

# Análisis G10 Q4 2019

---

AUTORES:

Enrique Díaz-Alvarez, Matthew Ryan & Roman Ziruk

30 Septiembre 2019

₱

₪

₩

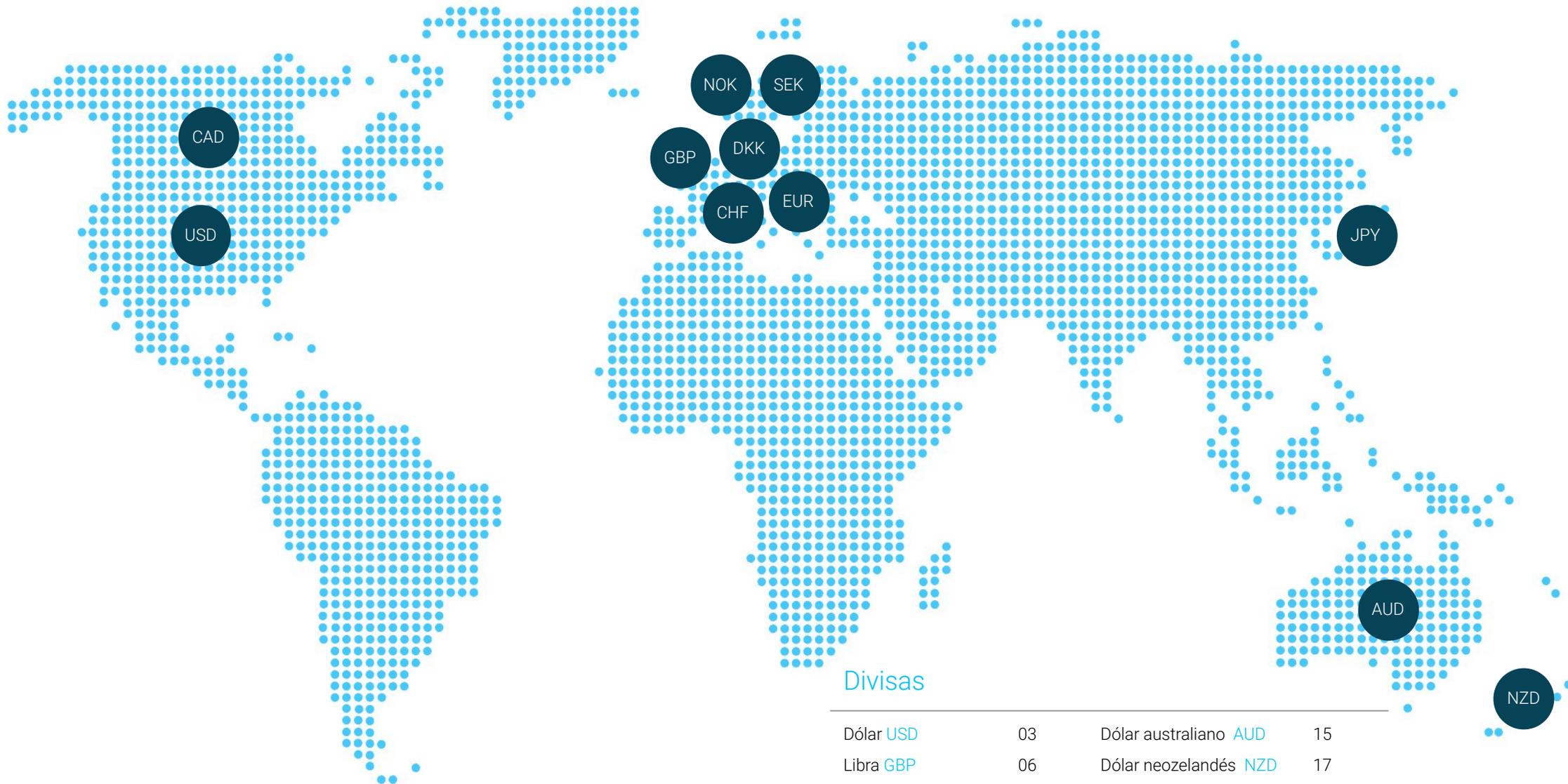
₹

¥

\$

B

€



## Divisas

Dólar <b>USD</b>	03	Dólar australiano <b>AUD</b>	15
Libra <b>GBP</b>	06	Dólar neozelandés <b>NZD</b>	17
Euro <b>EUR</b>	09	Dólar canadiense <b>CAD</b>	19
Yen japonés <b>JPY</b>	11	Corona sueca <b>SEK</b>	21
Franco suizo <b>CHF</b>	13	Corona noruega <b>NOK</b>	23
		Corona danesa <b>DKK</b>	25

# Dólar USD

El Dólar estadounidense (USD) ha continuado al alza frente a sus principales pares en las últimas semanas, en medio de la huida del riesgo que se ha llevado a cabo y de un mensaje más agresivo de lo esperado en la reunión de política monetaria de la Fed en septiembre. La moneda ha llegado a su posición más fuerte en más de dos años (Figura 1), a pesar de que el banco central de EE.UU. redujo los tipos de interés por segunda vez en más de una década.

Figura 1: Dólar (Septiembre '18 - Septiembre '19)



La Reserva Federal se ha embarcado en un drástico cambio de sentido en su política desde su alza más reciente de tipos de interés en diciembre. En medio de las crecientes tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, los responsables de política monetaria han pasado de señalar que las alzas adicionales estaban en camino a reducir los tipos en un total de 50 puntos básicos en lo que va de año. El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, ha señalado que los tipos más bajos fueron una consecuencia directa de la débil inflación interna y las crecientes preocupaciones del Comité sobre una escalada en el conflicto comercial entre Estados Unidos y China.

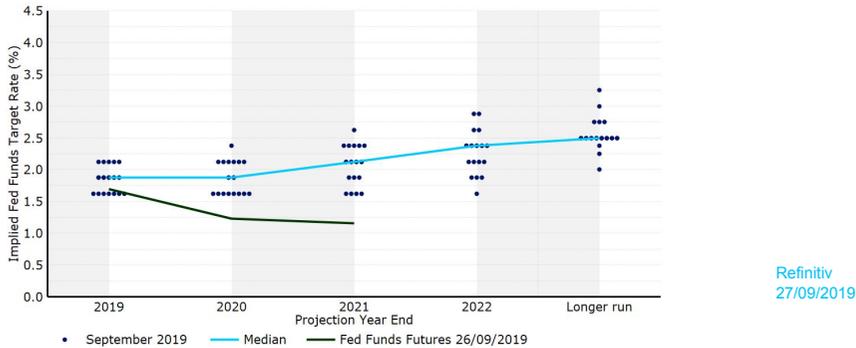
Las negociaciones entre Estados Unidos y China sobre el comercio empeoraron en mayo y el presidente Trump subió inesperadamente los aranceles existentes sobre productos chinos por valor de 200 mil millones de dólares, del 10% al 25%. Si bien la cumbre del G20 en Japón, a finales de junio, trajo un alto al fuego temporal a aranceles adicionales y la promesa de una reanudación de las conversaciones, Trump impuso aranceles adicionales del 10% sobre otros productos chinos por valor de 300 mil millones de dólares a principios de agosto. Éstos entrarían en vigor el 1 de septiembre aunque algunos se han retrasado. Los recientes comentarios del presidente Trump sobre las negociaciones han sido alentadores, aunque la resolución del conflicto está tomando mucho más tiempo de lo que la mayoría del mercado había anticipado.

En línea con nuestras expectativas, el FOMC recortó los tipos de interés en Estados Unidos, por segunda vez, en reuniones consecutivas en septiembre, con todos menos dos de los miembros votando a favor de una flexibilización inmediata de la política. El tono de la rueda de prensa que acompañó al presidente Jerome Powell fue agresivo y habló sobre un fuerte mercado laboral interno y del gasto en los hogares. Las exportaciones se habían debilitado según Powell, aunque la debilidad adicional del exterior no fue suficiente para alterar materialmente las proyecciones económicas del banco central. EL banco, de hecho, mejoró modestamente su pronóstico de crecimiento del PIB para este año a 2,2% desde el 2,1%.

El diagrama de puntos, que muestra donde cada miembro del Comité espera que los tipos estén al final de cada año, mostró que el FOMC está dividido respecto a la necesidad de una acción adicional. Si bien el punto medio para 2019 no señaló recortes de tipos adicionales este año, siete de los diecisiete miembros en la junta del FOMC opinaron que se necesitaba otra reducción de tipos en 2019 (Figura 2).

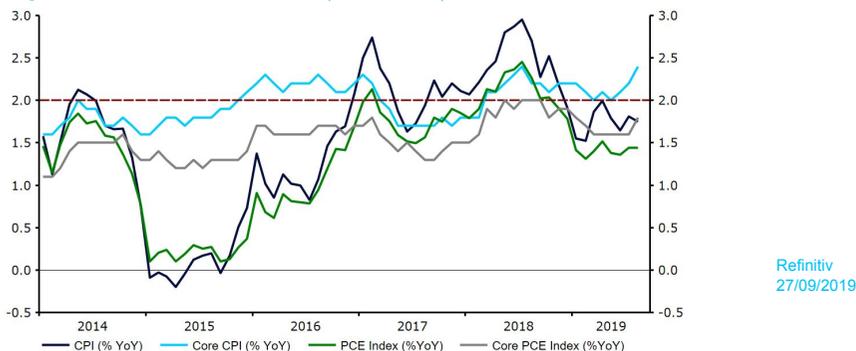
# Dólar USD

Figura 2: Gráfico de puntos FOMC Septiembre 2019



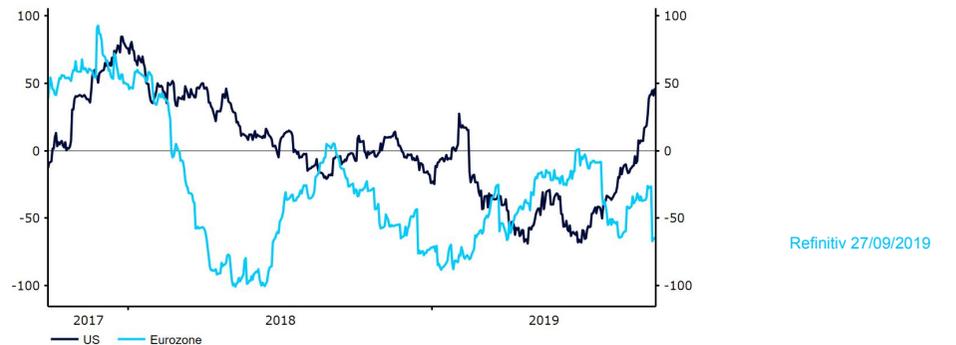
El aumento del apetito por recortes en el FOMC tiene mucho que ver con la presión inflacionaria limitada en la economía de los Estados Unidos. La tasa principal de crecimiento de los precios al consumidor en Estados Unidos ha estado por debajo del objetivo del 2% del banco central en cada uno de los últimos nueve meses. La medida de inflación preferida de la Reserva Federal, el índice PCE, también llegó solo al 1,4% en agosto, mientras que el índice PCE básico ahora está en solo el 1,8%, ambos por debajo del objetivo (Figura 3). Sin embargo, observamos que la medida básica de inflación, que elimina los componentes volátiles de alimentos y energía, se ha mantenido en el objetivo del 2% o por encima de él. Un desempeño aún relativamente sólido en el mercado laboral y, especialmente, un fuerte crecimiento de los salarios, podría mantener los precios elevados este año.

Figura 3: Tasa de inflación EE.UU. (2014 - 2019)



Como se mencionó, la Fed se ha mantenido optimista sobre la economía nacional, con sus preocupaciones centradas, en gran medida, en las tensiones comerciales. Gran parte de la desaceleración en el segundo trimestre fue debido a una fuerte disminución del crecimiento de la inversión empresarial, aunque el gasto de los consumidores repuntó con fuerza desde principios de año. Seguimos creyendo que no hay indicios de una recesión inminente o incluso una desaceleración significativa. El crecimiento de los salarios interanuales se mantiene por encima del 3% y la cifra promedio móvil de creación de empleo de doce meses ha disminuido, se mantiene en niveles que no justifican un ciclo de relajación agresivo. Los datos macroeconómicos, en general, han sorprendido al alza en los últimos meses, con el índice de Citigroup, ahora, firmemente en territorio positivo y en su nivel más alto desde abril de 2018 (Figura 4).

Figura 4: Índice Citigroup (2017 - 2019)



Durante la rueda de prensa, Powell declaró que la Fed no estaba en un curso preestablecido y que dependería, en gran medida, de los datos, decidiendo así tomar medidas reunión a reunión. Asimismo, afirmó que “podrían ser necesarios recortes más extensos” en el futuro y que “actuaría según corresponda para sostener la expansión”, aunque esto solo estaría justificado si la economía empeora. Vemos esto como una indicación de que la Reserva Federal ha terminado con la reducción de los tipos de interés, por ahora, en ausencia de una crisis o recesión estadounidense. Dado que vemos pocas posibilidades de que esto se materialice en el corto plazo, creemos que ahora es más probable que la Fed mantenga los tipos de interés sin cambios durante el resto de 2019. Nuestra opinión, relativamente optimista, sobre el comercio mundial respalda, aún más, esta creencia.

# Dólar USD

Creemos que la opción de recortes de tipos de interés de la Reserva Federal es mayor que la del Banco Central Europeo y, de hecho, que la mayoría de los otros bancos centrales del G10. Hay más espacio para recortar allí que en la Eurozona. Esto, en nuestra opinión, debería respaldar nuestro pronóstico de un Dólar más débil en comparación con la mayoría de las principales monedas. Por lo tanto, mantenemos nuestra llamada a un movimiento gradual y al alza en el EUR/USD. Sin embargo, la clara divergencia en el desempeño económico entre EE.UU. y la Eurozona ofrece un riesgo a la baja para nuestro pronóstico a corto plazo.

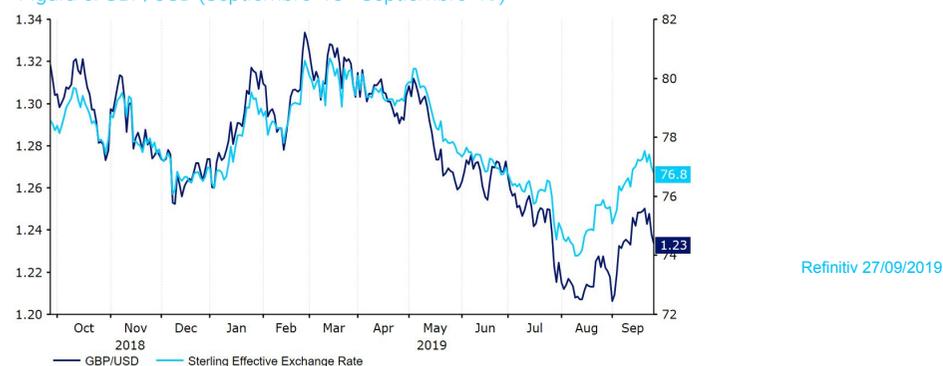
	EUR/USD	GBP/USD
E-2019	1.13	1.32
Q1-2020	1.15	1.35
Q2-2020	1.16	1.37
Q3-2020	1.17	1.38
E-2020	1.18	1.40

# Libra GBP

Los titulares de las noticias en Reino Unido han seguido dominados por la evolución del Brexit en los últimos meses.

El hecho de que la ex Primera Ministra, Theresa May, no haya forzado su acuerdo de retirada en el Parlamento ha aumentado las preocupaciones de que Reino Unido podría dirigirse hacia un Brexit “sin acuerdo” cuando llegue la fecha de salida de la UE del 31 de octubre. Estas preocupaciones hicieron que la Libra bajara drásticamente frente a sus principales pares desde principios de mayo, y que cayera a su nivel más bajo en tres años a principios de septiembre (Figura 5). Sin embargo, la moneda ha recuperado algunas de estas pérdidas en las últimas semanas, con una serie de contratiempos políticos para Boris Johnson que han provocado que el mercado reduzca las expectativas de un Brexit sin acuerdo.

Figura 5: GBP/USD (Septiembre '18 - Septiembre '19)



La primera ministra del Reino Unido, May, llegó a un acuerdo preliminar con la Unión Europea sobre un acuerdo de retirada de 585 páginas a finales de noviembre pero no pudo aprobar el acuerdo en el Parlamento. Si bien el margen de derrota en la tercera votación se redujo, aún estaba lejos de imponer una mayoría. El punto clave del Brexit ha sido la inclusión del llamado “respaldo” de Irlanda del Norte en el acuerdo de retirada.

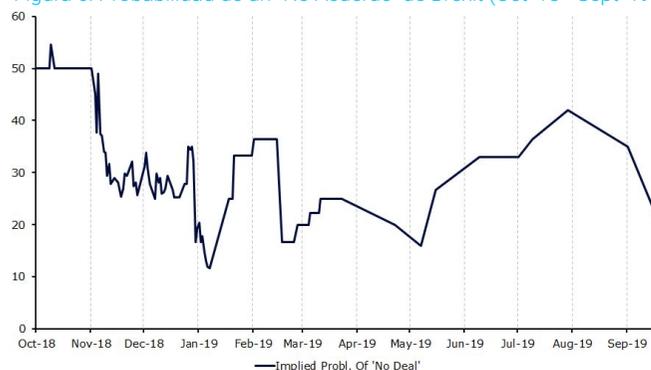
El respaldo, un mecanismo que asegura evitar una frontera entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda tras el Brexit, esencialmente vincula a Reino Unido a la unión aduanera por un período de tiempo indefinido. Esto es algo a lo que los “Brexiters” de la Cámara de los Comunes se han opuesto firmemente.

El sucesor de Theresa May, Boris Johnson, adoptó una postura dura respecto al Brexit, afirmando repetidamente que sacaría a Reino Unido de la Unión Europea sin un acuerdo en caso de que no se llegara a un compromiso antes de finales de octubre. El Partido Conservador de Johnson perdió su mayoría en el Parlamento a principios de septiembre. En otro golpe, la Corte Suprema dictaminó que su suspensión del parlamento durante cinco semanas hasta mediados de octubre era ilegal, proporcionando a los políticos de Reino Unido tiempo adicional para implementar medidas que podrían evitar una salida difícil. El Primer Ministro, ahora, se ve obligado, por ley, a solicitar otra extensión del Brexit si no llega a una solución alternativa y es probable que se convoquen elecciones generales poco después.

Las inquietudes disipadas respecto a un “no acuerdo” se han reflejado en las últimas probabilidades que, ahora, solo ofrecen aproximadamente un 20% de tal resultado frente al 40% de hace unas pocas semanas (Figura 6). Sin embargo, vale la pena señalar que, si bien la Cámara de los Comunes ha votado a favor de rechazar un no acuerdo, esta enmienda no es legalmente vinculante y la posibilidad de que Reino Unido abandone la UE sin acuerdo permanece vigente.

# Libra GBP

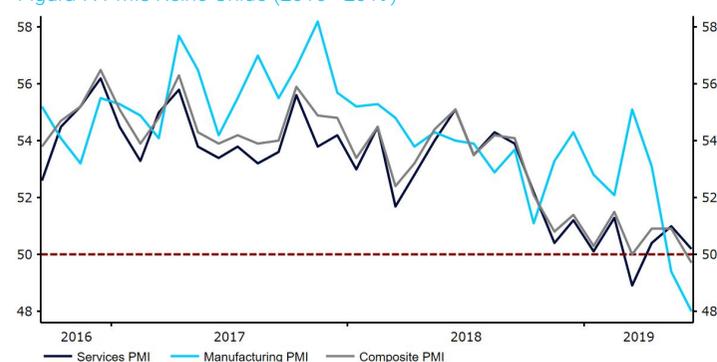
Figura 6: Probabilidad de un "No Acuerdo" de Brexit (Oct '18 - Sept '19)



Refinitiv 27/09/2019

Continuamos viendo cómo la incertidumbre sobre el Brexit se filtra a la actividad comercial y al consumo de Reino Unido, en general, más débil. La economía de Reino Unido se expandió a un ritmo decente, de 0,5% trimestral, en los primeros tres meses del año, aunque, inesperadamente, se contrajo en 0,2% en el segundo trimestre. Esto marcó el primer período de crecimiento negativo desde 2013. Los últimos indicadores de actividad económica aseguran que es probable que el crecimiento se mantenga débil en los próximos meses. Las publicaciones más recientes PMI han sido particularmente débiles y, ahora, están alrededor o por debajo del nivel de 50 que separa la expansión de la contracción. El PMI compuesto, que representa el promedio ponderado de la actividad de los sectores servicios, manufacturero y construcción de Reino Unido, llegó solo a 50,2 en agosto (Figura 7). Esto se ha debido, en gran medida, a un desempeño desastroso del índice manufacturero que, actualmente, se encuentra en territorio contractivo, en 47,4.

Figura 7: PMIs Reino Unido (2016 - 2019)

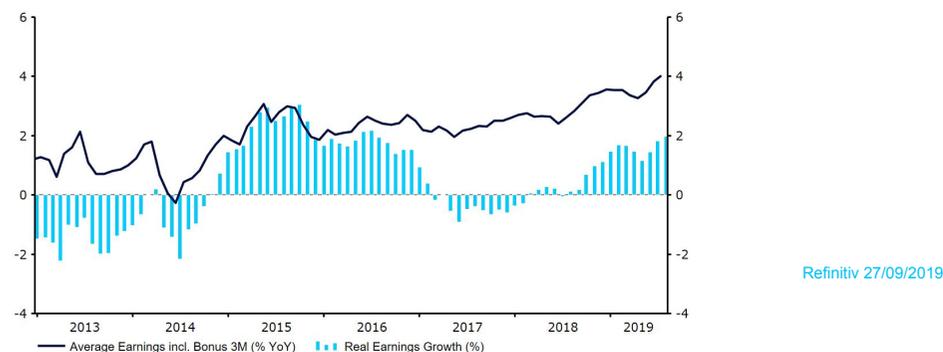


Refinitiv 27/09/2019

Con la desaceleración de la actividad doméstica y la saga del Brexit prolongándose más de lo esperado, los precios del mercado han pasado de cotizar una política más estricta por parte del Banco de Inglaterra a principios de 2020 a fijar precios para una reducción de tipos de interés. En su reunión más reciente, en septiembre, el Banco de Inglaterra reafirmó una vez más su postura de esperar y ver, tras haber revisado a la baja sus previsiones de crecimiento en agosto. El gobernador Mark Carney declaraba que la probabilidad percibida de un "no acuerdo" había aumentado, al tiempo que señalaba mayores recortes del crecimiento. El banco también reiteró su opinión de que la flexibilización es posible si no se llega a un acuerdo sobre el Brexit. El miembro del Banco de Inglaterra, Michael Saunders, incluso declaró, a finales de septiembre, que los tipos podrían reducirse independientemente de si Reino Unido abandona o no la UE sin acuerdo. La inflación del país también ha disminuido en los últimos doce meses, lo que puede presionar al Banco de Inglaterra para que adopte una postura más moderada. La inflación subyacente llegó a solo el 1,5% en agosto, su nivel más bajo desde finales de 2016, y ahora, está holgadamente por debajo del objetivo del 2% del banco central. Sin embargo, hacemos hincapié en que el mercado laboral de Reino Unido sigue siendo un punto favorable y ha alentado al Banco de Inglaterra a reafirmar su posición de que se requieren alzas de tipos graduales y limitadas, siempre que obtengamos un acuerdo de Brexit provisional. La tasa de desempleo ha vuelto a caer, disminuyendo a un nuevo mínimo de cuatro décadas, de 3,8%, en los tres meses previos a julio. El crecimiento de salarios también se ha acelerado nuevamente a un ritmo no visto en una década, el 4%, y en términos reales actualmente está por encima del 2% (Figura 8). Este es un nivel muy saludable para los estándares recientes y puede brindar apoyo al crecimiento de Reino Unido si se filtra hacia una mejora en la actividad del consumidor.

# Libra GBP

Figura 8: Crecimiento salarios Reino Unido (2013 - 2019)



	GBP/USD	GBP/EUR
E-2019	1.32	1.17
Q1-2020	1.35	1.17
Q2-2020	1.37	1.18
Q3-2020	1.38	1.18
E-2020	1.40	1.19

Creemos que la Libra seguirá siendo impulsada, casi por completo, por los desarrollos en torno al Brexit durante el resto de 2019 y principios de 2020. Seguimos siendo bastante optimistas respecto a la posibilidad de un acuerdo de Brexit. Si bien reconocemos que el riesgo de un “no acuerdo” sigue vivo, nuestro escenario base es que un acuerdo sea forzado a través de la Cámara de los Comunes en algún momento. Parece que Boris Johnson simplemente no tiene suficiente fuerza política para forzar un “no acuerdo” en esta etapa. Sin embargo, ahora parece muy probable que un acuerdo requiera un retraso de la fecha de salida del 31 de octubre seguido de unas elecciones generales para romper el estancamiento.

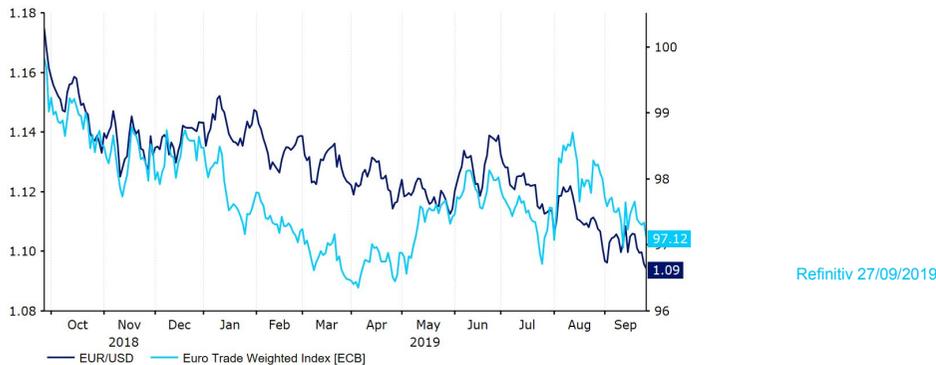
Cualquier escenario que evite un “no acuerdo”, en nuestra opinión, elevaría considerablemente a la Libra y aseguraría que la divisa termine el año como una de las monedas con mejor desempeño del G10. Por el contrario, el escenario “sin acuerdo” sería el peor de los casos para la moneda de Reino Unido. Esperaríamos ver una venta masiva de Libras, de entre el 5 y el 10%, desde los niveles actuales frente al Dólar estadounidense.

# Euro EUR

La tendencia bajista observada en el Euro a principios de año se ha reanudado desde finales de junio.

Si bien la Reserva Federal ya ha reducido los tipos en dos ocasiones este año, el Banco Central Europeo también ha seguido dando un tono moderado, al tiempo que suavizaba la política en su reunión más reciente en septiembre. La acción política del BCE, combinada con una serie de datos económicos internos generalmente débiles, llevó al EUR/USD nuevamente por debajo del nivel de 1,10 a finales de septiembre. Esto lleva a que el par, ahora, esté operando alrededor de su nivel más bajo en dos años (Figura 9).

Figura 9: EUR/USD (Septiembre '18 - Septiembre '19)



El presidente del BCE, Mario Draghi, sorprendió al mercado con la guardia baja durante su discurso del 17 de junio en Sintra, Portugal. Draghi afirmó que los riesgos a la baja “persistentes” estaban fortaleciendo el escenario para la acción política, dando una clara indicación de que había un estímulo adicional en camino. Este estímulo se produjo, como se esperaba, en la reunión del banco en septiembre, con el Consejo de Gobierno anunciando que reduciría su facilidad de depósito en 10 puntos básicos a -0,5%. El banco también reintrodujo su programa de flexibilización cuantitativa, comprometiéndose a comprar 20 mil millones de euros mensuales en bonos del gobierno para estimular la economía de la zona euro. La conclusión clave de la rueda de prensa fue que el programa de compra de activos se ejecutará sin una fecha de finalización, es decir, será abierto, lo que refleja el compromiso del BCE de elevar la inflación al nivel objetivo del banco.

El presidente del BCE, Mario Draghi, dio un tono algo moderado durante la rueda de prensa, reforzando la opinión de que el banco central está más preocupado por las incertidumbres comerciales mundiales de lo que el mercado había anticipado anteriormente. Si bien mencionó algunos aspectos positivos, mencionando el “robusto” empleo y el crecimiento salarial, expresó su preocupación por la debilidad “prolongada” de la economía de la zona euro, los riesgos “persistentes” a la baja y las presiones inflacionarias “silenciadas”. Según el comunicado del banco, los tipos se mantendrán en sus niveles actuales o más bajos hasta que se vea que las perspectivas de inflación convergen sólidamente con un nivel suficientemente cercano pero inferior al 2%.

Hemos reiterado durante mucho tiempo que el BCE mantendrá una política acomodaticia siempre que la inflación de la Eurozona se mantenga muy por debajo del objetivo de “cerca pero inferior al 2” del banco central. La inflación general llegó a solo el 1,0% interanual en agosto, su nivel más bajo desde finales de 2016. La inflación subyacente, la principal publicación económica que el banco central observa al decidir sobre la política monetaria, también se ha quedado muy por debajo del objetivo, llegando a solo el 0,9% (Figura 10). Esta medida ha oscilado alrededor de la marca del 1% cada mes durante los últimos cinco años y, hasta el momento, no ha mostrado signos de una tendencia alcista hacia el objetivo del banco. Un mercado laboral robusto debería comenzar a filtrarse hacia una inflación más alta, aunque esto ha llevado mucho más tiempo de lo que el banco central (y nosotros) anticipamos inicialmente.

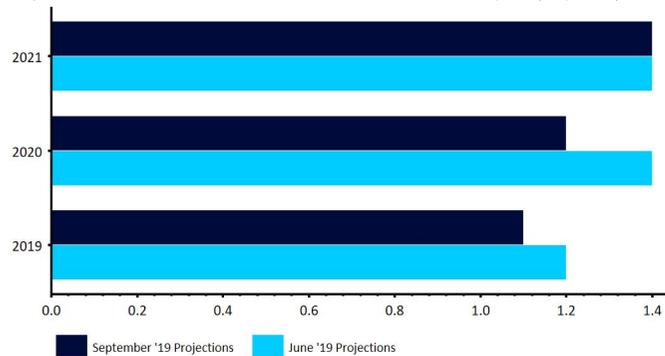
Figura 10: Tasa de inflación Eurozona (2013 - 2019)



# Euro EUR

Mario Draghi ha afirmado, recientemente, que las posibilidades de un repunte en la actividad en la segunda mitad del año eran más bajas de lo que se pensaba, destacando la reciente recesión en los datos manufactureros, los crecientes riesgos del proteccionismo y la posibilidad de un Brexit duro. La economía de la zona euro se ha desacelerado claramente en el último año, lo que ha llevado a los responsables de política monetaria a considerar una postura política aún más acomodaticia en los próximos meses. El crecimiento en el segundo trimestre del año fue de solo 0,2% TaT y 1,2% respecto al año anterior, su ritmo más lento desde 2013. El BCE revisó a la baja su pronóstico de crecimiento para este año en septiembre a solo 1,1% desde el 1,2% y a 1,2% para 2020 desde el 1,4% (Figura 11).

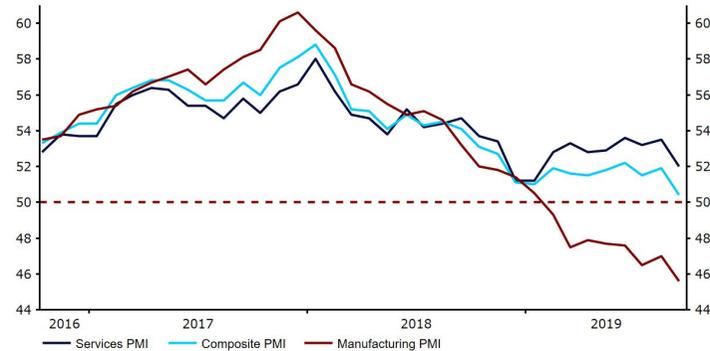
Figura 11: Previsión Crecimiento Banco Central Europeo (Sept '19)



Refinitiv 27/09/2019

El PMI compuesto ha caído a nuevos mínimos de varios años, disminuyendo a solo 50,4 en septiembre. Esto se ha debido, en gran medida, por una fuerte contracción en el sector manufacturero, liderado principalmente por un pésimo desempeño en Alemania. El índice manufacturero cayó a 45,6, su nivel más bajo desde 2012 (Figura 12). La actividad de los servicios también mostró signos de desaceleración, lo cual es un signo preocupante. La producción industrial ha registrado un crecimiento mes a mes positivo en solo dos ocasiones desde septiembre de 2018, disminuyendo en un 1,4% en junio.

Figura 12: PMIs Eurozona (2016 - 2019)



Refinitiv 27/09/2019

A pesar de la reciente política de flexibilización del BCE, aún creemos que el camino más probable para el EUR/USD en el próximo año es al alza. Con los tipos de interés en la zona euro ya en o por debajo de cero, la Reserva Federal tiene mayor espacio para tipos más bajos que su contraparte europea. Creemos que esto debería proporcionar un apoyo decente para la moneda común durante el resto de 2019. Por lo tanto, mantenemos nuestras previsiones de una apreciación gradual en el EUR/USD hacia el nivel de 1,18 para finales del próximo año. Sin embargo, un descenso prolongado en los datos europeos y la posibilidad de una mayor relajación del BCE en forma de un aumento en el programa QE presentan un riesgo a la baja para este pronóstico.

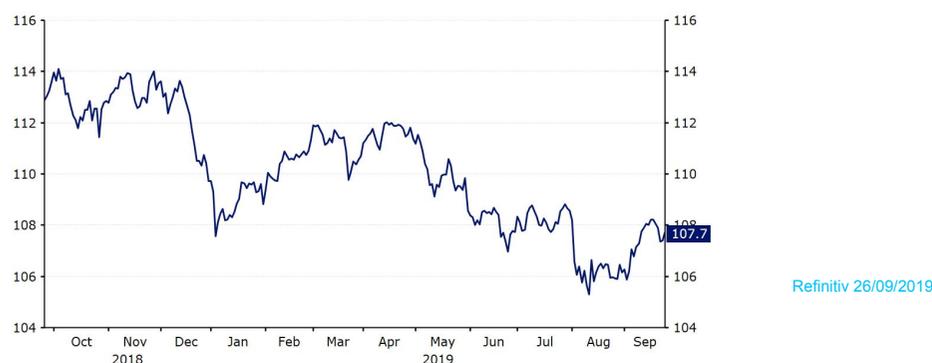
	EUR/USD	EUR/GBP
E-2019	1.13	0.86
Q1-2020	1.15	0.85
Q2-2020	1.16	0.85
Q3-2020	1.17	0.85
E-2020	1.18	0.84

# Yen japonés JPY

El Yen japonés (JPY) ha seguido beneficiándose de la creciente incertidumbre en torno a las tensiones comerciales mundiales en las últimas semanas.

La moneda refugio ha sido el destino favorito en medio del creciente conflicto comercial entre Estados Unidos y China, particularmente, después de que las conversaciones entre las dos superpotencias económicas emporaran en mayo. En este repunte, el Yen se apreció más de un 5% a finales de abril (Figura 13), convirtiéndose en la divisa con mejor desempeño del G10 en los últimos doce meses.

Figura 13: USD/JPY (Septiembre '18 - Septiembre '19)



Los temores sobre una escalada en la guerra comercial entre EE.UU y China provocaron que los inversores acudieran a la seguridad del Yen el año pasado. El presidente Trump impuso y amenazó con sancionar con una amplia gama de aranceles a China, incluido un impuesto del 10% sobre bienes chinos por valor de 200 mil millones de dólares. Esto se incrementó, inesperadamente, al 25% en mayo, lo que provocó que los inversores se preocuparan de que un acuerdo comercial, tan esperado, entre los dos países no fuese la conclusión inevitable que el mercado había esperado. Para empeorar las cosas, en agosto Trump impuso nuevos aranceles del 10% sobre las importaciones chinas por valor de 300 mil millones de dólares con vigencia a partir del 1 de septiembre.

Si bien un acuerdo final está lejos de estar garantizado, hemos visto suficientes signos positivos que sugieren que es probable. Trump declaró a finales de septiembre que se habían tenido “buenas conversaciones” y que un acuerdo podría cerrarse “antes de lo esperado”. Seguimos creyendo que la administración Trump no es fundamentalmente seria acerca de perturbar los patrones comerciales con su retórica proteccionista y que ésta es, en gran medida, una táctica de negociación en lugar de cualquier otra cosa. Creemos que un acuerdo entre EE.UU y China, indudablemente, conduciría a una reversión de los recientes flujos refugio hacia el Yen.

La incertidumbre en torno al comercio mundial ha eclipsado los decepcionantes datos macroeconómicos de Japón y la posterior postura acomodaticia adoptada por el Banco de Japón. El deterioro de las condiciones económicas en el país le ha dado al Banco de Japón (BoJ) muy pocos incentivos para alterar su postura de política monetaria. El Banco de Japón mantuvo los tipos de interés sin cambios en su última reunión en septiembre y, recientemente, se unió al coro de los principales bancos centrales para mantener sus opciones abiertas a la flexibilización de políticas adicionales en caso de que la economía empeorara.

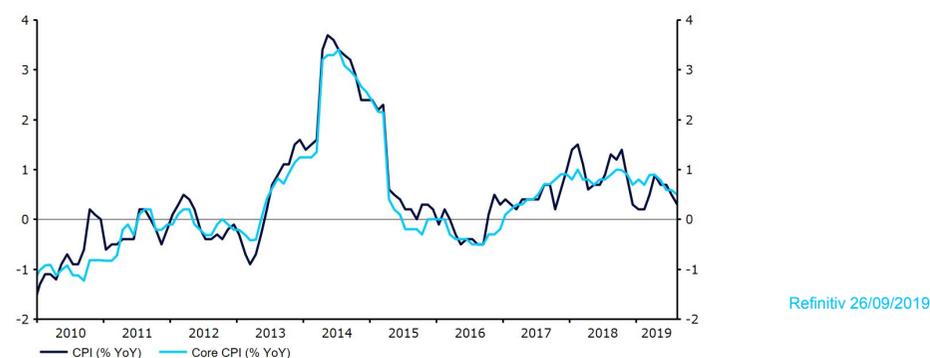
El gobernador del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, reiteró la voluntad del banco central de actuar de manera preventiva para contrarrestar los riesgos a la baja, afirmando que expandiría su programa de estímulo “sin dudarlo”. El Banco de Japón ha mantenido su tipo de interés principal a corto plazo negativo, en -0,1%, como lo anticipamos, y lo ha mantenido estable durante más de tres años. Su llamado “alivio monetario cuantitativo y cualitativo con control de la curva de rendimiento” también hace que el banco compre bonos del gobierno a un ritmo anual de aproximadamente 80 billones de yenes para mantener un rendimiento de los bonos del gobierno a 10 años en, alrededor, a cero.

La postura política altamente acomodaticia del Banco de Japón solo ha tenido un impacto modesto en la inflación interna, la principal medida que los legisladores japoneses observan al decidir sobre la política monetaria. La inflación general repuntó en el segundo trimestre del año, aunque se mantuvo muy por debajo del nivel objetivo del 2% del banco central, en el 0,3% en agosto.

# Yen japonés JPY

El crecimiento de los precios también se mantiene estancado y no ha logrado superar el nivel del 1% en cada mes desde 2015, cayendo a su nivel más bajo desde julio de 2017 (Figura 14). Mientras la inflación continúe sin mostrar signos de un retorno al objetivo del Banco de Japón, creemos que la política monetaria en el país seguirá siendo muy acomodaticia en 2019.

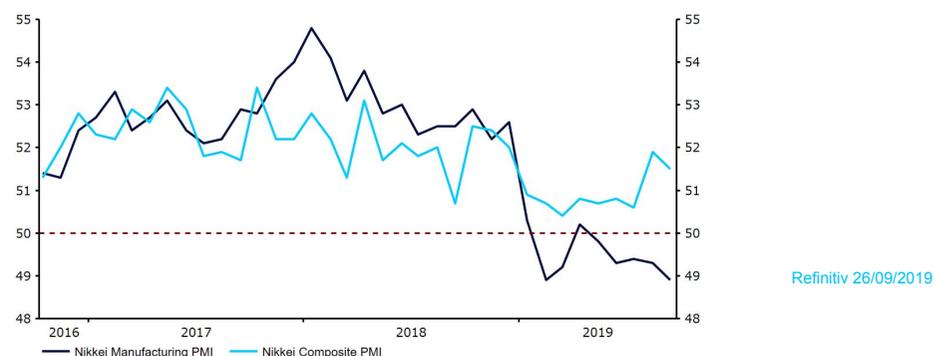
Figura 14: Tasa de inflación de Japón (2010 - 2019)



Con un inminente aumento de los impuestos que entrará en vigor en octubre y las incertidumbres externas que nublan el panorama global, los responsables de política monetaria continuaron emitiendo un tono moderado sobre la economía japonesa en septiembre, tras haber revisado a la baja su pronóstico de crecimiento para este año fiscal en julio. El Banco de Japón, ahora, espera que la economía japonesa se expanda solo un 0,7% en 2019 en comparación con su proyección anterior del 0,8%, en gran parte, debido a su expectativa de un ritmo mucho más lento de expansión de las exportaciones. Tras el 2,2% anualizado de los primeros tres meses del año, el crecimiento en Japón se ha reducido, llegando a casi la mitad de esta tasa en el segundo trimestre. Las señales para el resto del año no son tan alentadoras.

Los índices de actividad en la considerable industria manufacturera del país se han derrumbado desde principios de año, cayendo por debajo del nivel de 50 que denota una contracción en cada mes menos uno desde febrero (Figura 15). La producción industrial también se colapsó en junio, lo que no es un buen augurio, contrayéndose en 3,3% aunque, desde entonces, se ha recuperado algo.

Figura 15: PMI Manufacturero Japón (2016 - 2019)



A pesar de los recientes titulares, seguimos siendo optimistas respecto a la posibilidad de que se llegue a un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China en algún momento en los próximos meses. Esto, como mencionamos, debería conducir a una reducción de los flujos refugio y a un aumento del apetito por el riesgo. Una reversión en los flujos refugio y la persistencia de la moderación por parte del Banco de Japón, que parece estar preparado para mantener su postura acomodaticia en el futuro inmediato, debería, creemos, conducir a una depreciación del Yen japonés frente al Dólar a finales de 2020.

Dicho esto, revisamos nuestras previsiones a corto plazo para el Yen. La mayor incertidumbre en torno a la guerra comercial ha aumentado los flujos refugio y ha hecho que el Yen se fortalezca en un grado mucho mayor de lo que habíamos previsto.

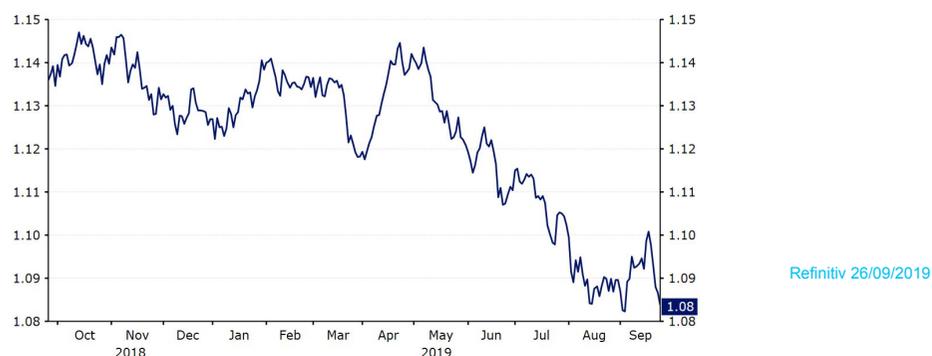
	USD/JPY	EUR/JPY	GBP/JPY
E-2019	112	127	148
Q1-2020	114	131	154
Q2-2020	115	133	158
Q3-2020	115	135	159
E-2020	116	137	162

# Franco suizo CHF

El Franco suizo ha continuado impulsado, en gran medida, por el cambiante apetito de los inversores por el riesgo en los últimos trimestres.

Junto con el otro refugio seguro del G10, el Yen japonés, el Franco ha repuntado fuertemente frente a sus principales pares desde mayo, con los inversores buscando refugio en la moneda en medio de la creciente incertidumbre que rodea la guerra comercial entre EE.UU. y China. Estas entradas permitieron que el CHF subiera a su posición más fuerte frente a la moneda común en más de dos años en septiembre (Figura 16), convirtiéndolo al Franco en la segunda moneda con mejor desempeño del G10 en el último año, detrás del Yen.

Figura 16: EUR/CHF (Septiembre '18 - Septiembre '19)



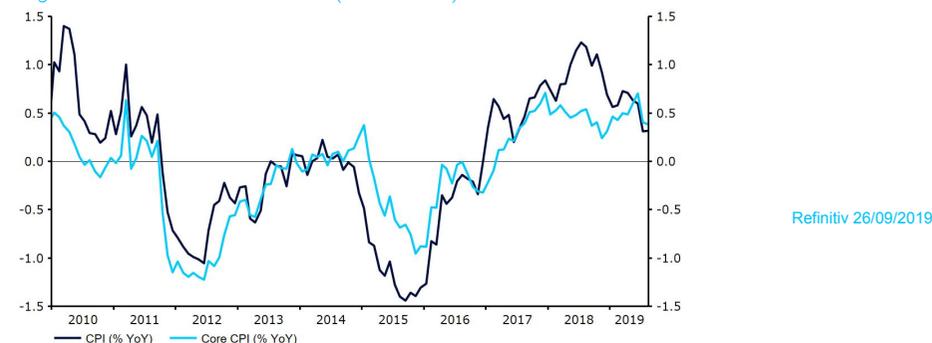
Las preocupaciones en torno a la reciente escalada de las tensiones comerciales y los flujos refugio seguro hacia el CHF han provocado que el Banco Nacional de Suiza (BNS) mantenga su postura de política monetaria altamente acomodaticia e intervenga en los mercados para debilitar la moneda nacional. Un CHF fuerte no crea un entorno inflacionario favorable para Suiza y, al mismo tiempo, obstaculiza la industria de exportación del país. El Banco Nacional Suizo ha lidiado durante mucho tiempo con una inflación obstinadamente baja y se ha mantenido como uno de los bancos centrales más moderados del G10 en los últimos meses. Los tipos de interés se han mantenido en un profundo territorio negativo y los responsables de política monetaria, una vez más, mantuvieron los tipos estables, en -0,75%, en la reunión más reciente en septiembre.

**Ebury** What borders?

El presidente del BNS, Thomas Jordan, continuó con un tono moderado, sugiriendo que el banco tiene espacio para una política más acomodaticia. También expresó, una vez más, la voluntad del banco de intervenir en el mercado de divisas. Los responsables de política monetaria parecen haber intervenido en el mercado a finales de julio y principios de agosto, comprando reservas extranjeras y vendiendo sus tenencias en moneda nacional para frenar la apreciación del Franco. Esperamos que continúen haciéndolo para evitar que la moneda se aleje demasiado del nivel psicológico de 1,10 frente al Euro. Los responsables reiteraron su deseo de un CHF más débil para levantar la inflación y mejorar la competitividad de las exportaciones.

El aumento de los riesgos para el crecimiento provenientes del exterior, como los temores de la guerra comercial y el Brexit, así como la moderada presión inflacionaria, probablemente, garantizarán que la postura política ultra flexible del BNS se mantenga vigente por algún tiempo. La inflación general ha caído por debajo del objetivo del banco en los últimos meses a solo 0,3% interanual en agosto (Figura 17), la mitad del ritmo de principios de año y su nivel más bajo en dos años. Los responsables de política han declarado que es probable que la presión inflacionaria siga siendo moderada. Podríamos ver al BNS reduciendo su tipo de interés principal aún más a finales de este año, particularmente después de que el Banco Central Europeo suavizase su política en septiembre. Los mercados financieros, ahora, están colocando alrededor de un 40% de posibilidades un recorte de tipos por parte del BNS a finales de año.

Figura 17: Tasa de inflación Suiza (2010 - 2019)



# Franco suizo CHF

Los crecientes riesgos para el crecimiento provenientes del exterior llevaron a que la actividad económica en Suiza haya sido bastante lenta en los últimos trimestres, lo que alienta, aún más, al BNS a mantener su postura política acomodaticia. La economía suiza se ha recuperado de su contracción en la segunda mitad del año pasado. La demanda interna se ha mantenido frágil, en gran parte, debido al lento crecimiento de los salarios, mientras que la inversión también ha sido lenta. El PMI manufacturero Markit también se ha hundido y, ahora, está en territorio contractivo. El índice se hundió a solo 44,7 en julio, su nivel más bajo en una década, aunque desde entonces ha subido a 47,2 en agosto (Figura 18).

Figura 18: PMI Manufacturero Suiza (2012 - 2019)



Creemos que la reciente fortaleza del CHF y los niveles de inflación que han seguido aseguran que el Banco Nacional Suizo mantendrá su postura de política monetaria acomodaticia por algún tiempo todavía. El BNS ha continuado expresando su incomodidad por un Franco más fuerte y parece comprometido a continuar interviniendo en los mercados de divisas para evitar una apreciación significativa de la moneda frente al Euro.

Por otro lado, el estado de refugio seguro de Suiza asegura que siga siendo una propuesta atractiva para los inversores en períodos de disturbios, aunque esperamos que gran parte de estas entradas sean revertidas una vez que las preocupaciones sobre una guerra comercial entre Estados Unidos y China finalmente disminuyan. Esto, en nuestra opinión, garantizaría un EUR/CHF relativamente estable en torno al nivel de 1,14 observado antes del último estallido de las tensiones comerciales en mayo.

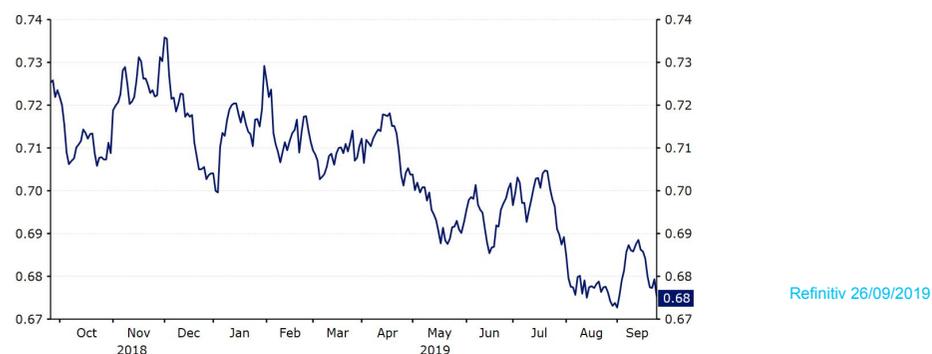
	USD/ CHF	EUR /CHF	GBP/CHF
E-2019	0.98	1.11	1.30
Q1-2020	0.98	1.13	1.33
Q2-2020	0.98	1.14	1.35
Q3-2020	0.97	1.14	1.34
E-2020	0.97	1.14	1.35

# Dólar australiano AUD

El Dólar australiano (AUD) ha sufrido mucho en los últimos meses, soportando la mayor parte de la reducción del apetito por el riesgo debido a la escalada en la guerra comercial entre Estados Unidos y China y por los tipos más bajos del Banco de la Reserva de Australia (RBA).

La moneda, ahora, ha perdido más del 16% de su valor desde finales de enero de 2018 y fue enviada a su posición más débil frente al Dólar estadounidense en más de diez años a principios de septiembre (Figura 19). Esto llevó al Dólar australiano a ser la segunda moneda con peor desempeño del G10 desde principios del año pasado.

Figura 19: AUD/USD (Septiembre '18 - Septiembre '19)

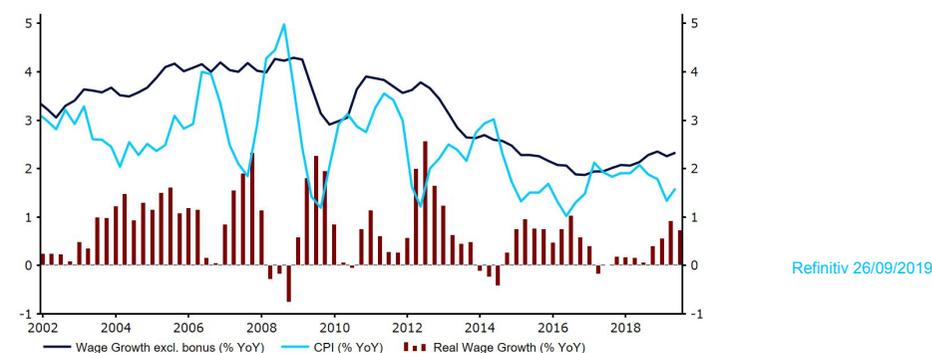


El AUD ha sufrido debido a la mayor incertidumbre que rodea el conflicto comercial entre Estados Unidos y China, dado que la demanda de China representa alrededor de un tercio de sus ingresos totales de exportación. Esto hace que la economía australiana sea una de las más expuestas, dentro del G10, a una escalada en el conflicto comercial. Una combinación de creciente incertidumbre sobre el comercio, un gasto familiar débil y un sector de construcción que se enfría causó que la economía australiana se expandiera solo un 0,5% trimestralmente en los tres meses previos a junio, solo un 1,4% respecto al año anterior. Esto marcó el ritmo de expansión más lento de la economía desde 2009.

A la luz de la drástica desaceleración del crecimiento interno y la escalada de las tensiones comerciales mundiales, el Banco de la Reserva de Australia (RBA) se ha embarcado en un proceso gradual de relajación monetaria, reduciendo los tipos de interés en dos ocasiones este año. El RBA redujo los tipos en 25 puntos básicos en junio y en otros 25 puntos básicos en julio a un nuevo mínimo histórico de 1,00%. Según las actas del RBA de la reunión de julio, "la junta continuaría siguiendo de cerca la evolución del mercado laboral y ajustando la política monetaria si fuera necesario para apoyar el crecimiento sostenible de la economía y el logro del objetivo de inflación a lo largo del tiempo". Esto sugiere que hay reducciones adicionales de los tipos de interés sobre la mesa, aunque los responsables de política monetaria no llegaron a señalar el momento de tal movimiento. Los mercados financieros, ahora, están dando alrededor de un 80% de posibilidades de otro recorte en la próxima reunión de octubre.

La disminución de la presión salarial en los últimos años ha limitado el crecimiento del consumo interno y está arrastrando la actividad económica. Sin embargo, las condiciones del mercado laboral han mostrado signos de mejora. El crecimiento de los salarios aumentó, de nuevo, hasta el 2,3% en el segundo trimestre (Figura 20), aunque esto es bajo en comparación con los estándares históricos. El desempleo disminuyó a un mínimo de siete años, 4,9%, en febrero, aunque ahora ha aumentado nuevamente a 5,3%. Según el banco central, se espera que los tipos de interés bajos del RBA ayuden a reducir el desempleo y a aumentar los salarios con el tiempo.

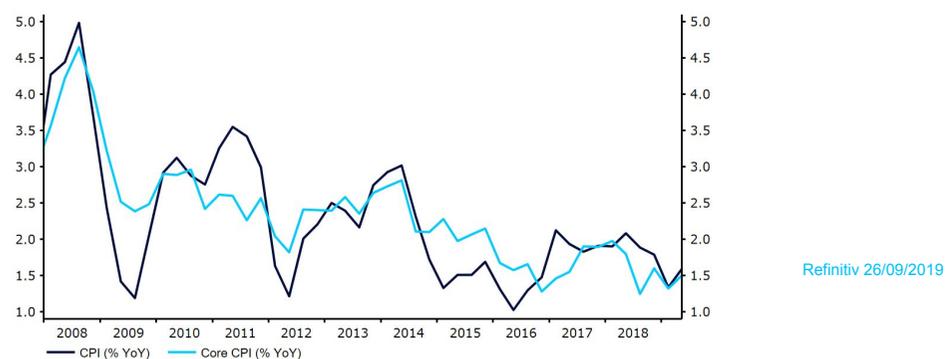
Figura 20: Crecimiento Salarios Australia (2002 - 2019)



# Dólar australiano AUD

La falta de presión inflacionaria en Australia, tanto en el mercado inmobiliario como en los precios al consumidor interno, también ha contribuido al reciente giro moderado del RBA. La inflación general se ha mantenido por debajo del nivel objetivo del 2,5% del banco central desde hace algún tiempo, con la medida principal del crecimiento de los precios al consumidor llegando a 1,6% en el segundo trimestre del año (Figura 21). La modesta aceleración al 1,3% registrado en los primeros tres meses del año, todavía está cómodamente por debajo del nivel objetivo del RBA y aún no ha mostrado signos de una tendencia alcista significativa hacia el objetivo del banco central.

Figura 21: Tasa inflación Australia (2008 - 2019)



El decepcionante desempeño de la economía australiana en los últimos trimestres con un crecimiento más lento y una disminución de la inflación, es motivo de preocupación, aunque no lo suficiente como para garantizar un ritmo agresivo de relajación por parte del RBA. La razón principal detrás de los recientes recortes de tipos es, creemos, la escalada en el conflicto comercial entre EE.UU. y China. El cierre de un acuerdo entre ambas superpotencias, como es nuestro escenario base, ciertamente ayudaría a aliviar la presión sobre el banco para que afloje aún más la política.

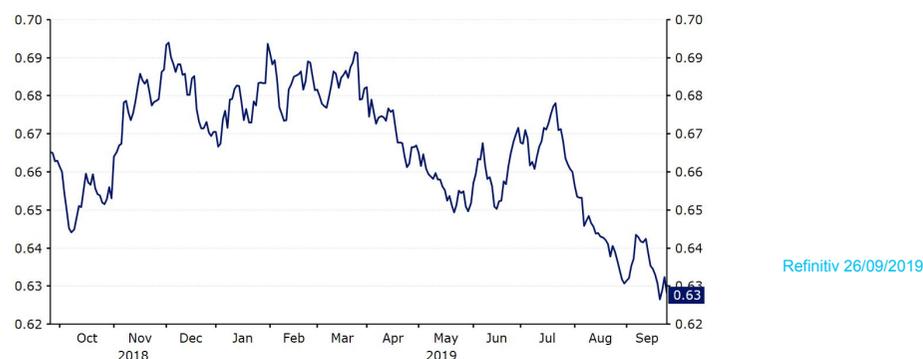
Debido a nuestra optimista visión sobre el comercio global, creemos que la moneda australiana se cotiza, actualmente, a niveles bastante infravalorados y que las pérdidas adicionales para el Dólar australiano respecto a los niveles actuales serán limitadas. Sin embargo, revisamos a la baja nuestras previsiones del AUD en todos los ámbitos para reflejar la postura del RBA, más moderada de lo que habíamos anticipado.

	AUD/USD	EUR/AUD	GBP/AUD
E-2019	0.69	1.64	1.91
Q1-2020	0.70	1.64	1.93
Q2-2020	0.71	1.63	1.93
Q3-2020	0.71	1.65	1.94
E-2020	0.72	1.64	1.94

# Dólar neozelandés NZD

El Dólar neozelandés (NZD) también se vendió fuertemente en las últimas semanas en medio de una mayor incertidumbre sobre el comercio mundial. Esto, combinado con un ritmo más agresivo de recortes de tipos de interés por parte del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ) de lo que el mercado había anticipado, ha llevado a la moneda a perder más del 8% de su valor solo desde finales de marzo. El NZD se está negociando actualmente en su nivel más bajo frente al Dólar desde principios de 2009 (Figura 22).

Figura 22: NZD/USD (Septiembre '18 - Septiembre '19)



El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda (BRNZ) fue el primer banco central del G10 en comenzar a reducir los tipos de interés a principios de año, reduciendo su tipo de interés principal en 25 puntos básicos por primera vez desde 2016. Esto fue seguido por una reducción de tipos mayor de lo esperado, de 50 puntos básicos, en agosto, con los responsables de política monetaria del BRNZ abriendo la puerta a un ritmo más agresivo de flexibilización política. El gobernador del BRNZ, Adrian Orr, declaró en ese momento que era posible realizar más recortes en las próximas reuniones, incluso sugiriendo que el banco consideraría tipos de interés negativos para estimular la economía. Este drástico cambio provocó la mayor caída de un día en el Dólar en más de dos años.

La necesidad percibida por el banco central de una relajación adicional se debe a una serie de riesgos a la baja para la economía nacional, principalmente la desaceleración en China y la incertidumbre que rodea la guerra comercial entre Estados Unidos y China. La economía de Nueva Zelanda es una de las principales economías más expuestas a una posible desaceleración en China, dado que el país asiático representa alrededor de una cuarta parte de los ingresos totales de exportación de Nueva Zelanda. La economía también se ha visto presionada por la caída de los precios de la vivienda y el débil sentimiento empresarial que podría afectar al crecimiento general en la segunda mitad del año. El crecimiento ha estado en una trayectoria descendente en Nueva Zelanda durante los últimos años, llegando al 2,1% interanual en el segundo trimestre del año, su ritmo más lento desde 2014. Los recientes datos de PMI sugieren que la actividad se redujo en un difícil tercer trimestre, con el índice manufacturero llegando a 48,8 en agosto, habiendo caído a su nivel más bajo desde 2012 en julio. Es probable que la incertidumbre sobre el comercio mundial haya jugado un papel clave en el déficit comercial del país, que alcanzó su nivel más alto en once meses en agosto.

Sin embargo, existen razones para ser optimistas sobre las perspectivas, particularmente dadas las recientes mejoras en las condiciones del mercado laboral en Nueva Zelanda que podrían comenzar a filtrarse a una recuperación de la actividad económica interna. El crecimiento de los salarios ha seguido mostrando signos de una tendencia alcista en los últimos trimestres y, ahora, está por encima del 2% (Figura 23), apenas por encima que la inflación. El desempleo justo por debajo del 4%, también está en torno a su nivel más bajo en una década.

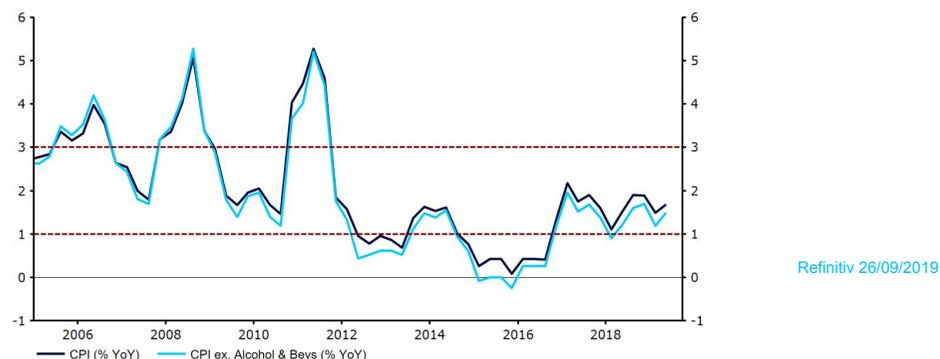
Figura 23: Crecimiento salarial Nueva Zelanda (2010 - 2019)



# Dólar neozelandés NZD

Se espera que la reciente fortaleza del mercado laboral eleve la inflación al punto medio del rango objetivo del 1-3% del banco a lo largo del tiempo, aunque la cifra de inflación del segundo trimestre cayó por debajo del 2% por noveno trimestre consecutivo. La inflación general llegó a 1,7 en los tres meses anteriores a junio (Figura 24), con la medida básica solo llegando a 1,5%. Un crecimiento interno más suave significa que los riesgos de inflación se inclinan a la baja. Los mercados financieros, ahora, cotizan alrededor del 60% de probabilidad de otro recorte de tipos por parte del BRNZ antes de finalizar 2019.

Figura 24: Tasa de inflación Nueva Zelanda (2008 - 2019)



La mayor incertidumbre en torno a las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China se presenta como un riesgo a la baja potencialmente significativo para el NZD, particularmente si continúa obligando al BRNZ a recortar nuevamente los tipos de interés en sus próximas reuniones. Sin embargo, nuestra visión optimista sobre el comercio global nos lleva a creer que lo peor de las pérdidas del Dólar neozelandés frente al Dólar estadounidense ha quedado atrás.

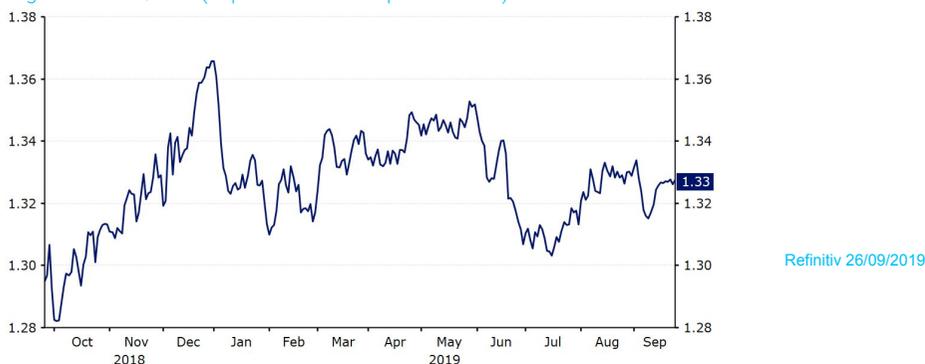
	NZD/USD	EUR/NZD	GBP/NZD
E-2019	0.64	1.77	2.05
Q1-2020	0.65	1.77	2.08
Q2-2020	0.65	1.78	2.11
Q3-2020	0.65	1.80	2.12
E-2020	0.65	1.82	2.15

# Dólar canadiense CAD

En línea con nuestras previsiones, el Dólar canadiense (CAD) ha sido la moneda con mejor desempeño del G10 en este 2019, ayudada por la postura, menos moderada, del Banco de Canadá en relación a sus principales contrapartes.

La moneda cayó a su nivel más bajo en cinco meses a finales de mayo (Figura 25), aunque recuperó su posición más fuerte desde octubre de 2018 en julio después de que el Banco de China dejara claro que tiene poca intención de hacer lo mismo que la Reserva Federal al flexibilizar la política monetaria este año. Ha perdido un poco de terreno desde entonces, aunque todavía cotiza casi un 3% más alto en lo que va del año.

Figura 25: USD/CAD (Septiembre '18 - Septiembre '19)



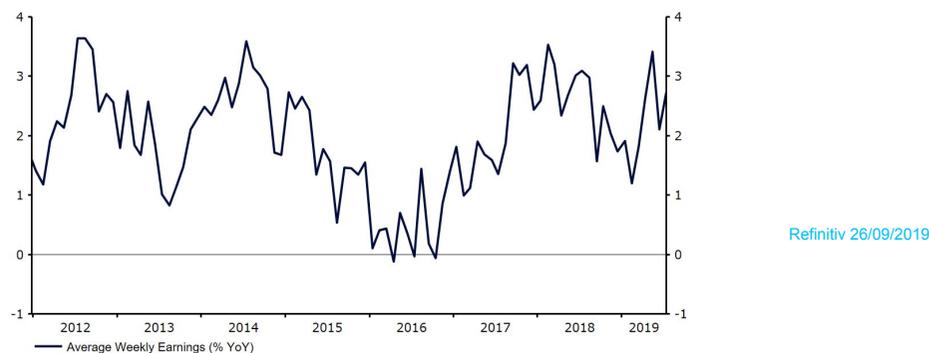
El Banco de Canadá ha sido uno de los pocos bancos centrales importantes en participar en el ciclo de ajuste monetario en los últimos años, aumentando los tipos en un total de 125 puntos básicos en poco más de un año desde mediados de 2017. Si bien los responsables de política monetaria sugirieron en su reunión de marzo que una pausa en el ciclo de escalada era apropiada, el banco central no se contuvo al indicar que hay tipos más bajos en el horizonte. En su reunión de septiembre, el gobernador Stephen Poloz continuó destacando los riesgos planteados por la reciente incertidumbre comercial para la economía global, diciendo que estaba "afectando" a la economía canadiense. Sin embargo, todavía no ha indicado que tipos más bajos están sobre la mesa sino que adopta una postura de esperar y ver que sugiere que hará una pausa para respirar antes de actuar.

**Ebury** What borders?

Los comentarios de Poloz durante la rueda de prensa están muy en línea con nuestra opinión de que el BoC, probablemente, mantendrá los tipos estables a lo largo de 2019, siempre que las condiciones económicas mundiales no empeoren significativamente. Los mercados financieros, ahora, solo otorgan una probabilidad de uno entre cuatro para un recorte del Banco de Canadá durante el resto de 2019.

El cambio de alzas de tipos por una política estable se produjo en medio de la incertidumbre del comercio mundial y una amplia desaceleración en la economía canadiense. La economía de Canadá se expandió solo un 0,1% tanto en el cuarto trimestre de 2018 como en el primer trimestre de 2019, con un crecimiento interanual que cayó a su nivel más bajo en casi tres años en los primeros tres meses del año. El desempeño a principios de año fue impulsado, principalmente, por una contracción en el sector manufacturero (-0.8%) y una fuerte caída en la construcción de vehículos motorizados (-7.7%). Dicho esto, el gasto del consumidor sigue siendo robusto, mientras que un mercado laboral sólido y un fuerte crecimiento salarial (Figura 26) deberían ayudar a apoyar la actividad interna. De hecho, el crecimiento se aceleró en el segundo trimestre, con una economía que creció un 0,9% intertrimestral.

Figura 26: Crecimiento salarios Canadá (2012 - 2019)



# Dólar canadiense CAD

Vale la pena señalar que la inflación en Canadá se ha mantenido cómodamente dentro del rango objetivo del 1-3% del Banco de Canadá en los últimos meses, lo que en sí mismo proporcionó a los responsables de política monetaria pocos incentivos para alterar su postura actual. La inflación general se suavizó al 1,9% en agosto desde el 2,0% del mes anterior (Figura 27), aunque esto todavía se encuentra justo en el medio del rango objetivo del banco. Creemos que la amplia recuperación de los precios mundiales del petróleo desde principios de año debería respaldar la inflación canadiense a medida que los precios más altos de los productos básicos comiencen a filtrarse en los índices de precios al consumidor.

Figura 27: Tasa de inflación Canadá (2012 - 2019)



Creemos que el Dólar canadiense debería estar bien respaldado por el reciente aumento de los precios mundiales del petróleo en 2019. El CAD ha seguido históricamente un camino bastante similar al de los precios del petróleo (Figura 28), dado que el producto representa alrededor de una cuarta parte de los ingresos totales de exportación de Canadá. Los precios del crudo Brent han iniciado una recuperación general desde que cayeron a un mínimo de año y medio a finales del año pasado, aunque los precios han caído nuevamente desde abril. Una recuperación continua durante el resto del año, en línea con el amplio consenso, podría filtrarse a un Dólar canadiense más fuerte.

Figura 28: CAD/USD vs. Precios petróleo (2014 - 2019)



Seguimos siendo optimistas sobre las perspectivas para el Dólar canadiense. Si bien el Banco de Canadá ha detenido temporalmente su ciclo de alzas, el BoC es uno de los pocos bancos centrales del G10 que no ha adoptado un sesgo de flexibilización y parece poco probable que lo haga durante el resto del año. Con la inflación interna en línea con el objetivo del banco central, el mercado laboral canadiense mostrando signos alentadores de mejora, creemos que el Banco de Canadá mantendrá los tipos de interés sin cambios, al menos durante 2019. Esta postura relativamente menos moderada en comparación con sus pares principales debería, en nuestra opinión, conducir a ganancias adicionales para el CAD hasta finales del próximo año, particularmente frente al Dólar estadounidense. Los precios más altos del petróleo y nuestra expectativa de un alivio en las tensiones comerciales mundiales también deberían ser de apoyo dada la alta sensibilidad de la economía canadiense a la demanda externa.

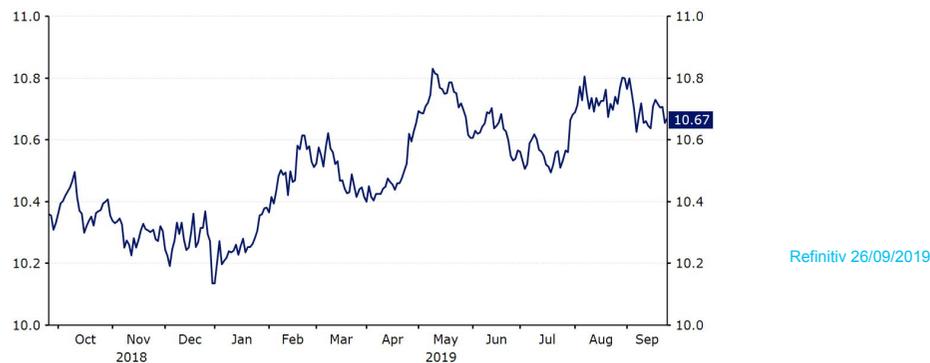
	USD/CAD	EUR/CAD	GBP/CAD
E-2019	1.30	1.47	1.72
Q1-2020	1.29	1.48	1.74
Q2-2020	1.28	1.48	1.75
Q3-2020	1.27	1.49	1.75
E-2020	1.26	1.49	1.76

# Corona sueca SEK

La Corona sueca (SEK) se ha mantenido en niveles muy débiles frente al Euro en este 2019 y aún no ha iniciado el rally que creíamos que experimentaríamos.

Los débiles datos macroeconómicos internos y el retraso en las esperadas alzas de tipos de interés del Riksbank han afectado fuertemente a la moneda este año. La Corona cayó a su nivel más bajo en diecisiete años en mayo (Figura 29). Si bien se produjo una modesta recuperación en los tres meses previos a agosto, la moneda ha vuelto a caer en medio de las preocupaciones comerciales actuales y las noticias de que la economía sueca tuvo uno de sus peores resultados en los últimos años en el segundo trimestre. Esto lleva a que la Corona haya sido la moneda con peor desempeño del G10 en este 2019.

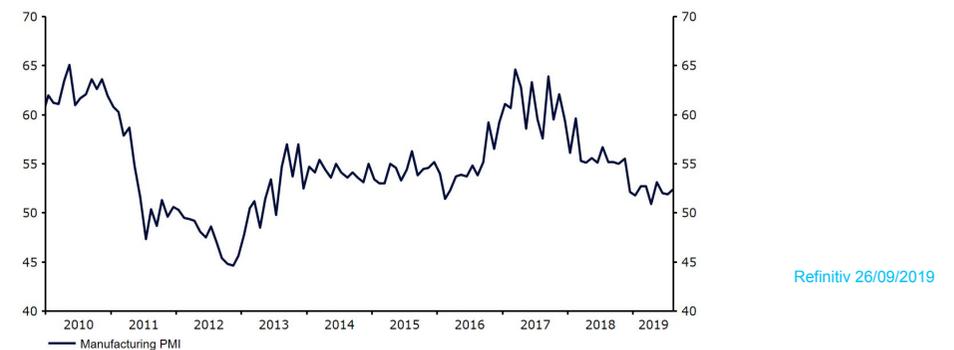
Figura 29: EUR/SEK (Septiembre '18 - Septiembre '19)



El Banco Central de Suecia, el Riksbank, anunció un esperado aumento de tipos de interés en diciembre de 2018, el primero en siete años. Los tipos aumentaron, algo inesperado, en 25 puntos básicos a -0,25%, aunque esto solo proporcionó asistencia muy temporal a la moneda. Los comentarios del banco central desde entonces han sido moderados, particularmente en medio de la explosión en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China. El Riksbank sugirió en diciembre que se justificarían alzas adicionales en la segunda mitad del año, aunque es poco probable que esto ocurra hasta el próximo año como muy pronto.

Un golpe importante a los planes del banco central para elevar los tipos de interés se produjo en forma de una contracción inesperada del PIB en el segundo trimestre del año. La economía de Suecia se contrajo un 0,1% respecto al trimestre anterior, la segunda vez que esto ocurre en seis años. Sobre una base anual, la economía solo creció un 1,4%, lo que también fue su peor desempeño desde 2013. Las exportaciones netas fueron más débiles de lo previsto, con una disminución de la inversión que también pesó sobre el crecimiento. Las primeras señales para el tercer trimestre han sido mixtas, aunque un repunte en el PMI servicios que lo devuelva al territorio expansivo es alentador (Figura 30).

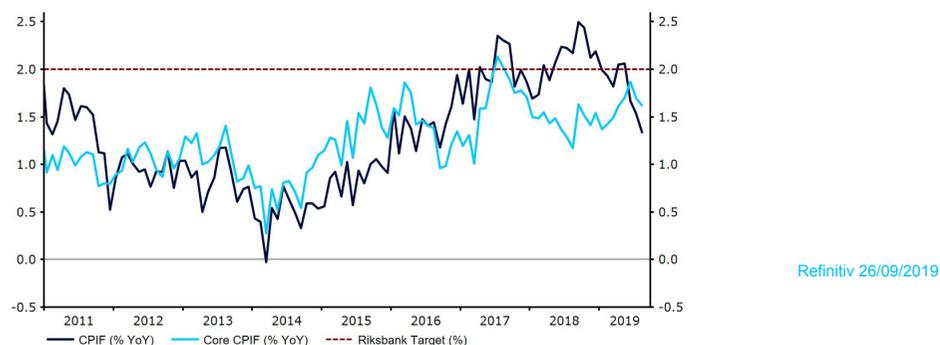
Figura 30: PMI Manufacturero Suecia(2010 - 2019)



Incluso después de la reciente disminución en el valor del SEK, la principal medida de inflación de Suecia ha comenzado a perder fuerza nuevamente. La medida CPIF, que elimina el efecto de los cambios en las tasas hipotecarias, ha caído por debajo del objetivo del banco central, disminuyendo al 1,3% en agosto. De manera similar a la zona euro, el nivel de inflación subyacente ha seguido atascado muy por debajo del objetivo, llegando solo a 1,6% (Figura 31). Esto proporciona al Riksbank un incentivo limitado para acelerar su ciclo de subidas de tipos de interés. Dicho esto, el jefe del banco central, Stefan Ingves, declaró que había aumentado la confianza de que la inflación se establezca cerca del objetivo y que la necesidad de una política monetaria altamente expansiva había “disminuido ligeramente”.

# Corona sueca SEK

Figura 31: Tasa de inflación Suecia (2011 - 2019)



Dado que es probable que el endurecimiento de las políticas del Riksbank siga llegando antes que el Banco Central Europeo, seguimos creyendo que la venta masiva del SEK en los últimos meses ha sido excesiva y que ha dejado a la moneda en niveles bastante infravalorados.

Por lo tanto, mantenemos nuestras previsiones de una apreciación de la Corona frente al Euro en 2019. Sin embargo, el reciente empeoramiento del sentimiento hacia la moneda significa que no tenemos más remedio que retrasar nuestro calendario para la apreciación del SEK.

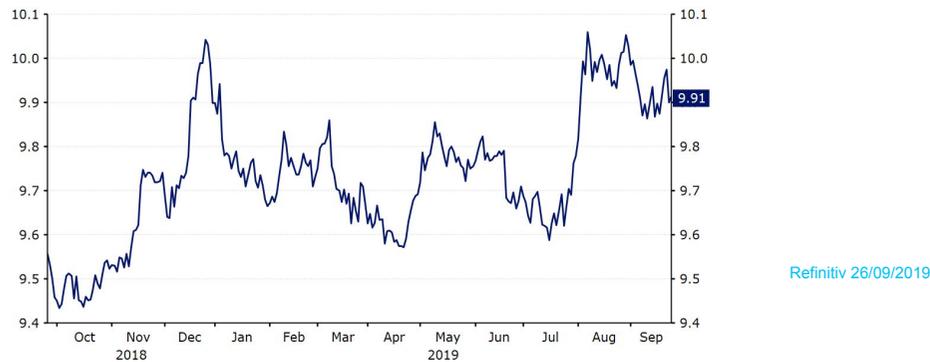
	USD/SEK	EUR/SEK	GBP/SEK
E-2019	9.40	10.60	12.40
Q1-2020	9.15	10.50	12.35
Q2-2020	8.90	10.35	12.20
Q3-2020	8.70	10.20	12.00
E-2020	8.15	9.60	11.40

# Corona noruega NOK

Los precios relativamente bajos del petróleo y la huida global hacia la seguridad inducida por la guerra comercial entre EE.UU. y China ha golpeado fuertemente a la Corona noruega (NOK) desde finales de julio.

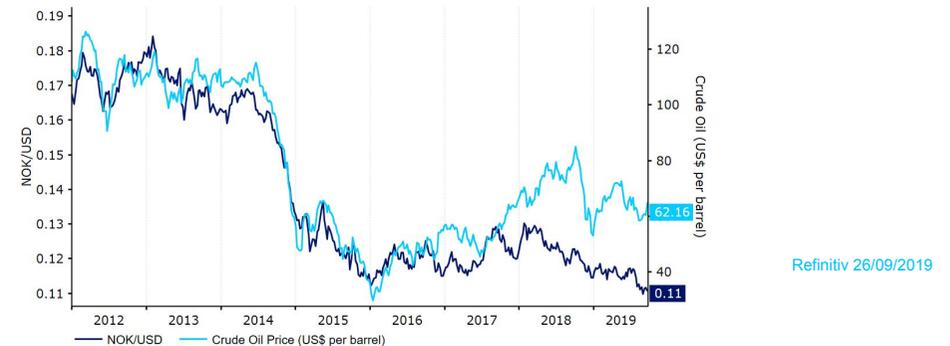
La Corona fue una de las monedas con mejor desempeño del G10 hasta mediados de julio aunque desde entonces ha perdido más del 3% de su valor frente al Euro. Esto provocó que la moneda llegase a nuevos mínimos en agosto desde la crisis financiera.

Figura 32: EUR/NOK (Septiembre '18 - Septiembre '19)



Los precios mundiales del crudo cayeron bruscamente a finales de 2018, en gran parte debido a las preocupaciones sobre el aumento de la producción de petróleo. El producto perdió más del 40% de su valor en poco más de dos meses hasta finales de diciembre. Esto dañó el sentimiento hacia la Corona dado que el petróleo representa alrededor de dos tercios de los ingresos totales de exportación de Noruega. Sin embargo, los precios del petróleo han tenido una tendencia al alza desde entonces, en primer lugar, por los continuos recortes de suministro de la OPEP y, en segundo lugar, por el ataque a las instalaciones petroleras en Arabia Saudita producidos en septiembre. La Corona había experimentado una divergencia con los precios mundiales del petróleo a finales de 2017, aunque esta tendencia parece haberse restablecido. Creemos que la recuperación del petróleo en los próximos meses debería proporcionar un apoyo decente para la moneda noruega.

Figura 33: NOK/USD vs. Precios Petróleo (2012 - 2019)

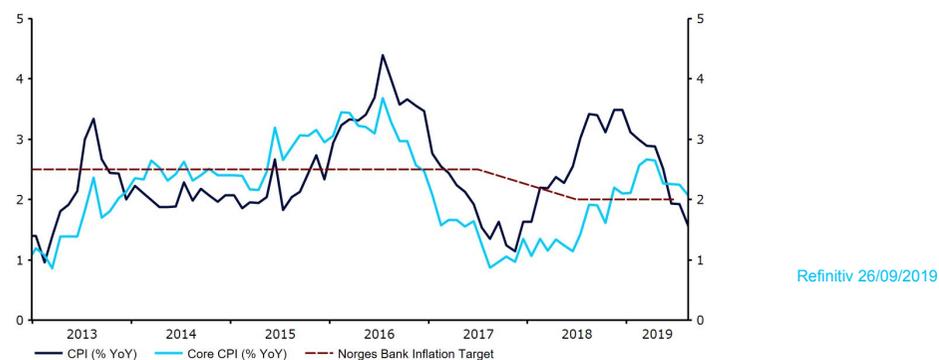


La Corona noruega también ha sido respaldada por un tipo de interés más alto por parte del Banco Central de Noruega, Norges Bank, en el último año más o menos. El Norges Bank elevó los tipos en otros 25 puntos básicos hasta el 1,5% en su reunión de política monetaria de septiembre, tras su anterior aumento en junio, en línea con las expectativas. Noruega es el único banco central del G10 que ha avanzado con las alzas de tipos este año, sin inmutarse por la creciente incertidumbre creada por las preocupaciones comerciales entre EE.UU y China. Sin embargo, sí indicó que más subidas de tipos eran, ahora, menos probables en medio de una desaceleración económica mundial.

La justificación del Norges Bank para tipos más altos a principios de año fue un conjunto generalmente robusto de cifras de crecimiento e inflación, ambos respaldados por los precios del petróleo más altos. Sin embargo, los datos económicos recientes han empeorado en los últimos meses. La inflación general pasó la mayor parte de la segunda mitad de 2018 por encima de la marca del 3%, aunque, desde entonces, ha caído bastante y ahora está nuevamente por debajo del objetivo del 2%, en 1,6%. La inflación subyacente, al menos, se ha mantenido firme y permanece por encima del nivel objetivo del Norges Bank (Figura 34).

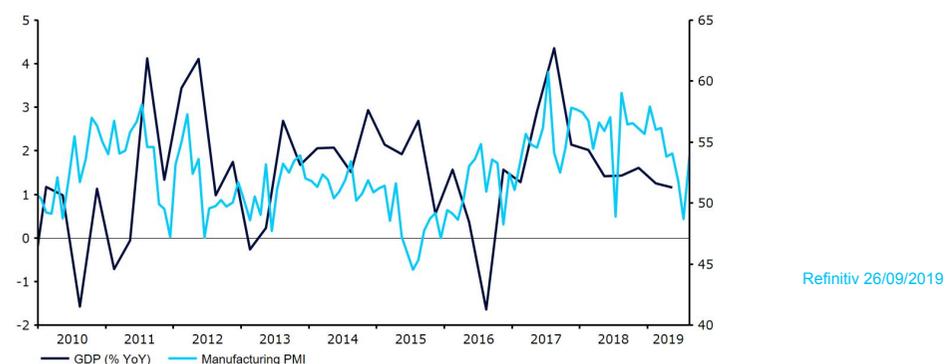
# Corona Noruega NOK

Figura 34: Tasa de inflación Noruega (2013 - 2019)



El crecimiento se ha desacelerado anualmente y la economía se contrajo un 0,7% interanual en segundo trimestre, aunque el crecimiento trimestral se mantuvo en un 0,3%, mucho más saludable. Salvo una disminución en julio, el PMI manufacturero se ha mantenido por encima del nivel de 50 que denota expansión en cada mes durante más de un año (Figura 35), lo que es un buen augurio para el crecimiento general.

Figura 35: PMI Manufacturero Noruega (2010 - 2019)



Con el Norges Bank como uno de los pocos bancos centrales más importantes que probablemente aumente los tipos de interés este año, y con la previsión de recuperación de los precios del petróleo, creemos que la Corona noruega será una de las mejores del G10 este año. Por lo tanto, continuamos pronosticando ganancias para el NOK frente al Dólar estadounidense y al Euro en 2019.

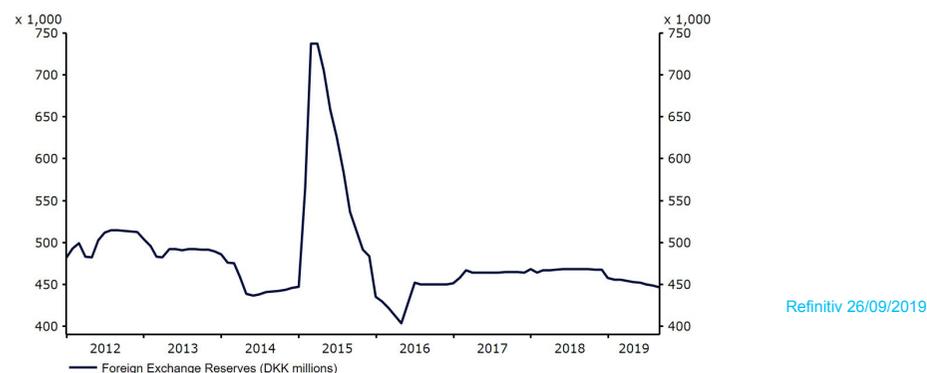
	USD/NOK	EUR/NOK	GBP/NOK
E-2019	8.50	9.60	11.20
Q1-2020	8.15	9.40	11.00
Q2-2020	7.95	9.25	10.90
Q3-2020	7.80	9.10	10.75
E-2020	7.65	9.00	10.70

# Corona danesa DKK

El Banco Nacional Danés (BND) no ha tenido problemas para mantener a la Corona danesa en los 7,46 DKK por Euro desde nuestra última revisión. El BND interviene en los mercados utilizando sus reservas de divisas de manera regular para limitar las fluctuaciones en torno a esta tasa.

Las reservas de divisas del Banco Central de Dinamarca se han mantenido en el mismo nivel durante más de tres años, lo que sugiere que ha habido una presión especulativa muy limitada sobre la vinculación del Euro y la moneda. Las reservas de divisas disminuyeron modestamente a 448 mil millones de coronas danesas en julio cuando el banco central realizó una intervención. Éste ha tenido muy poca necesidad de intervenir para garantizar la estabilidad de la moneda desde la votación del Brexit en junio de 2016 (Figura 36). Las reservas de divisas solo equivalen al 20% del PIB total de Dinamarca, con reservas ahora un 40% más bajas que su pico en 2015.

Figura 36: Reservas de divisas extranjeras Dinamarca (2012 - 2019)



Con el fin de disuadir las apuestas especulativas y evitar una apreciación no deseada de la moneda, el Banco Nacional Danés ha mantenido su tipo de interés en territorio negativo en -0,65%, manteniendo su política estable desde enero de 2016. Comunicaciones recientes del banco central sugieren que los tipos seguirán siendo negativos en el futuro previsible. El gran stock de reservas de divisas del BND también disminuye la urgencia de aumentarlos en el corto plazo.

El Banco Nacional Danés ha continuado reiterando su deseo de mantener su paridad frente al Euro, alegando que tienen un alcance limitado para aliviar la presión apreciativa y disuadir otro ataque especulativo sobre la moneda. Creemos que el diferencial de tipos de interés aún negativo con la Eurozona y el cómodo nivel de las reservas de divisas en Dinamarca deberían permitir que el BND mantenga el par EUR/ DKK en el nivel de 7,46 existente en el futuro previsible.

	USD/DKK	EUR/DKK	GBP/DKK
E-2019	6.60	7.46	8.70
Q1-2020	6.50	7.46	8.75
Q2-2020	6.45	7.46	8.80
Q3-2020	6.40	7.46	8.80
E-2020	6.30	7.46	8.85

Paseo de la Castellana 202, 5ª Planta 28046 Madrid | [info@ebury.es](mailto:info@ebury.es)

**Ebury** What borders?

[ebury.es](http://ebury.es)

© 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.