín de Kenia (KES) ha seguido defendiéndose frente al Dólar estadounidense en 2019 y fue una de las pocas monedas de mercados emergentes que lo hizo el año pasado (Figura 7). El KES rompió el nivel de los 100 KES por Dólar por primera vez en más de un año, recuperándose fuertemente de un breve episodio de debilidad en noviembre. Esto significa que la moneda se ha apreciado.

Figura 7: USD/KES (Julio '18 - Julio '19)



El reciente e impresionante desempeño del Chelín, que ha sido impulsado por las entradas de divisas de las exportaciones de horticultura y los inversores extranjeros que compran deuda pública, ha generado preocupación sobre la fortaleza de la moneda y si está necesariamente justificada por los fundamentos subyacentes. El FMI advirtió recientemente que el Chelín estaba sobrevaluado en un 17%, lo que provocó la venta masiva de KES a finales del año pasado. Posteriormente, esto fue minimizado por el banco central, que continuó apuntalando la moneda, aparentemente para reducir la posición de deuda externa del país. En cambio, el FMI ha pedido una "mayor flexibilidad cambiaria" a la luz de las expectativas de inflación de Kenia y las altas reservas de divisas.

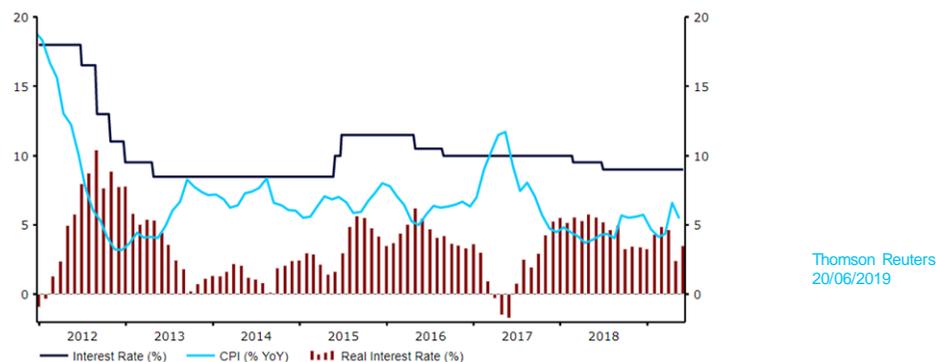
El Chelín ha sido ayudado en su camino por un fuerte desempeño de la economía de Kenia en los últimos tiempos, que se expandió un 6,1% en 2018, su ritmo más rápido en ocho años. El crecimiento retrocedió hasta el 5,9% en el último trimestre del año pasado, aunque la economía continúa bien respaldada por una fuerte expansión en los sectores agrícola, manufacturero y de servicios. El clima favorable elevó la actividad en el sector agrícola el año pasado, lo que compensó el desempeño relativamente más lento de la minería y la construcción. Sin embargo, la última recuperación de los precios del petróleo presenta un riesgo externo negativo para la economía de Kenia y el Chelín, dado que Kenia es importador de petróleo. El reciente repunte en el precio del producto, que ha subido bruscamente a más de 70 dólares por barril, podría contribuir a un aumento en el déficit de cuenta corriente del país.

Un Chelín más fuerte proporcionó espacio para que el Banco Central de Kenia redujera los tipos de interés en dos ocasiones durante 2018, y la reducción más reciente de 50 puntos básicos en el tipo de cambio principal en julio llevó los tipos al 9%. Desde entonces, los tipos se han mantenido estables en cada reunión y los responsables de política económica citaron recientemente un entorno económico estable esperando que la inflación se mantenga dentro del rango objetivo del banco central. Sin embargo, el banco también ha señalado las preocupaciones de la economía global, particularmente las recientes tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

La inflación general se desaceleró bruscamente en Kenia, más o menos desde mediados de 2017, pasando todo 2018 dentro del rango objetivo de inflación del 2,5- 7,5% del banco. Esto ha aumentado un poco en lo que llevamos de 2019 aunque el 6,6% de abril todavía se encuentra dentro del rango objetivo y aún no en los niveles que garantizarían una reversión inmediata en las condiciones de política monetaria. Es probable que la política siga siendo acomodaticia mientras la economía de Kenia continúe creciendo a un ritmo que el banco central considera que está por debajo de su potencial. Tras este repunte de la inflación, los tipos de interés reales han disminuido, lo que no es un dato particularmente alentador para el Chelín. Los tipos reales ahora son de alrededor del 2,4%. Si bien todavía se encuentra en territorio positivo, ahora están en su nivel más bajo desde agosto de 2017 (Figura 8).

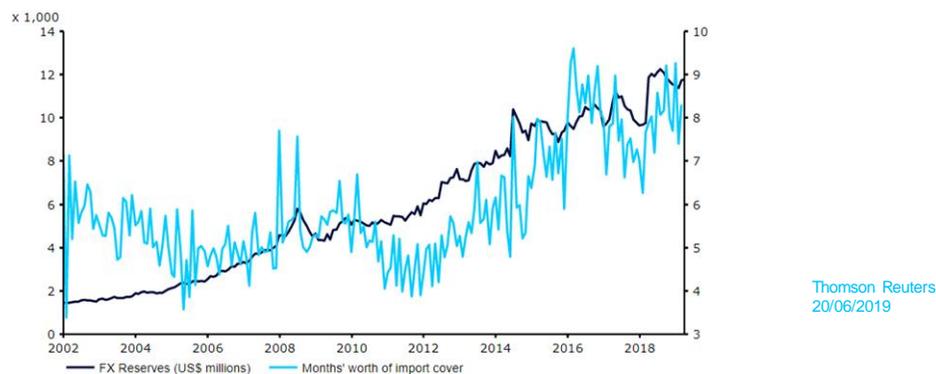
Chelín keniano KES

Figura 8: Tasa de interés real Kenia (2012 - 2019)



Incluso después de una intervención reciente, el Banco Central de Kenia ha seguido acumulando reservas de divisas. Si bien las reservas disminuyeron en términos absolutos en 2017, han aumentado en los últimos años y, ahora, equivalen a alrededor de ocho meses de cobertura de importación (Figura 9). Las autoridades de Kenia han utilizado algunas reservas para estabilizar el KES en los últimos meses y deberían tener muchas municiones para continuar haciéndolo a fin de garantizar la estabilidad de la moneda y evitar otra fuerte depreciación del Chelín.

Figura 9: Reservas de divisa extranjera Kenia (2002 - 2019)



Creemos que la fortaleza reciente del KES no está necesariamente justificada por los fundamentos económicos y que el valor de la moneda ha sido aumentado artificialmente por el Banco Central de Kenia. Seguimos opinando que las perspectivas para el KES están sesgadas a la baja y que una depreciación de la moneda lo alinearía más con lo que justificaría la macroeconomía subyacente.

El déficit de cuenta corriente de Kenia ha empeorado, dejando a Kenia expuesta a flujos de cartera más volátiles para financiar la balanza de pagos. Las reservas de divisas también han disminuido mientras que los recortes de tipos de interés adicionales siguen siendo posibles. Por lo tanto, mantenemos nuestro pronóstico de una depreciación gradual del Chelín frente al Dólar estadounidense.

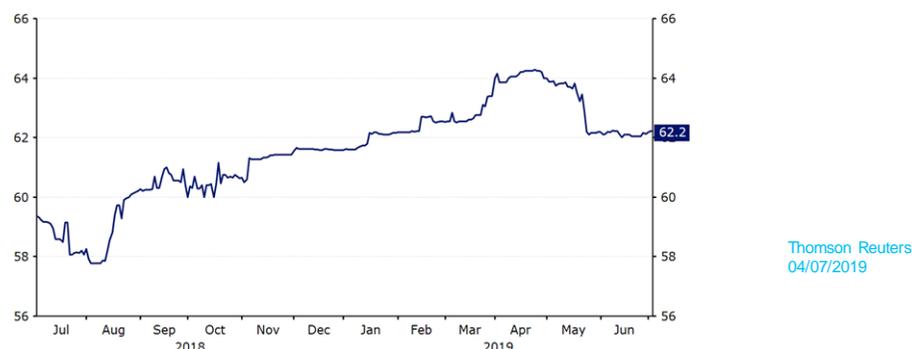
	USD/KES	EUR/KES	GBP/KES
Q3-2019	103	118	134
E-2019	104	120	140
Q1-2020	105	122	147
Q2-2020	106	123	151
E-2020	108	127	157

Metical mozambiqueño MZN

El Metical mozambiqueño (MZN) fue una de las monedas más volátiles del mundo durante, más o menos, dos años desde principios de 2015. El MZN sufrió una venta incesante que hizo que la moneda perdiera más de la mitad de su valor durante ese tiempo, cayendo a su nivel más bajo frente al Dólar en octubre de 2016. Después de caer a un récord mínimo, el Metical logró recuperar alrededor de un tercio de sus pérdidas.

El MZN ha continuado operando dentro de un rango relativamente estrecho frente al Dólar estadounidense desde entonces, con las autoridades monetarias del país capaces de realizar una depreciación relativamente controlada de la divisa.

Figura 10: USD/MZN (Julio '18 - Julio '19)



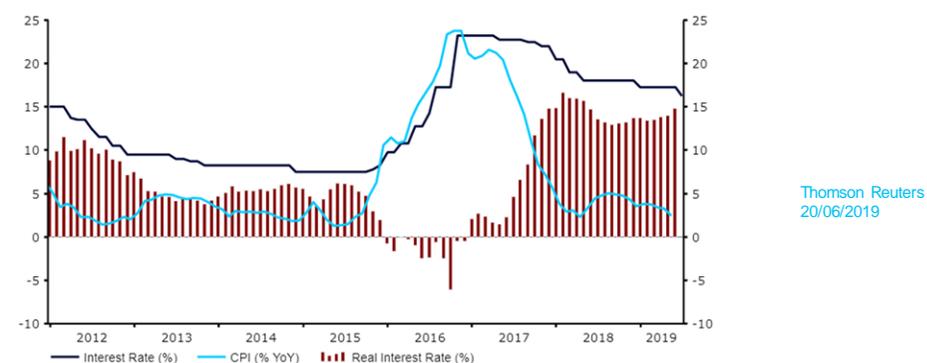
La relativa estabilidad en la moneda de Mozambique ha seguido a algunas noticias cada vez más positivas respecto a la financiación externa del país. La relación entre Mozambique y el FMI, vista como una fuente clave de financiación, ha mejorado desde que el país admitió ocultar alrededor de mil millones de deuda del Fondo Monetario Internacional en 2016. Tras la visita de abril, el FMI aprobó 118,2 millones, un 37,5% de la cuota total, en asistencia financiera a Mozambique bajo la línea de crédito rápido (RCF).

La ayuda monetaria debería financiar las grandes brechas presupuestarias y de financiación externa del país al tiempo que apoya la estabilidad macroeconómica. Una inyección masiva de efectivo del Banco Mundial, que implica la disponibilidad de 1,7 mil millones de fondos durante un período de cuatro años hasta 2021, también es un factor positivo y ha proporcionado razones adicionales para ser optimistas sobre el MZN.

La venta masiva del Metical en 2015 y 2016 se vio exacerbada por la fuerte disminución de los precios mundiales de los productos básicos. La economía de Mozambique y su moneda siguen dependiendo de los precios de los productos básicos y la producción de minerales y metales representa algo más del 60% de los ingresos totales de exportación. El colapso del 20% en los precios del petróleo en la segunda mitad de mayo en medio de la incertidumbre sobre el comercio mundial fue, por lo tanto, un desarrollo preocupante para el país.

La depreciación del MZN condujo a un rápido aumento de la tasa de inflación en Mozambique en 2015 y 2016. La inflación general aumentó a un 24% a finales de 2016, para, ahora, volver a retroceder a un 3,2% mucho más manejable. (Figura 11).

Figura 11: Tasa de inflación Mozambique (2012 - 2019)



Metical mozambiqueño MZN

En medio de la fuerte caída de la inflación, los responsables de política monetaria de Mozambique han tenido espacio para normalizar los tipos, reduciendo el tipo principal del banco central en numerosas ocasiones desde marzo de 2017, alegando sus expectativas de un crecimiento suave y una disminución de los precios. El último recorte de 75 puntos básicos en diciembre de 2018 redujo el tipo principal al 17,25%. Es probable que se mantengan alrededor de este nivel mientras el crecimiento económico se mantenga en los niveles actuales. Los profundos problemas financieros de Mozambique han pesado sobre la actividad económica del país en los últimos años, con el FMI rebajando su pronóstico de crecimiento a solo 1,8% para este año, una fuerte bajada desde las estimaciones anteriores. Tras la fuerte caída de la inflación, los tipos de interés reales ahora son firmemente positivos en Mozambique, en torno al 14%. Éste es uno de los tipos de interés reales más altos del mundo, que debería proporcionar una propuesta atractiva para los inversores y aliviar significativamente la presión de depreciación sobre el Metical.

Otro desarrollo alentador, y uno que puede atribuirse, al menos en pequeña parte, a la recuperación en el Metical, es la mejora en la posición externa del país. El déficit de cuenta corriente de Mozambique se ha reducido drásticamente desde alrededor del 40% del PIB a en torno el 20%. Esto ha seguido una mejora significativa en la balanza comercial del país, que ha experimentado una de las correcciones más pronunciadas de cualquier país en África. Si bien se trata de una recuperación impresionante, el fuerte déficit en cuenta corriente sigue siendo uno de los más grandes del mundo, aunque esto debería estar cubierto por los flujos de ayuda.

Las reservas de divisas se redujeron a partir de finales de 2014 debido al aumento del gasto en pagos de intereses de deuda. Sin embargo, las reservas de divisas se recuperaron nuevamente en términos reales debido a la inyección de financiación externa y a una menor necesidad de que el banco central intervenga en el mercado de divisas. Con menos de dos meses de cobertura de importaciones (Figura 12), esto todavía está muy por debajo de los niveles que se considerarían suficientes y limita significativamente la capacidad del banco central de intervenir en el mercado de divisas para proteger al MXN. Dicho esto, la financiación adicional del Banco Mundial debería ayudar a mejorar la situación de las reservas.

Figura 12: Reservas de divisas extranjeras de Mozambique (2008 - 2019)



Thomson Reuters
20/06/2019

Creemos que las perspectivas para el MZN han mejorado en los últimos años. La inyección de fondos del Banco Mundial debería ayudar a apoyar a la economía del país y mejorar la situación de las reservas. Los tipos de interés reales también son firmemente positivos, aunque la falta de reservas de divisas presenta un riesgo. Por lo tanto, esperamos una relativa estabilidad en el MZN, con una moneda que no sufra más que una leve depreciación frente al Dólar desde los niveles actuales.

	USD/MZN	EUR/MZN	GBP/MZN
Q3-2019	63	72	82
E-2019	64	74	86
Q1-2020	64	74	90
Q2-2020	65	75	92
E-2020	66	78	96

Naira nigeriano NGN

El Naira nigeriano (NGN) convive bajo un acuerdo establecido por el que el Banco Central de Nigeria (BCN) interviene en el mercado para garantizar la vinculación con el Dólar estadounidense.

Con la presión de los bajos precios del petróleo, los responsables políticos del BCN se vieron obligados a realizar una segunda devaluación del NGN en poco más de un año. Esto llevó al tipo de cambio oficial por debajo de los 360 NGN por Dólar estadounidense, lo que significa que el banco central había orquestado una devaluación del 80% en la moneda desde la eliminación de la vinculación oficial del Naira frente al Dólar en junio de 2016. Sin embargo, desde entonces, las autoridades nigerianas han logrado mantener estable el tipo de cambio oficial en torno al nivel de 360 (Figura 13), ayudado, en gran parte, por la reciente recuperación de los precios mundiales del petróleo, a los que la economía nigeriana está fuertemente vinculada.

Figura 13: USD/NGN (2015 - 2019)



El precio del petróleo es el factor más importante para el desarrollo de la economía nigeriana, lo que no sorprende dado que el petróleo representa alrededor del 95% de los ingresos totales de exportación de Nigeria y el 35% del PIB. La fuerte caída de los productos básicos a finales de 201 hasta principios de 2016 y el prolongado nivel de los precios del petróleo por debajo del promedio, obstaculizaron significativamente el progreso de la economía nigeriana e hicieron inevitable una fuerte devaluación del NGN. Nigeria entró en recesión en 2016 con un Naira más débil como una de las herramientas utilizadas para ayudar a su recuperación.

Los precios mundiales del petróleo han iniciado una recuperación en los últimos años, volviendo a alcanzar un máximo de cuatro años en octubre. A pesar de que los precios retrocedieron por debajo del promedio de cinco años en los últimos meses, el petróleo sigue estando notablemente más arriba de los últimos mínimos alcanzados, lo que ha disminuido significativamente la presión depreciativa sobre el Naira y ha permitido que el banco central lo proteja con mayor facilidad. También ha ayudado a elevar el crecimiento a niveles mucho más deseados, con la economía expandiéndose un 2,4% en el cuarto trimestre de 2019 (Figura 14), su ritmo de crecimiento más rápido en tres años. El Banco Mundial, ahora, pronostica que la economía nigeriana, que no hace mucho tiempo superó a Sudáfrica como la más grande de África, crecerá un 2% en 2019.

Figura 14: Tasa de crecimiento anual GDP Nigeria (2011 - 2018)

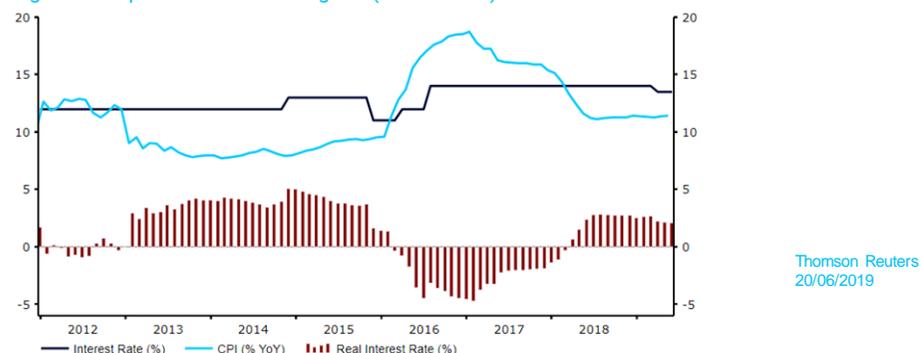


Otra nota alentadora, la inflación en Nigeria se ha reducido a niveles más manejables. El crecimiento general de los precios al consumidor aumentó hasta casi el 20% después de las devaluaciones del NGN pero, desde entonces, disminuyó a 11,3% en marzo. Aún en niveles, relativamente altos en comparación con muchos de sus pares, ésta disminución en el crecimiento de los precios permitió que el CBN redujera los tipos de interés en marzo. En un movimiento sorpresivo, el banco central redujo su tipo de interés principal en 50 puntos básicos a 13,5%, la primera reducción de tipos del banco desde noviembre de 2015. El BCN declaró después del recorte que "habiendo logrado un tipo de cambio relativamente estable era imperativo que la política monetaria explorase los próximos pasos necesarios para mejorar el crecimiento".

Naira nigeriano NGN

Incluso después del recorte de marzo, los tipos de interés reales siguen siendo positivos en 2,2% (Figura 15). En el clima macroeconómico actual, esto se presenta como una propuesta bastante atractiva para los inversores y debería limitar la necesidad de devaluaciones adicionales en el Naira.

Figura 15: Tipo de interés real Nigeria (2012 - 2019)



Thomson Reuters
20/06/2019

El banco central ha seguido interviniendo regularmente para evitar otra fuerte depreciación de la moneda, al tiempo que implementa fuertes restricciones a las importaciones y al acceso a la moneda. La disminución de la presión sobre la divisa significa que las reservas mantenidas en el banco central han aumentado en los últimos años y, ahora, están alrededor del equivalente a quince meses de cobertura de importación otra vez (Figura 16). Creemos que esto proporciona suficiente munición para que el banco central continúe interviniendo en el mercado de divisas a fin de proteger la moneda, al menos por el momento.

El reciente recorte de tipos del Banco Central de Nigeria es una clara señal de que la presión sobre el Naira ha disminuido considerablemente en los últimos tiempos. Esto es evidente en el tipo de cambio no oficial que ahora está mucho más en línea con el tipo de cambio oficial. Durante el apogeo de la presión especulativa sobre el Naira, el tipo de cambio del mercado negro se había disparado por encima de los 500 NGN por USD, aunque, ahora, está de nuevo alrededor del nivel de 360.

Figura 16: Reservas de divisas extranjeras de Nigeria (2008 - 2019)



Thomson Reuters
20/06/2019

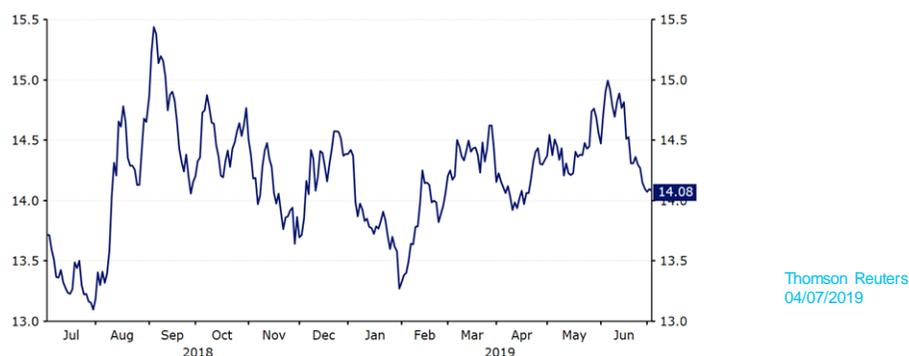
La reducción en el tipo de cambio no oficial del Naira, los precios más altos del petróleo, los tipos de interés reales positivos y una mejor posición de reservas de divisas aseguran que la presión de depreciación sobre el NGN, ahora, se verá reducida significativamente. Por lo tanto, creemos que el BCN debería continuar interviniendo en el mercado para mantener la vinculación existente frente al Dólar estadounidense. Esto aseguraría una apreciación aproximada del 10% en términos reales, dados los diferenciales de inflación con Estados Unidos. Dicho esto, otra fuerte caída en los precios del petróleo aseguraría que las devaluaciones adicionales fuesen completamente posibles.

	USD/NGN	EUR/NGN	GBP/NGN
Q3-2019	360	415	470
E-2019	360	415	485
Q1-2020	360	418	505
Q2-2020	360	418	510
E-2020	360	425	520

Rand sudafricano ZAR

Los datos económicos, generalmente débiles, del país y la venta masiva de la mayoría de las monedas de mercados emergentes aseguraron que el Rand sudafricano (ZAR) sufriera un 2018 particularmente difícil. Sin embargo, la moneda se ha estabilizado frente al Dólar en lo que va de año y continúa, más o menos, en línea con nuestros pronósticos a largo plazo. El ZAR ha operado dentro del rango, relativamente estrecho, de 13,5-14,5 durante la mayor parte de los últimos seis meses (Figura 17), respaldado por tipos de interés más altos y un alivio en la incertidumbre política.

Figura 17: USD/ZAR (Julio '18 - Julio '19)



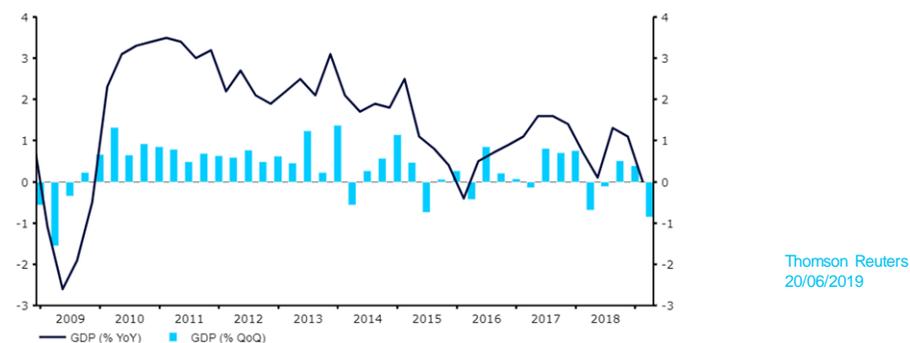
El gobernante del partido ANC de Sudáfrica evitó la humillación en las elecciones nacionales de mayo. El partido de Cyril Ramaphosa conserva su mayoría, aunque su 58% de votos fue el peor desempeño desde 1994. Este tibio apoyo al status quo fue recibido por el mercado de manera positiva y puede ayudar a elevar la confianza tanto de las empresas como de los consumidores en el país en los próximos meses.

El primer aumento de tipos de interés del Banco de la Reserva de Sudáfrica en más de dos años y medio, en noviembre, también ha brindado apoyo al Rand. Los responsables de política monetaria en Sudáfrica sorprendieron al mercado al subir el tipo de interés principal en 25 puntos básicos al 6,75%.

La política se ha mantenido estable desde entonces a medida que continúa su búsqueda de equilibrio entre una mayor presión inflacionaria y un crecimiento económico suave. El banco ha observado mayores riesgos de alta inflación en el largo plazo, que se espera que tenga una tendencia hacia el límite superior del rango objetivo de inflación en los próximos trimestres. La inflación general en Sudáfrica volvió a subir por encima del 5% en la segunda mitad de 2018, aunque las recientes alzas de tipos han llevado a esta medida crítica nuevamente por debajo del punto medio del rango objetivo.

La posibilidad de aumentos adicionales en los próximos meses dependerá de si los responsables de política monetaria continúan priorizando la inflación estable en lugar de elevar niveles de crecimiento bastante benignos. La economía de Sudáfrica cayó en una recesión técnica, por primera vez en casi una década, en el segundo trimestre de 2018, aunque, desde entonces, ha regresado al territorio expansivo. La economía creció un 1,1% en el último trimestre de 2018. Si bien es un nivel más saludable que el de principios de año, todavía está muy por debajo de los niveles a los que apunta el banco central. Las perspectivas para el resto de 2019 no son particularmente alentadoras ya que el FMI, ahora, espera que la economía crezca solo un 1,2% este año. Sin duda, ese débil crecimiento disminuye las posibilidades de otra subida en las próximas reuniones, particularmente dado el apetito de atenuación de las subidas del banco central.

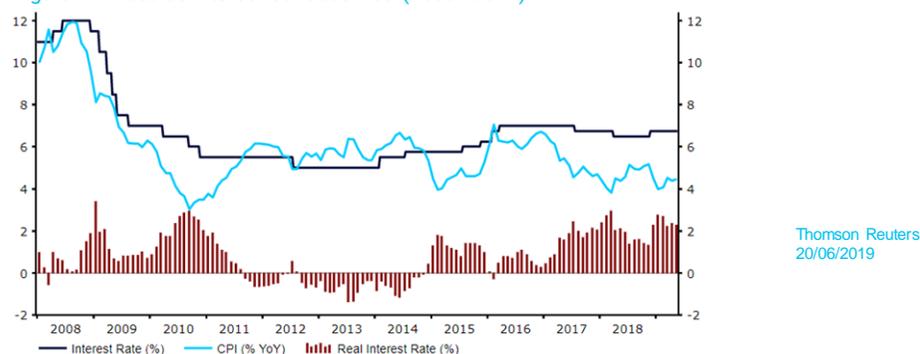
Figura 18: Tasa de crecimiento anual GDP de Sudáfrica (2009 - 2018)



Rand sudafricano ZAR

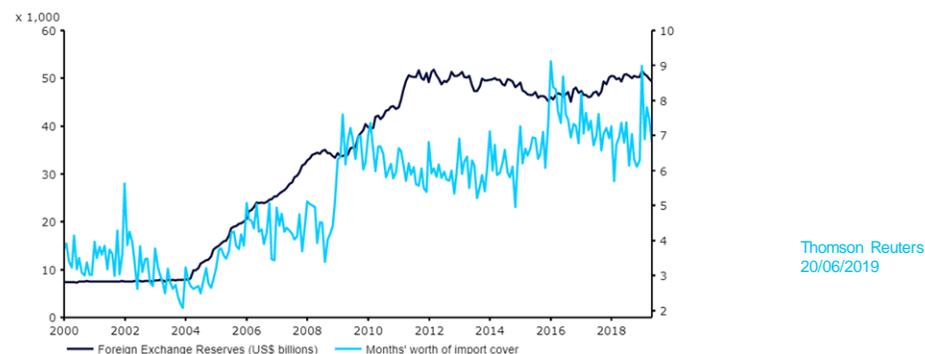
A pesar de la débil perspectiva de crecimiento, hay una serie de razones para ser optimista respecto al ZAR. Una combinación de la reciente alza de tipos de interés y una disminución de la inflación significan que los tipos de interés reales, en casi el 2%, son bastante bajos (Figura 19). Esto debería garantizar que los activos de renta fija de Sudáfrica sigan siendo atractivos para los inversores extranjeros.

Figura 19: Tasa de interés real Sudáfrica (2008 - 2019)



Las reservas de divisas también aumentaron considerablemente en términos relativos tras una marcada disminución de las importaciones a finales del año pasado. Las reservas de divisas, ahora, equivalen a, aproximadamente, ocho meses de cobertura de importación. Esto está cómodamente por encima del nivel que se considera suficiente y debería garantizar que el banco central tenga suficiente munición para intervenir y proteger la moneda si lo considera necesario (Figura 20). Si bien el banco central afirma que solo intervendrá en casos extremos, estas reservas ayudan a limitar la posible desventaja del Rand. El déficit de cuenta corriente de Sudáfrica, también relativamente pequeño, se está reduciendo rápidamente, disminuyendo a 2,2% del PIB en el último trimestre del año pasado. Esto podría reducirse aún más después de una mejora general en la balanza comercial desde principios de 2018. Sudáfrica también tiene una relación de deuda externa y PIB y de deuda pública y PIB relativamente manejables de aproximadamente 22% y 55,8% respectivamente en 2018.

Figura 20: Reservas de divisa extranjera de Sudáfrica (2008 - 2019)



Seguimos siendo optimistas respecto al Rand sudafricano. La fuerte liquidación observada en la moneda en 2018 fue excesiva, en nuestra opinión y no necesariamente justificada por los fundamentos macroeconómicos del país. El déficit de cuenta corriente, bastante bajo, de Sudáfrica, las reservas de divisas adecuadas y los tipos de interés reales sólidamente positivos deberían, creemos, garantizar que el ZAR obtenga modestas ganancias adicionales frente al Dólar durante el resto de 2019 y durante 2020.

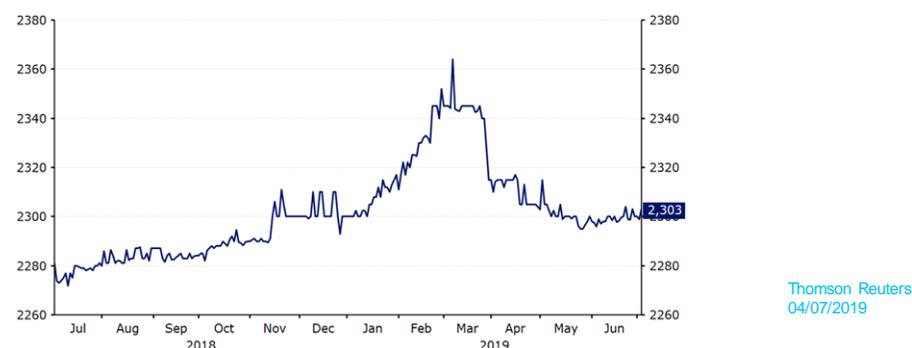
	USD/ZAR	EUR/ZAR	GBP/ZAR
Q3-2019	14.00	16.10	18.20
E-2019	13.80	15.85	18.65
Q1-2020	13.80	16.00	19.30
Q2-2020	13.70	15.90	19.45
E-2020	13.50	15.95	19.60

Chelín tanzano TZS

El Chelín tanzano (TZS) ha continuado operando dentro de una de las bandas más estrechas de cualquier moneda de mercados emergentes frente al Dólar estadounidense en los últimos doce meses, salvo un ataque de debilidad temporal en los primeros dos meses del año.

Dejando de lado la venta antes mencionada, el Banco de Tanzania ha mantenido a la moneda dentro de un rango bastante estrecho en torno a los niveles de 2,260-2,300 frente al USD en el último año, al tiempo que permitía una depreciación controlada y gradual del TZS. Esta falta de volatilidad se debe a la intervención del banco central, que compra y vende reservas extranjeras para suavizar las fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio.

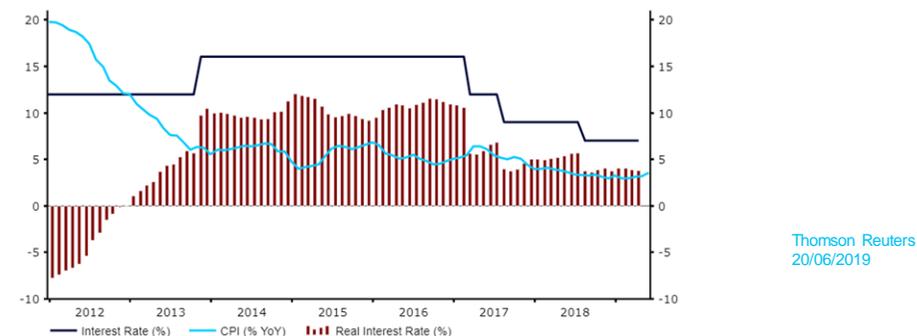
Figura 21: USD/TZS (Julio '18 - Julio '19)



La capacidad del Banco de Tanzania para garantizar una relativa estabilidad en el Chelín ha sido probada debido a un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento económico del país. La economía de Tanzania ha seguido creciendo a un ritmo sólido, con una expansión de entre el 6 y el 7% a lo largo de 2018, entre los más rápidos de África. La economía continúa siendo apoyada por reformas mineras, descubrimientos de gas natural en alta mar y una serie de proyectos integrales de infraestructura. Dicho esto, las previsiones del FMI se han revisado considerablemente a la baja y el fondo, ahora, espera que la economía de Tanzania se expanda solo un 4% en 2019, una fuerte rebaja desde sus estimación anterior y una considerable divergencia con la previsión del gobierno.

Para apoyar la economía interna, el Banco de Tanzania volvió a bajar su tasa depósito en agosto del año pasado, reduciendo en otros 200 puntos básicos del 9% al 7%. A pesar del recorte de tasas, los tipos de interés reales siguen siendo firmemente positivos en Tanzania y lo han sido desde principios de 2013. Al tener en cuenta la tasa de depósito, los tipos de interés reales son actualmente de alrededor del 4% (Figura 22), entre las más altas de cualquier país de África. Éste es un nivel muy saludable en el contexto del clima macroeconómico actual y debería proporcionar una propuesta atractiva para los inversores y continuar brindando un buen apoyo para el Chelín. Una estabilización en el entorno inflacionario del país, que ha visto que el crecimiento de los precios al consumidor se redujo a alrededor del 3%, debería proporcionar un entorno favorable para fomentar el consumo y la inversión.

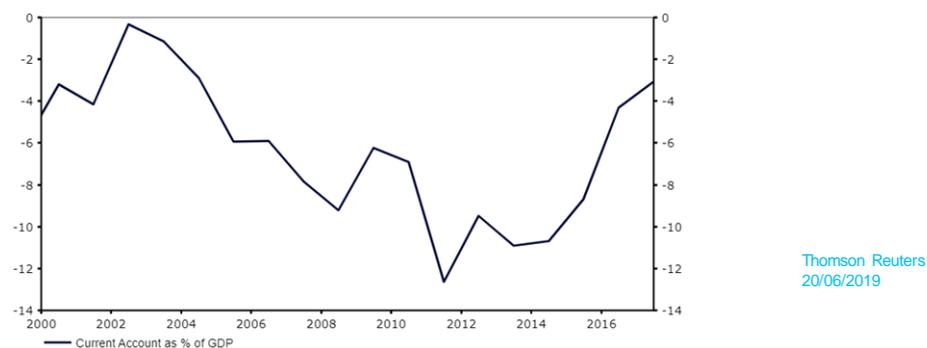
Figura 22: Tipo de interés real Tanzania (2012 - 2019)



Otro aspecto positivo para Tanzania es la mejora de la posición externa del país, incluida una fuerte reducción en su déficit de cuenta corriente. El déficit se ha reducido de casi el 10% del PIB en 2014 a alrededor del 3% (Figura 23). Éste es uno de los déficits de cuenta corriente más pequeños en África, lo que debería continuar aliviando la presión de depreciación sobre el Chelín. La mejora de la cuenta corriente se ha visto favorecida por una balanza comercial mucho más saludable, que se ha reducido, más o menos, a la mitad en los últimos cuatro años. Esto marca una de las mejoras más importantes de cualquier economía de mercados emergentes en este momento. Es alentador que Tanzania tampoco dependa de los volubles flujos de cartera para financiar el déficit de cuenta corriente sino, más bien, de sus entradas de turismo y ayuda, que deberían ser más estables.

Chelín tanzano TZS

Figura 23: Cuenta corriente de Tanzania (% of GDP) (2000 - 2019)



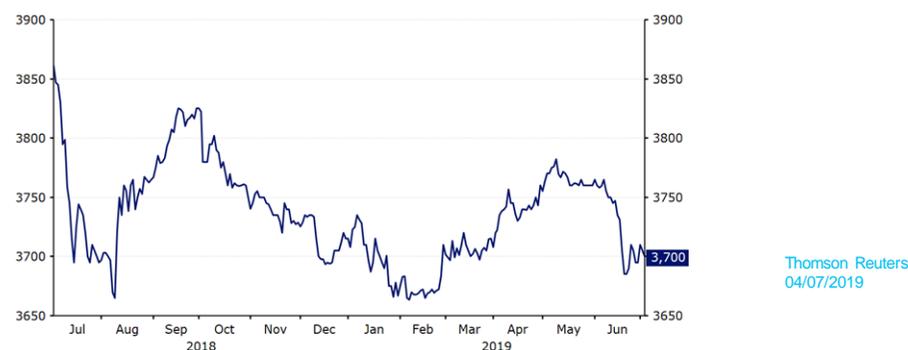
Creemos que las condiciones económicas en Tanzania son bastante sólidas. La mejora en el déficit de cuenta corriente del país, los altos tipos de interés reales y las reservas de divisas adecuadas deberían brindar apoyo a la moneda. La venta rápida en el Chelín en el primer semestre de 2015 significa que la moneda también se encuentra en niveles muy baratos, lo que podría proporcionar una propuesta atractiva para los inversores. En nuestra opinión, estos factores deberían permitir al Banco de Tanzania garantizar una mayor estabilidad para el Chelín en torno a los niveles actuales.

	USD/TZS	EUR/TZS	GBP/TZS
Q3-2019	2300	2645	2990
E-2019	2300	2645	3105
Q1-2020	2300	2670	3220
Q2-2020	2300	2670	3265
E-2020	2300	2715	3335

Chelín ugandés UGX

El Chelín ugandés (UGX) ha seguido evolucionando, más o menos, en línea con nuestros pronósticos a largo plazo en los últimos trimestres. La moneda se ha mantenido frente al Dólar aunque ha comenzado a mostrar signos de debilidad en los últimos meses, en gran parte, debido a la falta general de apetito por el riesgo en el mercado (Figura 24). Dicho esto, la venta ha sido gradual.

Figura 24: USD/UGX (Julio '18 - Julio '19)



La estabilidad relativa del UGX se debe a las entradas sostenidas de divisas de exportación de productos básicos, predominantemente café, y un sólido desempeño económico interno. La economía de Uganda ha seguido dando señales alentadoras de progreso, subrayadas por las recientes evaluaciones optimistas de su economía por parte del FMI.

El crecimiento del PIB de Uganda ha aumentado nuevamente a niveles mucho más deseables en los últimos años, con la economía creciendo otro 6,6% en el cuarto trimestre de 2018, en línea con nuestras expectativas. La expansión a lo largo de 2018 fue bastante impresionante, salvo un rendimiento decepcionante en el segundo trimestre. El sólido desempeño en los últimos trimestres fue impulsado, en gran parte, por una mejora en la producción agrícola, forestal y pesquera.

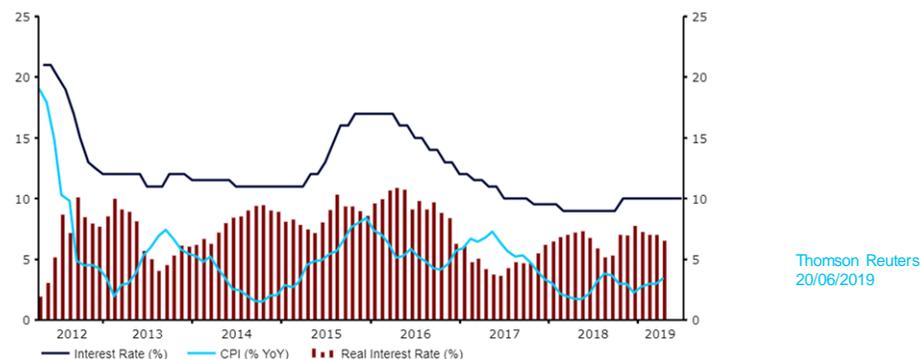
Se espera que las inversiones, públicas y privadas, en proyectos de energía renovable, incluidas las centrales hidroeléctricas Karuma e Isimba, respalden la actividad general, al igual que las inversiones adicionales en infraestructura, incluida la construcción de 600 km de carreteras destinadas a la producción de petróleo. El FMI vió un crecimiento del 6,3% en Uganda en el año fiscal 2018/2019, más que suficiente para mantener el ritmo de crecimiento de la población.

La presión inflacionaria, relativamente baja, en Uganda también proporciona condiciones propicias para un crecimiento sólido en el gasto del consumidor. La inflación general se ha recuperado modestamente en los últimos meses, aunque en el 3,5% en abril está en niveles mucho más bajos que los estándares históricos. Esto puede deberse simplemente a la reciente debilidad observada en el UGX, en lugar de a otros factores subyacentes permanentes. Sin embargo, la inflación subyacente, la medida principal observada por el banco central al decidir sobre su política monetaria, ha vuelto a subir a su posición más alta desde mediados de 2017. Se prevé que esto supere el objetivo del 5% del banco central para la segunda mitad de 2019, si las condiciones monetarias permanecen como están.

En previsión de una acumulación de presiones inflacionarias y con la economía creciendo a un ritmo decente, el Banco de Uganda aumentó su tipo de interés principal en 100 puntos básicos al 10% en octubre de 2018, su primer aumento de tipos en tres años. Los tipos de interés se han mantenido estables desde entonces y podrían continuar sin cambios por algún tiempo, ahora que la Reserva Federal ya no las está elevando. Tras el reciente aumento de la inflación, los tipos de interés reales se han reducido ligeramente, aunque siguen siendo altos y a un nivel muy atractivo para los inversores extranjeros. Con tipos superiores al 6% los tipos de interés reales en Uganda se encuentran entre los más altos de África (Figura 25), lo que brinda muchas razones para ser optimistas sobre las perspectivas del Chelín.

Chelín ugandés UGX

Figura 25: Tipo de interés real Uganda (2012 - 2019)



Además, creemos que el banco central debería seguir teniendo un espacio modesto para intervenir en el mercado de divisas con el fin de apuntalar al UGX. Las reservas de divisas mantenidas en el banco central han disminuido ligeramente en los últimos doce meses tras la intervención del Banco de Uganda (Figura 26), aunque permanecen en niveles relativamente sólidos en, aproximadamente, cinco meses de cobertura de importación. El banco intervino en junio y julio del año pasado después de la fuerte liquidación del Chelín, aunque parece haber estado ausente del mercado desde entonces, con un UGX más estable.

Figura 26: Reservas de divisas extranjeras de Uganda (2000 - 2019)



Dejando a un lado los factores positivos, una preocupación para los inversores es el reciente empeoramiento del déficit de cuenta corriente en Uganda, que aumentó a 6,8% del PIB en 2018 desde el 5%, su nivel más alto en tres años. Esto fue impulsado por un aumento en el déficit comercial hacia finales del año pasado. Dicho esto, la inversión extranjera directa en el país debería ser suficiente para financiar el déficit por cuenta corriente.

El Chelín ugandés continúa operando más o menos en línea con nuestros pronósticos a largo plazo, con sus mejoras en los fundamentos económicos que permiten que la moneda se mantenga frente al Dólar estadounidense. La perspectiva de aumentos adicionales de los tipos de interés, una perspectiva de crecimiento mejorada y tipos de interés reales positivos deberían continuar apoyando a la moneda. Sin embargo, un empeoramiento del déficit de cuenta corriente y la disminución de reservas de divisas proporcionan riesgos a la baja para las perspectivas de la moneda. Pronosticamos una depreciación de UGX frente al Dólar, aunque los factores positivos antes mencionados, aseguran que esta venta sea relativamente gradual.

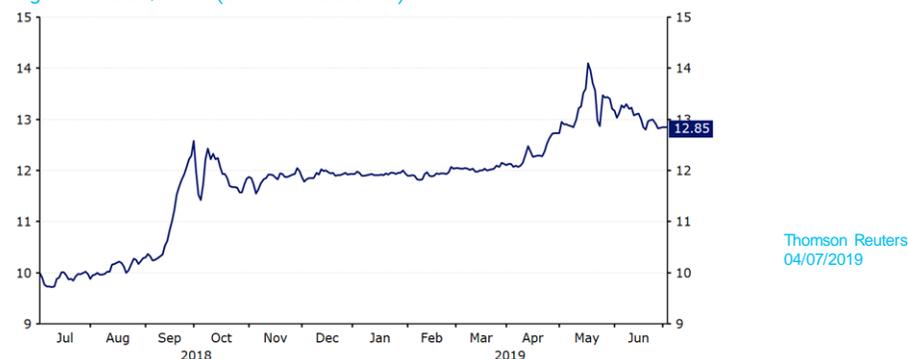
	USD/UGX	EUR/UGX	GBP/UGX
Q3-2019	3775	4340	4910
E-2019	3800	4370	5130
Q1-2020	3815	4425	5340
Q2-2020	3825	4435	5430
E-2020	3850	4545	5585

Kwacha zambiano ZMW

El Kwacha zambiano (ZMW) sufrió nuevamente una importante venta en septiembre de 2018, después de haber experimentado un período de relativa estabilidad en el año anterior.

ZMW se negoció principalmente dentro del rango de 9,60-10,20 frente al Dólar durante ese tiempo, una banda relativamente estrecha para una moneda que ha sido una de las más volátiles de África en los cuatro años anteriores. En septiembre, el Kwacha arrojó más del 20% de su valor en alrededor de dos semanas por las preocupaciones sobre el tamaño de la deuda del país y la incertidumbre sobre los futuros flujos de ayuda del FMI. La moneda ha experimentado una liquidación muy gradual y bastante controlada desde entonces (Figura 27).

Figura 27: USD/ZMW (Julio '18 - Julio '19)



Las comunicaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) referentes a los activos de Zambia el año pasado han sido desconcertantes. El FMI rechazó los planes de endeudamiento de Zambia, a principios de 2018, mientras afirmaba, en agosto, que las discusiones aún estaban suspendidas debido a los planes de endeudamientos insostenibles del país. Las dos partes acordaron "varios asuntos" después de la última visita del FMI a finales de abril aunque el organismo señaló las preocupaciones sobre la deuda de Zambia y advirtió que un "aumento de los atrasos en el gasto interno presenta un riesgo para el sector financiero". Zambia ha estado buscando un paquete de ayudas del FMI equivalente a 1,300 millones de dólares desde junio de 2016 aunque se requieren reformas antes de que los fondos estén disponibles.

Para empeorar las cosas para la divisa, una nueva caída en los precios del cobre en 2018 aumentó la presión adicional sobre el Kwacha y contribuyó a gran parte de su debilidad el año pasado. El Kwacha sigue estrechamente vinculado a la evolución de los precios mundiales del cobre, dado que la producción del mismo representa alrededor del 80% de los ingresos totales de exportación de Zambia. Los precios del cobre disminuyeron a menos de 6,000 dólares por tonelada métrica a mediados de agosto (Figura 28), su nivel más bajo en más de un año. El cobre se ha recuperado, aunque sigue siendo relativamente bajo, en medio de las preocupaciones actuales en torno a la guerra comercial entre Estados Unidos y China y su impacto potencial en la economía china, el mayor consumidor mundial del metal.

Figura 28: Precios del cobre vs. Petróleo (2014 - 2019)

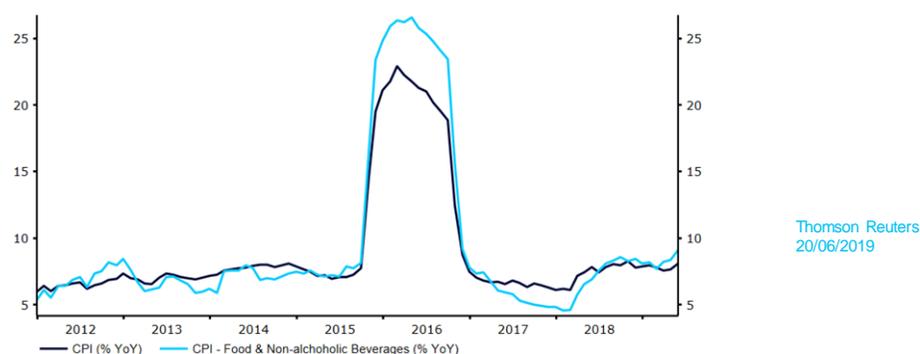


Los precios más altos del cobre a principios de 2018 habían ayudado a iniciar una recuperación modesta en la economía de Zambia, aunque la perspectiva de crecimiento del país sigue siendo baja. El FMI estimó un crecimiento del 3,7% en 2018 después de su última visita en abril y ahora está registrando una expansión muy débil de solo el 2,3% en 2019. Ésta es una rebaja bastante considerable desde su proyección anterior, en gran parte, debido al impacto de la reciente sequía que afecta al sector agrícola.

Kwacha zambiano ZMW

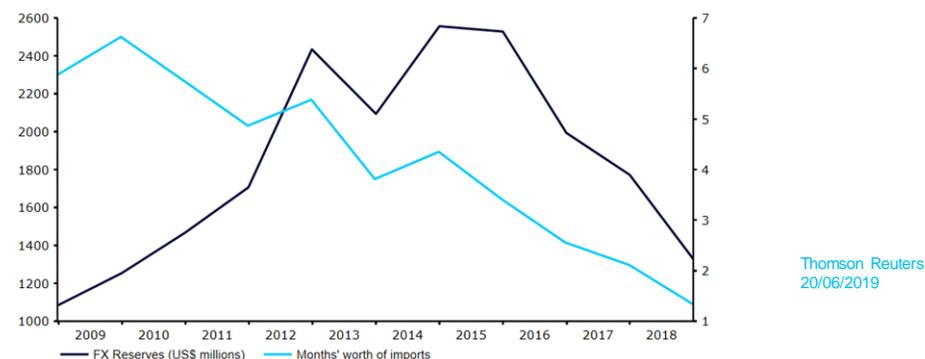
Uno de los efectos colaterales de un Kwacha más débil es su impacto potencial sobre la inflación. La inflación en Zambia se mantiene en niveles mucho más manejables que en los últimos años, cuando el impacto de un Kwacha mucho más débil hizo que los precios aumentaran considerablemente. La inflación general se disparó a un máximo histórico de 22,9% en febrero de 2016, debido a una moneda más débil y a la sequía inducida por El Niño en todo el sur de África. Desde entonces, el crecimiento de los precios retrocedió, llegando a 7,7% en abril. Es probable que esto suba más en los próximos meses debido a la reciente venta masiva del ZMW.

Figura 29: Tasa de inflación Zambia (2012 - 2019)



La disminución de las presiones inflacionarias permitió que el banco central redujera agresivamente su tipo de interés principal en 2017 y principios de 2018 para apoyar la expansión económica. El Banco de Zambia redujo su tipo de interés en 50 puntos básicos adicionales hasta 9,75% en febrero de 2018, aunque ha mantenido los tipos estables en sus mínimos de 2014 desde entonces, en medio de mayores presiones inflacionarias y por debajo del crecimiento potencial. Esto significa que los tipos de interés reales siguen siendo firmemente positivos al 2%, lo que debería ayudar a respaldar al Kwacha.

Figura 30: Reservas de divisas extranjeras de Zambia (2009 - 2019)



Creemos que las perspectivas para el Kwacha siguen siendo frágiles. La incertidumbre sobre la ayuda del FMI, los tipos de interés reales más bajos, la caída de los precios del cobre y las reservas de divisas a menos de doce meses de cobertura de importación no son un buen augurio para la moneda. Dicho esto, el Kwacha sigue siendo muy barato y se encuentra en niveles no justificados por sus fundamentos económicos. La moneda aún se encuentra en un nivel infravalorado, lo que debería ayudar a mantener la moneda.

Dado lo anterior, estamos revisando nuestras previsiones para reflejar un Kwacha más débil de lo que habíamos anticipado anteriormente.

	USD/ZMW	EUR/ZMW	GBP/ZMW
Q3-2019	13.00	14.95	16.90
E-2019	13.25	15.25	17.90
Q1-2020	13.50	15.65	18.90
Q2-2020	13.75	15.95	19.55
E-2020	14.00	16.50	20.30

Paseo de la Castellana 202, 5ª Planta, 28046 Madrid | info@ebury.es

ebury.es

Ebury What borders?

© Copyright 2009-2019

Ebury Partners UK Limited. Company registered in England and Wales (registered no. 7088713). Registered office: 3rd floor, 100 Victoria Street, Cardinal Place, London, SW1E 5JL. Ebury Partners UK Ltd is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority as an Electronic Money Institution. Reference number: 900797.