

Afi Informe

Negocio Internacional

Las divisas registrarán cierta volatilidad durante 2020



En 2019 se registró una volatilidad muy baja en las divisas de las principales economías avanzadas (G10). El euro fue la divisa más estable el año pasado. Todo lo contrario que para las divisas emergentes, donde la dispersión ha sido muy elevada. En 2020, la depreciación esperada para el dólar, podría llevar a una elevación de la volatilidad y dispersión en las divisas del G10. Mientras que se podría mantener la divergencia entre las divisas de países emergentes.

Las divisas de las principales economías avanzadas (G10) experimentaron una volatilidad muy baja en 2019. Circunstancia que podría cambiar ante las expectativas de depreciación del dólar.

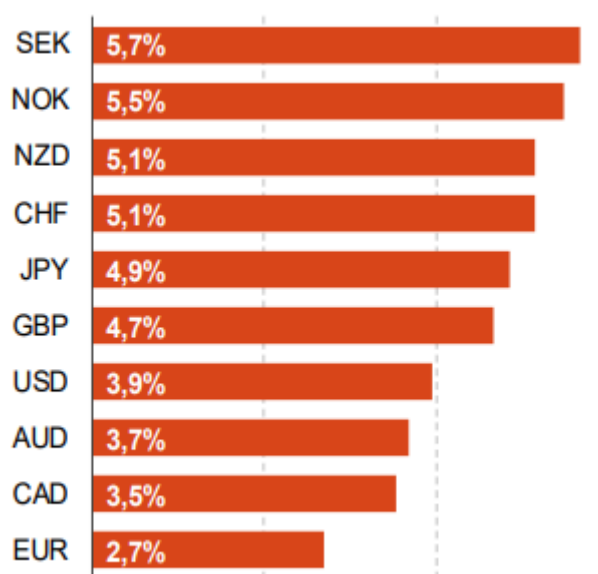
Las divisas emergentes, por su parte, registraron una leve depreciación en 2019, aunque con amplias divergencias entre países. Las tensiones comerciales vuelven a ser claves para la evolución de dichas divisas. En 2020 la volatilidad podría mantenerse, siendo clave una reducción de las tensiones comerciales y la incertidumbre en Oriente Medio para un mayor recorrido de las cotizaciones de las divisas

Comportamiento de las divisas del G10 en 2019

Un tema dominante en el mercado de divisas **durante 2019 ha sido la muy baja volatilidad de los tipos de cambio efectivo nominales (TCEN) de la mayoría de divisas del G10** (USD, EUR, GBP, JPY, CAD, CHF, NOK, SEK, NZD, AUD). En promedio dicha volatilidad se ha situado en el 4,5%, frente a una media ligeramente superior al 6% en los últimos 25 años.

Más llamativo aún que el entorno de baja volatilidad generalizada en este grupo de divisas es el hecho de que la dispersión de volatilidades (medida de variabilidad respecto a la media), ha sido mínima; de hecho, la menor desde 1975.

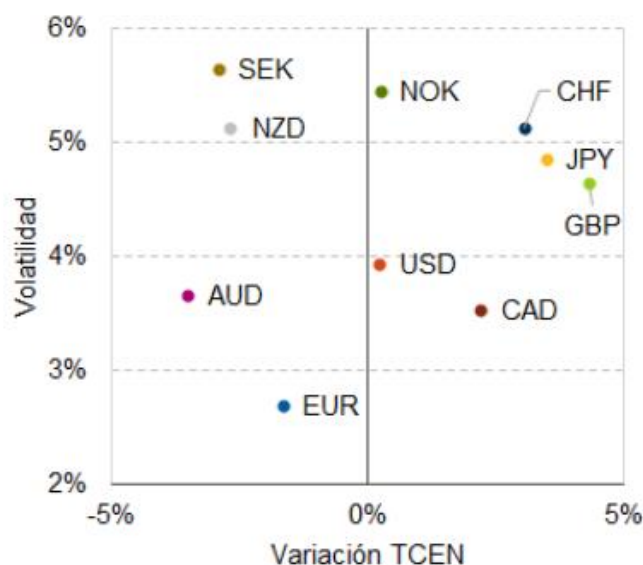
Volatilidad promedio de divisas G10 en 2019 (%)



Fuente: Afi, Bloomberg

El tercer parámetro a analizar es la extensión de la apreciación o depreciación del cada TCEN, donde también se observan movimientos muy moderados (entre -3,5% y +4,5% en el año) de forma generalizada.

Apreciación/depreciación y volatilidad anual de divisas del G10 en 2019 (% , TCEN)



Fuente: Afi, Bloomberg

Si se compara la volatilidad con la variación del TCEN en 2019, se observa que el grupo de divisas más estables corresponde al EUR, USD y CAD. **La combinación de volatilidad y apreciación/depreciación más baja del conjunto de divisas del G10 corresponde al euro**, atributos apreciados como “divisa de financiación” (un rol que en el período 2013-2015 tuvo el yen japonés (JPY), divisa de financiación del “carry trade” con activos en divisas emergentes durante los años).

Entre las divisas más volátiles de 2019 se encuentran la libra (GBP) y el yen, divisas que además han sido las de mayor apreciación en términos efectivo-nominales. Ambas divisas han estado muy **influenciadas por eventos de corte geopolítico**. La GBP, muy volátil durante todo el año, se apreciaba fuertemente en paralelo a la caída de probabilidades de un Brexit duro. Por su parte, el JPY se beneficiaba en 2019 de su tradicional carácter de activo refugio en episodios de incertidumbre global, un rol que es algo menos intenso en los últimos meses ante la salida de flujos del país buscando activos con rentabilidad superior a la de los activos japoneses.

También es destacable la elevada volatilidad en las coronas sueca y noruega (SEK y NOK), muy influenciadas por las decisiones sobre el tipo de interés de intervención, divergentes en signo, tomadas por los bancos centrales de Suecia y Noruega: subidas en el caso del Norges Bank, cesiones en toda la curva de tipos de interés en Suecia en un entorno marcado por la intensa desaceleración y la celebración de elecciones.

Expectativas para las divisas del G10 en 2020

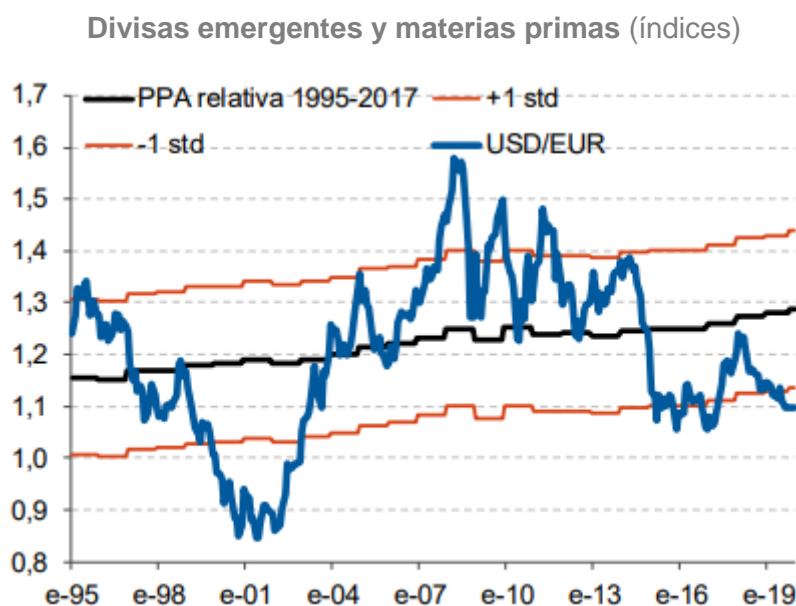
Este año cabe esperar que la volatilidad entre las divisas del G10 recupere niveles más cercanos a la media histórica. En concreto, las expectativas apuntan a una depreciación generalizada del dólar estadounidense (USD), junto con una libra aún volátil y un yen más volátil en entorno geopolítico más relevante.

La **previsión de depreciación del USD frente a la mayoría de cruces, en especial frente al EUR** vendría dada por los siguientes elementos:

- La liquidez relativa en dólares y euros favorece a esta última. La Fed incrementará su balance (60.000 millones de USD mensuales hasta, al menos, la primera mitad de año) a un ritmo superior al del BCE (20.000 millones de EUR). A pesar de que en el caso de la Fed son compras de letras, mientras que en el área euro son títulos de largo plazo, el efecto sobre la liquidez disponible en cada una de las divisas sigue siendo diferencial.
- Los diferenciales de tipos de interés a medio y largo plazo se estrecharán, de forma moderada, a favor del euro. La moderada recuperación del crecimiento del área euro y un goteo a la baja (si bien manteniendo el 2% anual) en EEUU sustenta esta previsión.
- En el caso del cruce USD/EUR, la divergencia de déficits por cuenta corriente entre ambas economías implica una presión depreciadora de fondo para el dólar.
- La moderación de las tensiones comerciales y, en general, un nivel crónico, que no crítico, de incertidumbre geopolítica global, erosionará el valor del USD refugio.
- Otros elementos estructurales de valoración de los tipos de cambio siguen señalando la posibilidad de una depreciación en el medio plazo del USD de forma generalizada.

Respecto a la **libra esterlina**, la **elevada volatilidad que ha experimentado en 2019 podría mantenerse en 2020**. A partir del día 31 de enero y hasta el 31 de diciembre se abre el periodo de negociación sobre los términos que definirán la futura relación comercial entre el Reino Unido y la Unión Europea. A buen seguro que en este entorno la GBP sufrirá vaivenes relevantes. Los fundamentales actuales, en todo caso, muestran una infravaloración de la divisa (PPA: 0,78GBP/EUR).

En lo que atañe al **yen japonés**, los últimos meses han puesto de manifiesto la **relevancia creciente de los eventos geopolíticos impredecibles**. En ese contexto, además de las presiones vía fundamentales como la PPA, cabe esperar que la divisa nipona se aprecie en el medio plazo frente al dólar. En la medida en que la política monetaria ultra laxa del Banco de Jaón y el paquete de estímulo fiscal recientemente anunciado presionan en el sentido contrario, **la volatilidad del JPY podría seguir siendo una de las más elevadas de las divisas del G10**.



Fuente: Afi, Macrobond

Evolución reciente de las divisas emergentes

Durante 2019 asistimos a una **elevada volatilidad en las divisas emergentes**, afectadas por las noticias en torno a las tensiones comerciales entre EEUU y China, dado su elevado vínculo con las materias primas.

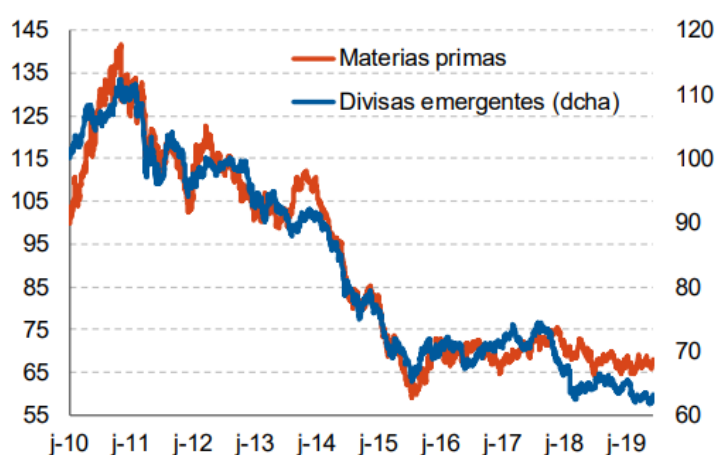
Las divisas del conjunto de países emergentes **se depreciaron un 1,4% el pasado año, con una amplia divergencia entre ellas**. Así, mientras que Argentina lidera las pérdidas de valor de su divisa frente al dólar (37,1% en el año), Rusia se sitúa en el lado contrario: el rublo (RUB) se apreció un 11,8% en 2019 frente al dólar.

Expectativas para las divisas emergentes en 2020

Para 2020, **la volatilidad podría mantenerse, especialmente en la primera mitad del año**. El sesgo acomodaticio de muchos bancos centrales de países emergentes seguirá restando atractivo, si bien **en países donde los tipos de interés son aún elevados se podrá seguir observando una apreciación de sus divisas**.

Por otro lado, aunque los riesgos puedan venir desde el exterior, también las oportunidades. Una vez más, las tensiones comerciales vuelven a ser claves para la evolución de las divisas emergentes tanto por apetito por el riesgo, como por el impacto que novedades en este campo tienen sobre el precio de las materias primas. No obstante, aunque parece que está llamada a mantenerse como principal riesgo para 2020, la tensión comercial podría relajarse a lo largo del año.

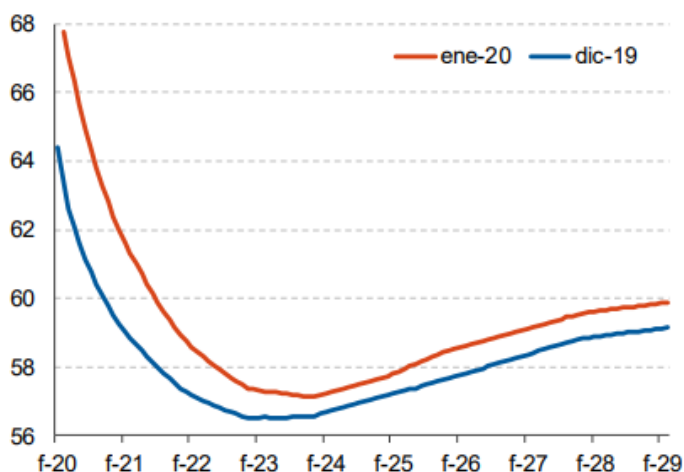
Divisas emergentes y materias primas (índices)



Fuente: Afi, Bloomberg

Este escenario, añadido a las tensiones que siguen estando presentes en Oriente Medio, debería seguir presionando al alza el precio de las materias primas, lideradas tanto por petróleo (el mercado cada vez se muestra más tensionado), como por los metales industriales.

Curva de futuros del Brent (dólares por barril)



Fuente: Afi, Bloomberg

Con todo, existen excepciones a esta regla. Por un lado, el peso mexicano podría seguir registrando un movimiento lateral, similar al de 2019, en un contexto donde no cabe esperar cambios de calado en la política interna del país. Por otra parte, a pesar de que el peso chileno es una divisa muy vinculada al precio del cobre cuyo precio podrá recuperarse en este entorno, las tensiones internas (protestas se mantienen, apertura de proceso de cambio constitucional con elevada incertidumbre, cambios legislativos con impacto en estabilidad de cuentas públicas) seguirán presionando a la baja la misma, de forma que el peso chileno podría depreciarse frente a todos sus cruces en el más corto plazo.

De forma global, la menor presión en materia comercial, mayor estabilidad del yuan y la recuperación del crecimiento en estas economías, debería llevar a una apreciación generalizada de las divisas de este grupo de países. No obstante, las divisas que presentan tipos de interés más elevados seguirán presentando un mayor margen de apreciación frente a aquellas cuyos países mantienen debilidades estructurales o elevada incertidumbre política (TRY, ARS, ZAR).