

Previsión Divisas BRICS Q2 2021

Autores:

Enrique Díaz-Alvarez, Matthew Ryan & Roman Ziruk



Currencies

Real Brasileño BRL	3	Yuan Chino CNY	12
Rublo Ruso RUB	6	Rand Sudafricano ZAR	15
Rupia India INR	9		

Real Brasileño BRL

El real brasileño (BRL) sigue siendo una de las divisas que peor se ha comportado desde el inicio de la pandemia.

La moneda perdió alrededor de una cuarta parte de su valor frente al dólar americano en los primeros cuatro meses y medio del año pasado (que cayó a mínimos históricos). Más tarde, en junio, logró recuperar casi la mitad de estas pérdidas, aunque desde entonces ha vuelto a depreciarse, remontando en torno al nivel de 5,5 (gráfico 1). Podemos decir que, de los principales mercados emergentes, el real brasileño ha sido la moneda que peor se ha comportado desde principios de 2020.

Gráfico 1: USD/BRL (abril '20 - abril '21)



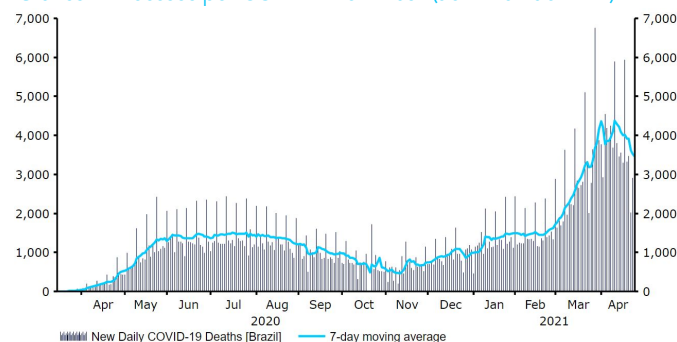
Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

Las continuas críticas a las autoridades brasileñas por la gestión de la pandemia han perjudicado considerablemente el interés por el real desde las primeras etapas de la crisis. El presidente ultraderechista Jair Bolsonaro adoptó una postura bastante controvertida, animando activamente a la población a cuestionar las medidas de distanciamiento social, ignorar el confinamiento impuesto en las regiones brasileñas y participar en grandes reuniones.

Como consecuencia, Brasil ha acumulado el segundo mayor número de fallecimientos relacionados con el COVID a nivel global (el 12,5% de todo el mundo, a pesar de representar solo el 2,7% de la población), sólo por detrás de Estados Unidos.

La última ola de la pandemia ha sido la peor hasta ahora, sobre todo debido a la prevalencia de la cepa P.1, que se identificó por primera vez en enero. Parece ser que esta variante no sólo es dos veces más contagiosa que la cepa original, sino que también tiene más de un 60% de probabilidades de reinfectar a las personas que otras variantes del COVID-19. Con todo ello, los ingresos hospitalarios se han disparado en el país, dejando las unidades de cuidados intensivos al completo o casi al límite. Sin embargo, Bolsonaro ha seguido criticando a los gobernadores de los estados regionales por imponer confinamientos y ha dado prioridad a la economía. Los decesos a causa del virus se dispararon hasta alcanzar cifras récord de más de 4.000 al día a principios de abril (gráfico 2), y se han mantenido elevados desde entonces. Las autoridades brasileñas también han tardado en aprobar y administrar las distintas vacunas contra el COVID: hasta ahora sólo se han suministrado aproximadamente 18 dosis por cada 100 personas, una cifra no muy superior a la media mundial.

Gráfico 2: Decesos por COVID-19 en Brasil (abril '20 - abril '21)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021



Sin embargo, pensamos que el real se ha librado de caídas aún mayores gracias a la política económica adoptada por el Banco Central de Brasil, que subió en marzo los tipos de interés por encima de lo previsto en 75 puntos básicos (por primera vez en seis años) hasta el 2,75%, y volvió a subir a principios de mayo su tasa básica en 0,75 puntos porcentuales, a 3,5%. La decisión de subir los tipos tan pronto ha sido controvertida, pero los responsables se respaldaron en el aumento de la inflación, que superó el 6% en marzo por primera vez en más de cuatro años.

El Comité de Política Monetaria del Banco ya señaló en marzo que "salvo un cambio significativo en las previsiones de inflación o en el balance de riesgos, el comité prevé continuar el proceso de reducción parcial del estímulo monetario con otro ajuste de la misma magnitud [en mayo]". Teniendo en cuenta los retos actuales para el crecimiento, la decisión de iniciar un ciclo de endurecimiento es atrevida. La economía brasileña se ha recuperado firmemente tras la recesión del año pasado, registrando un crecimiento positivo del 7,7% y del 3,2% en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente. Sin embargo, el gobierno está recibiendo cada vez más presiones para que aplique restricciones más severas. Los jefes del Ejército, la Armada y la Fuerza Aérea de Brasil dimitieron en marzo por su oposición a las políticas de Bolsonaro frente al Covid, y el índice de aceptación del presidente también se desplomó hasta cerca del 30%.

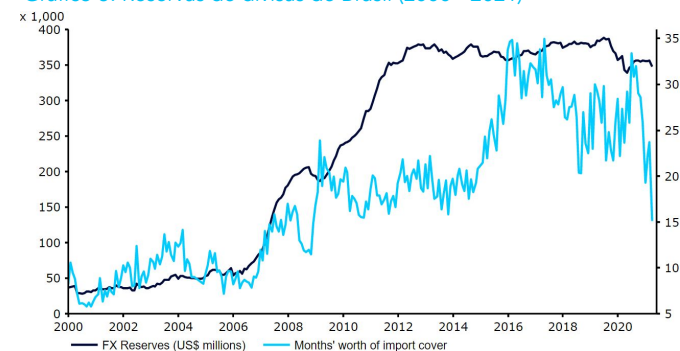
A pesar de la preocupante situación de la pandemia en el país, los sólidos indicadores macroeconómicos de Brasil nos resultan alentadores, y creemos que deberían permitir al BRL recuperarse de la mayor parte de las últimas pérdidas sufridas una vez que la pandemia esté bajo control:

- 1) Aunque en descenso, las reservas de divisas siguen siendo abundantes y equivalen a más de 15 meses de importaciones (gráfico 3). El Banco Central de Brasil sigue teniendo un amplio margen de maniobra para intervenir con éxito en el mercado y así frenar la depreciación de la mone-

da. El Banco Central ha sido cada vez más activo en el mercado Forex en las últimas semanas, vendiendo alrededor de 5.600 millones de dólares en el mercado de divisas al contado y 6.000 millones de dólares en el mercado de swaps sólo en los dos primeros meses y medio del año. Esperamos que esta actividad continúe a corto plazo.

- 2) Un déficit por cuenta corriente controlado que se mantiene financiado por la inversión extranjera directa (IED). Este déficit se redujo al 0,7% en 2020 desde el 2,7% en 2019.

Gráfico 3: Reservas de divisas de Brasil (2000 - 2021)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

El aumento de la deuda externa de Brasil desde el inicio de la pandemia hasta niveles relativamente altos es motivo de cierta preocupación, aunque como porcentaje la deuda se redujo en la segunda mitad del año pasado hasta el 37,2% del PIB. Sin embargo, la reciente y fuerte depreciación del BRL aumenta el valor real de los pagos de su deuda.



Teniendo en cuenta los factores anteriormente mencionados y que consideramos que la moneda está muy baja en los niveles actuales, no creemos que a largo plazo el real brasileño continúe depreciándose al mismo ritmo que hemos visto desde que comenzara la crisis. Al contrario, seguimos apostando por su recuperación frente al dólar hasta finales de 2021, y pensamos que los sólidos indicadores macroeconómicos de Brasil deberían permitir que la moneda se recupere con éxito una vez que haya pasado lo peor de la crisis. Esta opinión parece quedar respaldada por la política económica adoptada por el Banco Central de Brasil, que parece que seguirá subiendo los tipos en 2021.

Dicho esto, modificamos ligeramente al alza nuestras previsiones a corto plazo.

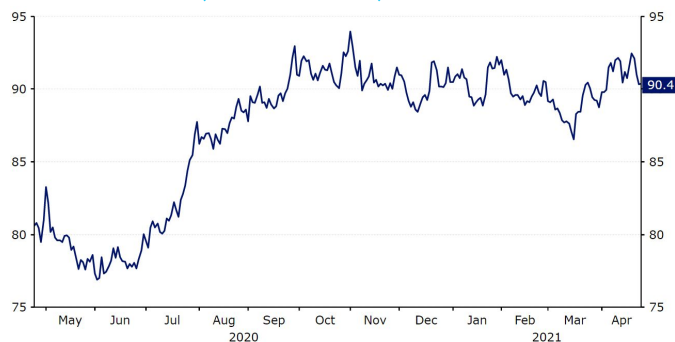
	USD/BRL	EUR/BRL	GBP/BRL
Q2-2021	5.50	6.75	7.55
Q3-2021	5.25	6.50	7.25
E-2021	5.00	6.25	6.95
Q1-2022	4.75	5.95	6.65
E-2022	4.50	5.70	6.40

Rublo Ruso RUB

El rublo ruso (RUB) sufrió a principios de marzo una de las caídas más violentas entre las divisas de los mercados emergentes.

A principios del año pasado la moneda se desplomó frente al dólar americano hasta casi alcanzar el mínimo histórico de 2016. Desde entonces, el rublo ha tenido un comportamiento relativamente mixto. Logró recuperarse de aproximadamente la mitad de las pérdidas sufridas hasta junio, pero volvió a caer en noviembre hasta situarse en torno a los mínimos de la pandemia. En los últimos cinco meses, el RUB ha repuntado en consonancia con el aumento de los precios mundiales del petróleo y la mejora del sentimiento por el riesgo, aunque se ha visto afectado por las actuales tensiones geopolíticas. Ha sido una de las divisas que peor se ha comportado entre los mercados emergentes desde principios del año pasado, sólo por detrás de la lira turca (TRY) y el real brasileño (BRL).

Gráfico 4: EUR/RUB (abril '20 - abril '21)

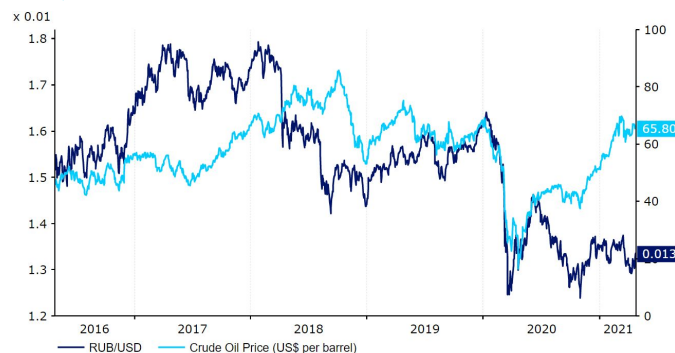


Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

Atribuimos gran parte de la depreciación que el rublo vivió el año pasado al desplome de los precios mundiales del petróleo. La economía rusa sigue dependiendo bastante de los precios mundiales de las materias primas, ya que las exportaciones de petróleo y gas representan casi dos tercios de los ingresos totales por exportación del país y un tercio de su PIB.

Los precios mundiales del crudo Brent cayeron a mínimos de menos de 20 dólares por barril durante el segundo trimestre del año pasado, aunque desde entonces han repuntado hasta superar los 60 dólares por barril, ya que los inversores apuestan por una rápida recuperación de la demanda mundial de materias primas. La correlación entre los precios del petróleo y el rublo se ha debilitado en los últimos tiempos, aunque esperamos que se restablezca en los próximos meses (lo que podría apoyar a la divisa a corto plazo).

Gráfico 5: RUB/USD frente a los precios del petróleo Brent (2016 - 2021)



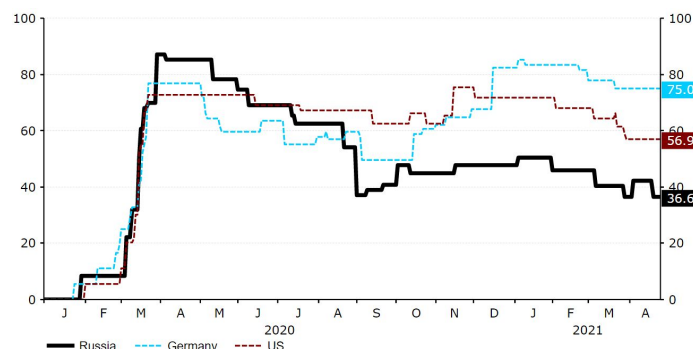
Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

El número oficial de defunciones por COVID-19 en Rusia (aproximadamente 740 por cada millón de habitantes) es relativamente bajo, pero según parece estas cifras se han subestimado considerablemente puesto que el exceso de mortalidad es mucho mayor desde que estalló la pandemia. Sólo el año pasado el exceso de fallecidos en Rusia superó las 300.000 personas, lo que multiplica por cinco la cifra oficial de decesos a causa del virus en 2020. El número de contagios se disparó en el país durante la segunda ola, que comenzó en torno a septiembre. Las muertes diarias han disminuido en las últimas semanas, aunque han seguido rondando las 400-550 desde mediados de noviembre. Esto ha sido en parte consecuencia de las restricciones mucho menos estrictas impuestas en Rusia (en comparación con la mayoría de los demás países).



Desde la primavera de 2020 no ha habido un confinamiento nacional completo y las autoridades han dado prioridad a la reapertura de la economía. El índice de rigor de la respuesta gubernamental del país frente al COVID-19, elaborado por la Universidad de Oxford, apenas ha superado el nivel de 50 desde principios de septiembre (gráfico 6).

Gráfico 6: Índice de rigor de la respuesta gubernamental de Rusia frente al COVID-19 (enero de 20 - abril de 21)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

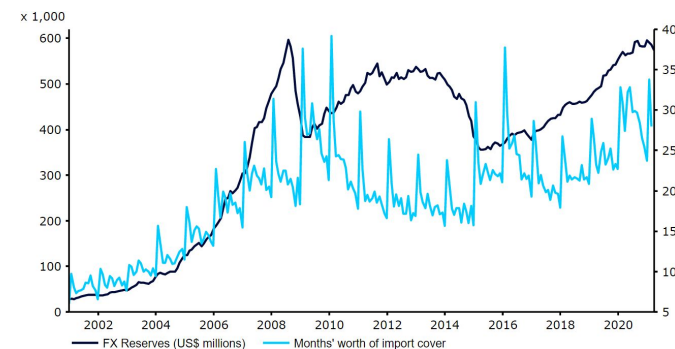
Al menos Rusia ya ha comenzado con la vacunación masiva gracias a la Sputnik V. Aunque el hecho de suministrar una vacuna de producción nacional puede dar al país ventaja sobre algunos de sus pares regionales, el ritmo de vacunación ha sido hasta ahora bastante lento, habiéndose administrado unas 12 dosis por cada 100 personas (más o menos igual que la media mundial). Un gran obstáculo para alcanzar la inmunidad de grupo mediante la vacunación será posiblemente el bajo nivel de aceptación de la vacuna entre la población rusa. Según el Moscow Times, el 60% de la población del país es reacia a recibir la vacuna, lo que supone un nivel de indecisión considerablemente mayor que el observado en casi cualquier otro país.

Las restricciones impuestas en Rusia -relativamente menos duras- han permitido al menos que la economía del país se recupere a un ritmo más rápido de lo previsto inicialmente. La economía se contrajo un 3,1% interanual menos de lo previsto en 2020, y los primeros datos

de este año sugieren que la recuperación va razonablemente bien. El PMI compuesto, por ejemplo, vuelve a estar por encima del nivel de 50 (que denota expansión), habiendo subido en marzo a máximos de siete meses hasta alcanzar el nivel de 54,6. Hasta ahora, el apoyo fiscal más bien modesto del gobierno ruso, que en 2020 sólo equivalió aproximadamente el 3,5% del PIB, refleja también que hay margen para una mayor expansión en 2021, lo que probablemente ayudaría aún más a la economía rusa.

De todas las economías de los BRICS, consideramos que Rusia tiene los indicadores macroeconómicos más sólidos. El rublo debería poder recuperarse de las caídas sufridas durante la pandemia una vez que las vacunas logren llegar a un mayor porcentaje de la población mundial. Por su parte, el Banco Central de Rusia ha acumulado enormes reservas de divisas a lo largo de los años que ahora equivalen a 30 meses de importaciones (gráfico 7), lo que, si fuera necesario, debería permitir una intervención regular en el mercado para proteger el rublo. La balanza por cuenta corriente de Rusia se encuentra cómodamente en territorio positivo, aunque el superávit disminuyó en 2020. Además, Rusia también es mucho menos dependiente de la financiación externa que muchos de sus pares.

Gráfico 7: Reservas de divisas de Rusia (2000 - 2021)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021



Por otra parte, Rusia ofrece ahora un importante atractivo tras la reciente subida de los tipos de interés por parte del Banco Central de Rusia, el primer cambio en los tipos desde julio de 2020. En la reunión de marzo, el banco subió los tipos en 25 puntos básicos, hasta el 4,5%, lo que supone un cambio de rumbo respecto al mensaje más bien pesimista de febrero, y en abril se anunció otra subida de 50 puntos básicos. Los mensajes de las dos últimas reuniones también han tenido un tono ambicioso. La presidenta del BCR, Elvira Nabiullina, señaló que la economía volvería a su tamaño anterior a la pandemia antes de finales de 2021, que la presión inflacionista había aumentado y que los tipos estaban en camino de alcanzar niveles de entre el 5 y el 6%. Creemos que esto indica que en la reunión de política monetaria de junio se avecina otra subida.

Seguimos siendo optimistas en cuanto al rublo ruso. Creemos que la posibilidad de que los precios del petróleo suban una vez que se recupere la demanda mundial debería ayudar a la moneda, mientras que, por otra parte, los sólidos indicadores macroeconómicos de Rusia probablemente garantizarán que el país siga siendo una propuesta atractiva para los inversores extranjeros. La postura adoptada por el Banco Central de Rusia también debería ampliar los diferenciales de tipos de interés entre Rusia y la mayoría de los demás bancos centrales importantes. Las sanciones anunciadas recientemente por la Administración Biden constituyen un riesgo, pero creemos que tendrán poco impacto en la divisa, como ya ha sucedido en el pasado. Prevemos subidas del rublo frente al euro y al dólar americano de aquí a finales de 2022.

Un posible obstáculo para estos pronósticos es que Rusia es uno de los mercados emergentes que conlleva un riesgo político nada despreciable. Esto se ha puesto de manifiesto en múltiples ocasiones en los últimos meses, especialmente por el envenenamiento y encarcelamiento del líder de la oposición Alexei Navalny, las tensiones con EE.UU. sobre el gasoducto Nord Stream 2, los ciberata-

ques y otros asuntos que han dado lugar a sanciones, y la reciente movilización de tropas rusas en la frontera con Ucrania.

Estas tensiones han ensombrecido un poco nuestras perspectivas sobre el rublo y hacen que ahora exista una mayor prima de riesgo interna con la que la moneda podría tener dificultades incluso después de que se estabilice la pandemia.

	USD/RUB	EUR/RUB	GBP/RUB
Q2-2021	70	86	96
Q3-2021	68	84	93
E-2021	64	80	89
Q1-2022	62	78	87
E-2022	59	75	84

Rupia India INR

La rupia india (INR) ha seguido recuperándose de forma gradual tras los mínimos que alcanzó justo después del estallido de la pandemia.

La INR cayó a mínimos históricos en abril de 2020, cuando los inversores abandonaron las inversiones de mayor riesgo en favor de los activos refugio. La divisa logró resurgir de la caída, salvándose de graves pérdidas gracias a la intervención en el mercado de divisas del Banco de la Reserva de la India (RBI). Desde el punto álgido de la caída, la recuperación de la rupia no ha sido demasiado espectacular (gráfico 8), y desde finales de marzo la moneda ha vuelto a depreciarse (tras el aumento de nuevos contagios en el país). Con ello, la rupia ha sido una de las monedas de Asia que peor se ha comportado en el último año.

Gráfico 8: USD/INR (abril '20 - abril '21)

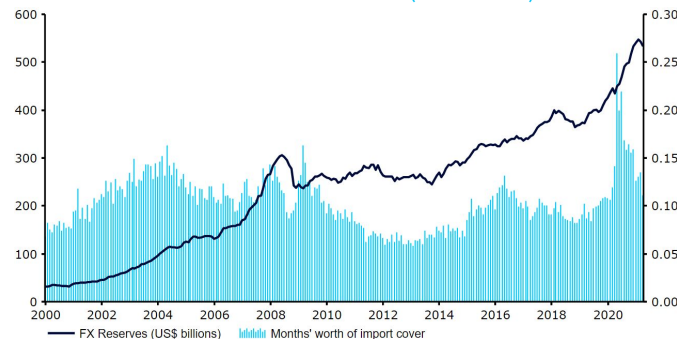


Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

Tanto la relativamente moderada caída inicial como el repunte posterior de la rupia lo atribuimos a las intervenciones del RBI en ambos lados del mercado. Se cree que el banco central llevó a cabo una de las mayores intervenciones de su historia en un periodo de seis semanas durante el punto álgido del miedo en los mercados en marzo y abril del año pasado, vendiendo aproximadamente 10.000 millones de dólares de sus reservas para intentar sostener la rupia.

Desde entonces, el Banco de la Reserva de la India ha vuelto a acumular reservas de dólares estadounidenses para contener la apreciación de la rupia y fomentar la competitividad. Las reservas de divisas del banco central aumentaron hasta un récord de 542.000 millones de dólares en enero (19% del PIB), lo que supone un aumento del 24% en un año.

Gráfico 9: Reservas de divisas de la India (2000 - 2021)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

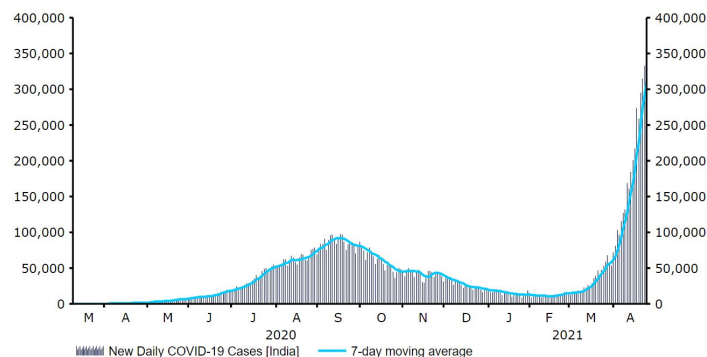
Creemos que las intervenciones continuarán en 2021, ya que las autoridades del banco intentan debilitar la moneda en términos de tipo de cambio efectivo nominal (NEER). El gobernador del RBI, Shaktikanta Das, así lo indicó en enero tras la reunión del banco, apuntando que "para mitigar los efectos globales, los mercados emergentes como la India no tienen otro recurso que construir sus propias reservas de divisas, aunque sea a costa de ser incluidos en la lista de manipuladores de divisas". Creemos que estas intervenciones deberían frenar las ganancias de la rupia en un año en el que, en nuestra opinión, la mayoría de las divisas de los mercados emergentes registrarán ganancias generalizadas.

Hasta hace muy poco, no habíamos observado que la percepción de los inversores sobre la propagación de la pandemia en la India tuviera demasiado impacto en la rupia. En términos absolutos, el país ha registrado el segundo mayor número de contagios en el mundo, sólo por detrás de Estados Unidos.



Sin embargo, como porcentaje de la población total, tanto los contagios (12.500 por cada millón de personas) como las defunciones (140 por cada millón) han sido relativamente bajos, incluso en relación con los países que han llevado a cabo niveles similares de pruebas de detección (200.000 por cada millón). La ausencia inicial de contagios puede atribuirse en parte a las restricciones ultra estrictas que se aplicaron al principio de la pandemia. El aumento del índice de rigurosidad de la respuesta del gobierno hasta el nivel máximo de 100 entre finales de marzo y abril hace pensar que estas medidas fueron, de hecho, las más duras del mundo. Sin embargo, los nuevos casos y las muertes se han disparado durante la última ola, lo que finalmente se ha traducido en una rupia más débil en un momento en el que prácticamente todas las demás divisas de los mercados emergentes han registrado mejoras frente al dólar estadounidense.

Gráfico 10: Nuevos contagios por COVID-19 en la India (marzo '20 - abril '21)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

Como señalamos en nuestra última actualización, los indicadores de la actividad económica en el período inmediatamente posterior a la crisis se desplomaron, concretamente el PMI compuesto del país, que cayó a 7,2 en abril. La actividad se hundió a un insólito 25,9% intertrimestral en el segundo trimestre de 2020, uno de los mayores descensos registrados en todo el mundo. La recuperación del 23,7% y del 7,9% en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente, ha devuelto la actividad a niveles más normales, y el PIB terminó el cuarto trimestre

con un aumento interanual de alrededor del 0,4%. Por otro lado, los presupuestos que el gobierno indio presentó a principios de año y que están centrados en el crecimiento son un elemento positivo para las perspectivas. Un aumento mucho mayor de lo previsto del objetivo de déficit fiscal para 20-21, hasta el 9,5% del PIB, y un descenso muy paulatino hasta el 4,5% a lo largo de cinco años, indica un cambio de política que se aleja de la consolidación fiscal y se orienta más hacia el crecimiento.

A pesar del bajo comportamiento de la economía india, creemos que la confianza de los inversores en la rupia debería estar bien avalada por los indicadores del país. Tras volver a acumular reservas de divisas, ahora estas equivaldrían a unos 13,5 meses de importaciones (algo más que suficiente), lo que, en caso de que el panorama empeorara, debería permitir al banco central intervenir para proteger la moneda.

Los precios del petróleo, que se encuentran por debajo de los niveles medios desde el inicio de la crisis, también han sido positivos para la balanza comercial y la cuenta corriente del país, dado que la India es un importador neto de este producto. El déficit por cuenta corriente de la India se mantuvo casi plano, por debajo del 1% del PIB en 2020, lo que constituye una señal esperanzadora.

En general, nuestras perspectivas sobre la rupia son más bien positivas. Por un lado, la economía del país ha sido una de las más afectadas por las estrictas restricciones y se espera que, a corto plazo, la vacunación se produzca de forma muy lenta, lo que no ayudará a relajar sus medidas (sobre todo teniendo en cuenta la última oleada de contagios); pero por otro lado, la India sigue contando con unos indicadores económicos sólidos que se encuentran entre los más fuertes de la región.



La continua intervención en el mercado de divisas por parte del Banco de la Reserva de la India, que parece haber endurecido su política monetaria, debería además mantener la rupia dentro de un rango más ajustado que el de muchos de sus pares. Por ello, prevemos que la rupia se mantendrá prácticamente plana frente al dólar en torno a los niveles actuales.

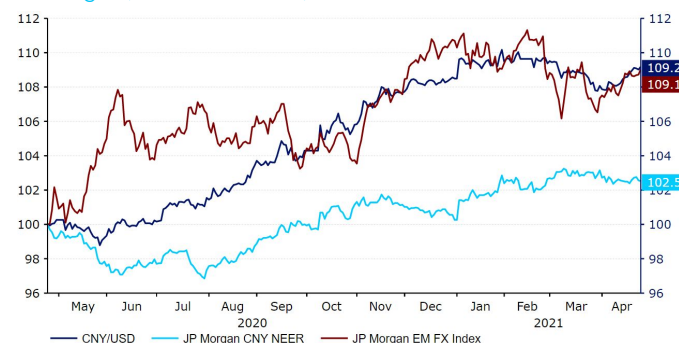
	USD/INR	EUR/INR	GBP/INR
Q2-2021	73	90	100
Q3-2021	73	91	101
E-2021	73	91	101
Q1-2022	72	90	101
E-2022	72	91	102

Yuan Chino CNY

El yuan chino (CNY) ha sido una de las divisas de los mercados emergentes que mejor ha resistido desde el estallido de la pandemia en el primer trimestre de 2020, hasta el punto de que ya no es nada descabellado considerarla como nueva integrante del club del G10.

En consonancia con el fuerte movimiento bajista observado en los activos de riesgo, el yuan se depreció en los primeros meses de 2020 frente al dólar americano -activo refugio-. Sin embargo, desde finales de mayo, la divisa se recuperó con fuerza, apreciándose desde niveles aproximados de 6,50 USDCNY hasta alcanzar en enero su posición más fuerte frente al dólar desde junio de 2018 (gráfico 11). El CNY ha logrado superar a todas las demás divisas de los mercados emergentes desde principios de 2020.

Gráfico 11: CNY/USD frente al Índice FX de Mercados Emergentes de JP Morgan (abril '20 - abril '21)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

Creemos que los buenos resultados del yuan se han debido en gran parte a la capacidad de las autoridades chinas de controlar la propagación del COVID-19. El país impuso estrictas restricciones ya en enero de 2020, aunque registró un pico de casos poco después. La incidencia semanal de nuevos casos se ha mantenido por debajo de los 100 desde mediados de marzo de 2020, y solo ha superado este nivel a mediados de enero de este año.

China ha registrado 63 casos por cada millón de personas, una cifra bastante inferior que la de casi todos los demás países del mundo. Esta cifra es sorprendentemente baja en comparación con Estados Unidos (99.000 por cada millón de habitantes), Reino Unido (65.000 por cada millón de habitantes), Alemania (39.000 por cada millón de habitantes) e India (12.500 por cada millón de habitantes, y que tiene una población similar).

Aunque históricamente China ha tenido una postura intervencionista en el mercado de divisas, los movimientos que hemos visto desde el comienzo de la crisis parecen haber reflejado el sentimiento del mercado. El esfuerzo del Banco Popular de China por gestionar muy de cerca la moneda y garantizar que no hubiera una desviación diaria de más del 2% en el tipo de cambio ha hecho que la divisa siga siendo una de las menos volátiles de los mercados emergentes. Los responsables del BPC se han comprometido a mantener la moneda estable frente al índice RMB del CFETS (China Foreign Exchange Trade System) desde principios de 2018. Esta cesta de monedas se ha modificado periódicamente para mostrar los cambios en las relaciones comerciales internacionales de China. En este contexto, la alteración más reciente de la cesta es la disminución de la participación del dólar estadounidense (que pasa del 26,4% en 2015 al 18,8% en 2021).

Figure 12: RMB CFETS Index (2016 - 2021)



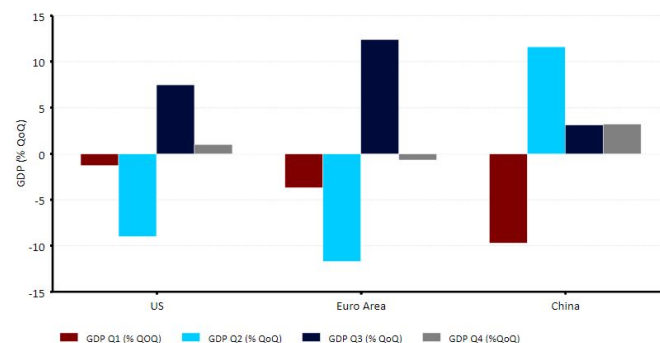
Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021



La segunda mayor ponderación se asigna al euro (18,15%), y los dos tercios restantes se componen de otras veintidós monedas. Este índice ha subido casi un 6% desde principios de 2020 (gráfico 12), un movimiento mayor que el observado en los principales índices de los mercados emergentes.

Uno de los principales factores que impulsaron la apreciación del yuan en 2020 fue la diferencia entre el desempeño económico de China y el de casi todos los demás países. La habilidad de las autoridades chinas para contener los contagios y aplicar restricciones más localizadas ha resultado ser menos perjudicial para la economía del país, que creció un 3,1% intertrimestral en el tercer trimestre de 2020 y otro 3,2% en el cuarto. La economía del gigante asiático sufrió el año pasado sus peores resultados desde 1976, aunque el crecimiento, del 2,3%, fue mejor de lo previsto -uno de los únicos países que experimentó un crecimiento el año pasado-.

Gráfico 13: Tasa de crecimiento del PIB [China frente a EE.UU. y la Zona Euro] (2020)

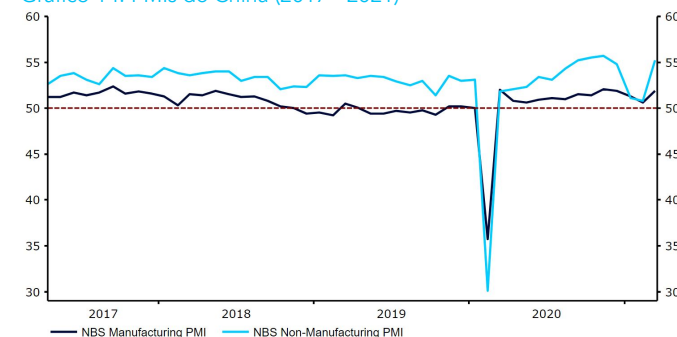


Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

A pesar del aumento de los contagios, que ha llevado recientemente a la reactivación de medidas algo más estrictas, la economía china ha seguido evolucionando favorablemente. Las ventas al por menor han remontado con fuerza desde el punto álgido de la crisis, cuando se contrajeron más de un 20%, y se han

mantenido en terreno positivo desde agosto en términos interanuales. La producción industrial se ha recuperado, alcanzando un crecimiento de más del 30% interanual en los dos primeros meses de 2021. Tanto el PMI privado como el oficial también se mantienen cómodamente en territorio de expansión (gráfico 14).

Gráfico 14: PMIs de China (2017 - 2021)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

Algo que también ha resultado ser positivo para el yuan fue el resultado de las elecciones presidenciales estadounidenses de 2020. La victoria de Biden ha allanado el camino para un mayor apoyo fiscal en EE.UU. (algo que los inversores han interpretado como positivo para la economía mundial). Esto es especialmente importante para los principales socios comerciales de EE.UU., de los cuales China es el mayor. Se espera que la administración Biden sea más predecible que la de Trump en cuanto a la política exterior y comercial. Aunque parece improbable una rápida resolución de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, somos optimistas en cuanto a que la relación entre los dos países tiene bastantes posibilidades de mejorar y, seguramente, será mejor que bajo la administración Trump. Vale la pena señalar que, tras haber alcanzado recientemente un principio de acuerdo sobre inversión después de años de negociaciones, la relación de China con la UE también parece estar mejorando.



En nuestra opinión, es poco probable que el yuan se vea reforzado por el suministro de las vacunas en 2021, ya que la eliminación de las restricciones irá reduciendo la brecha entre los resultados económicos de China y la mayor parte del mundo desarrollado. Dicho esto, seguimos teniendo unas previsiones alcistas sobre el yuan y apuntamos por la apreciación de la moneda frente al dólar americano hasta finales de 2022. Los sólidos indicadores macroeconómicos de China deberían seguir sirviendo de apoyo a la moneda. China cuenta con una importante reserva, equivalente a 19 meses de importaciones, mantiene un superávit por cuenta corriente y tiene una baja deuda externa, inferior al 15% del PIB. Además, consideramos que estamos asistiendo a un cambio significativo entre los inversores, y el yuan se percibe ahora más como una divisa principal que como una emergente.

Estamos viendo una progresiva internacionalización del yuan, que sigue representando una parte cada vez mayor del comercio mundial y de los activos de reserva de divisas, utilizándose cada vez más el CNY para la facturación y los pagos. Estos últimos siguen constituyendo un volumen mucho menor que el peso de China en el comercio mundial, lo que indica que hay margen para el crecimiento y una mayor demanda de la moneda.

La despreocupación del Banco Popular de China por una moneda más fuerte también elimina posibles obstáculos para la fortaleza del yuan, especialmente cuando China continúa intentando diversificar su economía para que deje de estar tan orientada a la exportación. Por todo ello, seguimos previendo una apreciación del yuan frente al dólar.

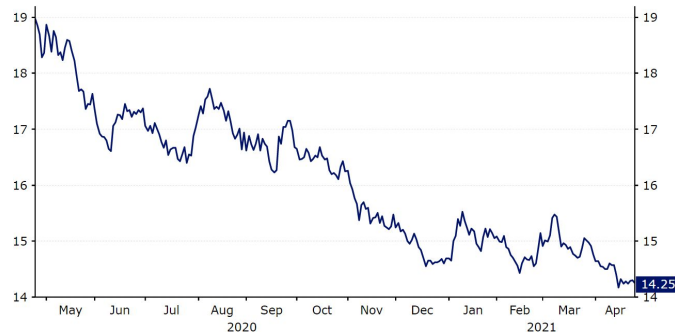
	USD/CNY	EUR/CNY	GBP/CNY
Q2-2021	6.35	7.80	8.70
Q3-2021	6.30	7.80	8.70
E-2021	6.25	7.80	8.70
Q1-2022	6.20	7.75	8.70
E-2022	6.00	7.60	8.50

Rand Sudafricano ZAR

El rand sudafricano se ha recuperado mejor de la caída provocada por el COVID a principios de 2020 que casi todas las demás divisas de los mercados emergentes.

Además del real brasileño y el peso mexicano, el rand fue la divisa de los mercados emergentes que peor se comportó en marzo y abril del año pasado, depreciándose aproximadamente un 17% frente al dólar americano durante esos dos meses (gráfico 15). Desde entonces, la divisa ha repuntado con fuerza hasta alcanzar su posición más alta desde enero de 2020.

Gráfico 15: USD/ZAR (abril '20 - abril '21)

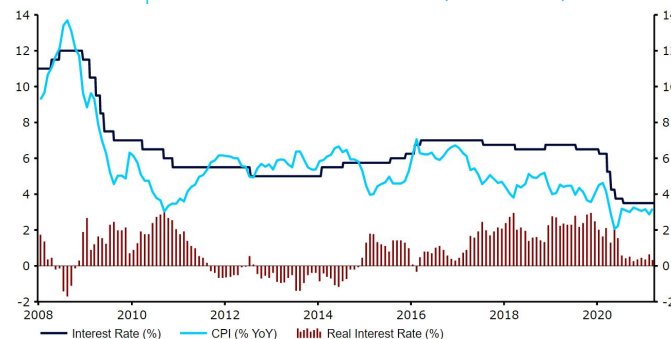


Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

La profundidad de la caída del rand al inicio de la crisis del COVID puede atribuirse a la elevada prima de riesgo que los inversores atribuyen a la moneda. La gran brecha fiscal de Sudáfrica, su importante deuda externa, sus precarias perspectivas de crecimiento y la incertidumbre política hacen que esta prima de riesgo sea mayor que la de la mayoría de sus pares. Aunque el rand fue una de las monedas que peor se comportó durante el periodo inicial de "alejamiento del riesgo", cabe señalar que también fue la que mejor lo hizo cuando mejoró el apetito por el riesgo entre los traders de divisas.

Creemos que el atractivo de la divisa desde el punto de vista del carry trade ha contribuido a que el rand se sitúe en lo más alto de la clasificación de divisas de los países emergentes. En un periodo en el que los bancos centrales han recortado los tipos hasta mínimos históricos (ceranos a cero en los países desarrollados), Sudáfrica ha seguido ofreciendo rendimientos reales relativamente atractivos para los inversores extranjeros. De hecho, los tipos de interés reales en Sudáfrica se han mantenido positivos durante toda la pandemia, incluso tras los drásticos recortes de los tipos por parte del SARB (gráfico 16).

Gráfico 16: Tipo de interés real de Sudáfrica (2008 - 2021)

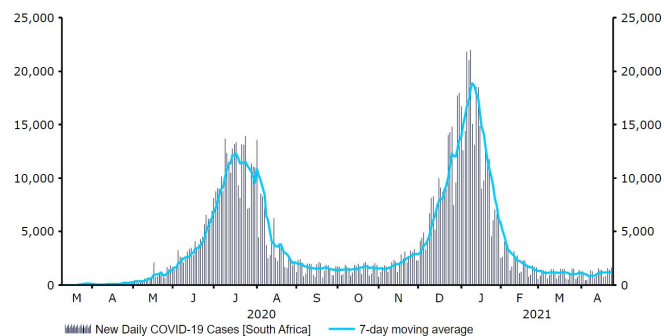


Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

Hasta ahora, los inversores han seguido apoyando al rand a pesar de la aparición y fuerte propagación de la variante B.1.351 del COVID-19 (detectada por primera vez en Sudáfrica en diciembre de 2020). Mientras que la vacuna de Pfizer ha demostrado ser eficaz contra esta variante, otras aún no han sido capaces de ofrecer una protección adecuada. No hay pruebas de que la llamada "variante sudafricana" aumente las probabilidades de enfermar gravemente, aunque su mayor nivel de contagio y resistencia a las vacunas son motivo de preocupación. Esta nueva variante desencadenó un aumento de los contagios durante la segunda ola en Sudáfrica a finales del año pasado, aunque ahora los niveles de contagio parecen estar en general controlados tras la reactivación de medidas de restricción más duras a finales de año.



Gráfico 17: Nuevos casos de COVID-19 en Sudáfrica (marzo '20 - abril '21)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021

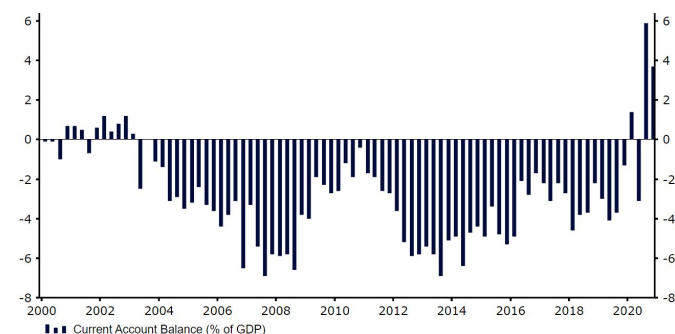
La recuperación del rand es destacable teniendo en cuenta el desplome de la actividad económica que sufrió Sudáfrica el año pasado. La actividad cayó un asombroso 51,7% intertrimestral en el segundo trimestre de 2020. Aunque el ritmo de crecimiento mejoró notablemente en el segundo semestre, el PIB terminó el año pasado con 7 puntos porcentuales menos. Este año se espera un incremento de aproximadamente el 3%, aunque siguen existiendo varios factores de riesgo para estas perspectivas. La lentitud que ha seguido hasta ahora la vacunación en el país representa sin duda uno de los más importantes.

Por el momento, Sudáfrica ha administrado menos de una dosis por cada 100 personas (el programa de vacunación no comenzó hasta mediados de febrero). El país también se ha visto obligado a vender sus dosis de AstraZeneca debido a su baja eficacia frente a la variante B.1.351, y se ha centrado en las vacunas de Johnson & Johnson y Pfizer. El escaso margen para aumentar el gasto fiscal en Sudáfrica también supone un problema. Con casi el 10% del PIB del país, el paquete de estímulo fiscal del Congreso Nacional Africano (ANC) lanzado el año pasado para combatir la crisis es enorme, aunque aumenta la ya creciente relación deuda/PIB del país.

Los inversores también han pasado por alto la relativa debilidad de los indicadores económicos de Sudáfrica durante el reciente periodo de fortalecimiento del rand. Creemos que de todos los países BRICS, Sudáfrica es probablemente el que tiene los indicadores macroeconómicos más frágiles, lo que, en nuestra opinión, supondrá un riesgo para la divisa una vez que la situación de la pandemia esté controlada a nivel mundial. El país tiene más deuda denominada en divisas que sus pares como porcentaje del PIB y una elevada relación deuda/PIB que actualmente ronda el 80%.

Las reservas de divisas también siguen siendo comparativamente bajas en relación con sus compañeros BRICS, aunque ahora se encuentran en niveles bastante más holgados. Las reservas equivalen actualmente a una cobertura de unos ocho meses de importaciones, niveles que, en nuestra opinión, son suficientes. El Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) sólo suele intervenir en casos extremos, e incluso durante el punto álgido de la crisis pareció permitir que el valor del rand fuera determinado solamente por las fuerzas del mercado. En una nota más positiva, la balanza por cuenta corriente de Sudáfrica se encuentra ahora en una posición mucho mejor, habiendo pasado el año pasado a un superávit por primera vez desde 2002 (2,2% del PIB).

Gráfico 18: Balanza por cuenta corriente de Sudáfrica [en % del PIB] (2000 - 2020)



Fuente: Refinitiv Datastream Fecha: 27/04/2021



Los indicadores económicos no tan optimistas de Sudáfrica (el elevado déficit exterior y la creciente acumulación de deuda) y la lentitud de la campaña de vacunación del país plantean riesgos para el rand. Sin embargo, seguimos pensando que el atractivo de la divisa desde la perspectiva del carry trade significa que está razonablemente bien posicionada para lograr modestas subidas frente al dólar americano.

	USD/ZAR	EUR/ZAR	GBP/ZAR
Q2-2021	14.50	17.85	19.85
Q3-2021	14.25	17.65	19.65
E-2021	14.00	17.50	19.45
Q1-2022	13.75	17.20	19.25
E-2022	13.25	16.85	18.80

Ebury

Madrid: Paseo de la Castellana 202, 5a Planta, 28046, Madrid | 918 29 37 22

Barcelona: Avda. Diagonal 453, 2a Planta, 08036, Barcelona | 933 93 81 11

info@ebury.es | ebury.es

Ebury Partners Belgium NV/SA está autorizada y regulada por el Banco Nacional de Bélgica como Entidad de Pago en virtud de la Ley de 11 de marzo de 2018, registrada en el Crossroads Bank for Enterprises con el número 0681.746.187. Ebury® y Ebury What Borders?® son marcas registradas.

© Copyright 2009-2021