

# Previsión Divisas América Latina

AUTORES:

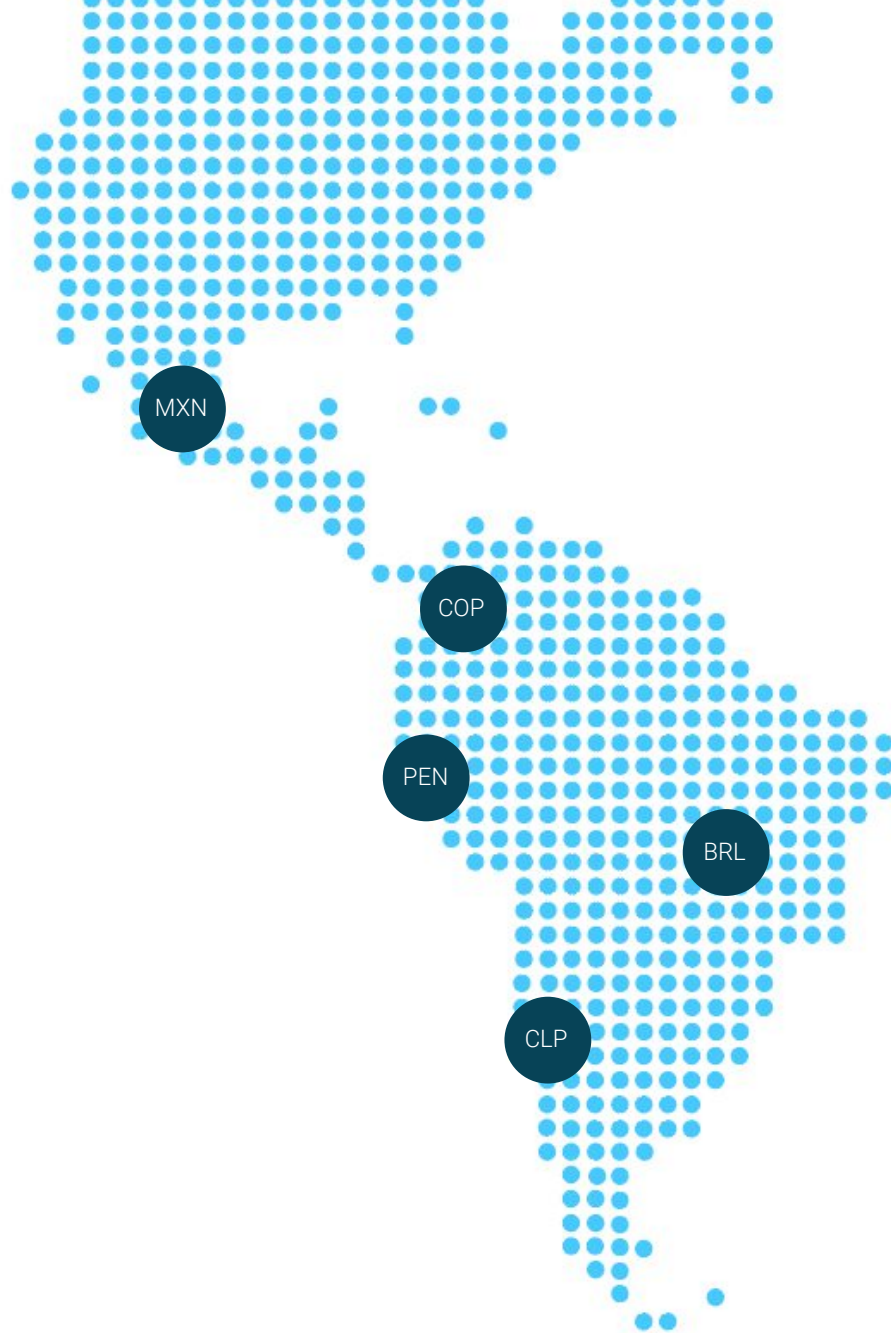
Enrique Díaz-Alvarez, Matthew Ryan & Roman Ziruk

Q1 - 2020



#1 USD/MXN  
Forecaster on  
**Bloomberg**  
Q4 2019

**Ebury** What borders?



## Currencies

---

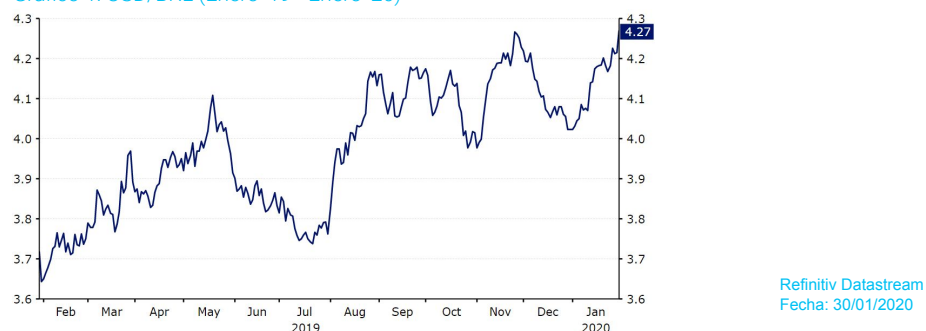
Real Brasileño <a href="#">BRL</a>	03	Peso Mexicano <a href="#">MXN</a>	10
Peso Chileno <a href="#">CLP</a>	05	Sol Peruano <a href="#">PEN</a>	12
Peso Colombiano <a href="#">COP</a>	07		

# Real Brasileño BRL

El real brasileño (BRL) ha sido una de las divisas que peor rendimiento ha tenido a nivel mundial en los últimos 6 meses -solo por detrás del peso chileno (CLP) y del argentino (ARS)-.

Desde el pasado agosto, y en mitad de una serie de bruscos recortes de los tipos de interés por parte del Banco Central de Brasil (BACEN), la moneda se ha vendido agresivamente, lo que provocó la caída del real a un nuevo récord de mínimos en noviembre. Si comparamos el inicio de 2020 con el de 2019, la moneda se comercializa ahora en torno a un 10% más bajo (Gráfico 1).

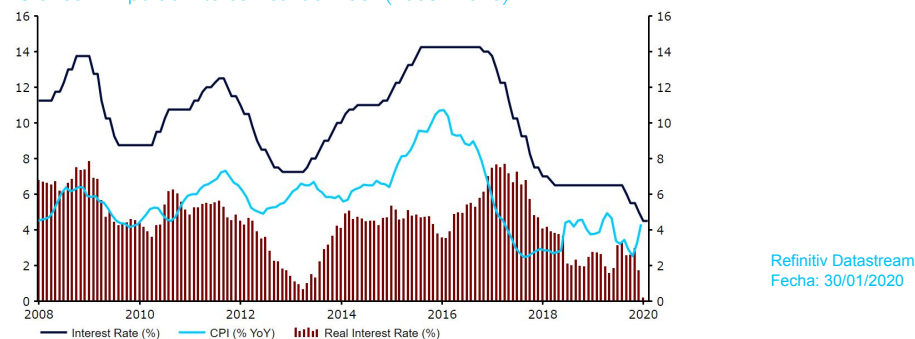
Gráfico 1: USD/BRL (Enero '19 - Enero '20)



El Banco Central de Brasil fue en 2019 uno de los bancos centrales más activos de América Latina. En diciembre se votó unánimemente para reducir la tasa Selic de Brasil en otros 50 puntos básicos, y las tasas se redujeron en un total de 200 puntos básicos sólo en 2019. Los anuncios del banco tuvieron, por lo general, un tono suave, dejando la puerta entreabierta a reducciones adicionales de la tasa principal. Tal y como se anunció desde el Banco Central, sus responsables consideraron que "en la actual fase del ciclo económico se recomienda precaución". Si bien señalaron que desde el segundo trimestre la recuperación económica había "ganado fuerza", se espera que esta se produzca de forma gradual. Las previsiones de inflación se ajustaron a la baja para 2020 y 2021, aunque sólo modestamente y no en el grado que apuntaría a nuevos recortes drásticos. De hecho, el banco dio menos pistas sobre sus próximas decisiones, subrayando, en cambio, que adoptaría una postura u otra dependiendo de los datos.

La inflación ha aumentado considerablemente desde la última reunión del BACEN, alcanzando en diciembre el 4,3%. Ahora se encuentra de nuevo en el punto medio del objetivo de inflación del 3-6%, lo que debería aliviar la presión para que el banco reduzca de nuevo los tipos de interés. Probablemente el crecimiento de los precios se deba, en parte, a la reciente depreciación del BRL. Este aumento de la inflación garantiza que los tipos de interés real han disminuido y ahora apenas se encuentran en territorio positivo, marcando su nivel más bajo desde diciembre de 1997 (Gráfico 2). Esta es una evolución preocupante para la divisa y podría causar la disuasión de la inversión extranjera.

Gráfico 2: Tipo de Interés Real de Brasil (2008 - 2020)



La recuperación económica de Brasil bajo el mandato del Presidente Jair Bolsonaro ha sido muy gradual. En 2017, y después de que su economía se contrajera cada trimestre durante dos años, el país logró salir de una de las recesiones más profundas que había sufrido en décadas. Desde entonces se ha ido expandiendo a un ritmo anual de entre el 1 y el 1,5%. El crecimiento llegó a un sólido ritmo trimestral del 0,6% en el tercer trimestre de 2019, y las señales para 2020 son también alentadoras. El FMI pronostica para este año un crecimiento del 2,2% en Brasil, lo que supone una fuerte revisión al alza desde la anterior proyección del 0,2%.

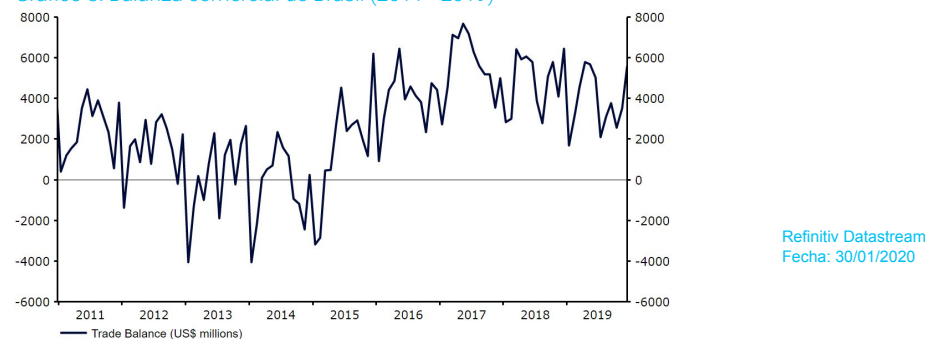
El controvertido proyecto de la reforma de las pensiones de Bolsonaro creó muchos conflictos en la esfera política durante el año pasado. Las reformas pasaron en el mes de abril la primera prueba legislativa después de un retraso en la votación del Comité del Congreso. Después fue aprobada en una votación de la cámara baja del Congreso en julio y luego de nuevo en octubre en

# Real Brasileño BRL

segunda votación en el Senado, aunque después de que se cambiara parte de la legislación. La reforma, entre otros cambios, aumentará la edad mínima de jubilación a 65 años para los hombres y 62 para las mujeres, con lo que se espera liberar de la capacidad de gasto estatal alrededor de 1 billón de BRL durante la próxima década.

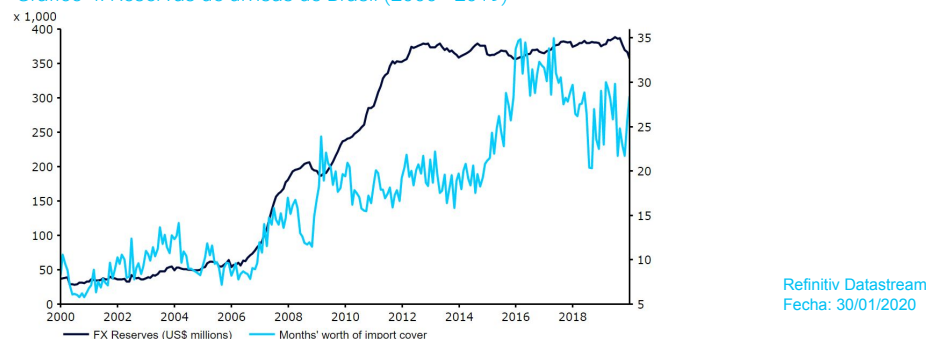
La balanza comercial del país también es motivo de optimismo. El superávit comercial se ha dirigido en gran medida en la dirección correcta y se ha registrado sistemáticamente superávit todos los meses desde marzo de 2015 (gráfico 3). La debilidad del BRL contribuyó a impulsar las exportaciones durante el período 2016-2018, aunque este impacto parece estar disminuyendo. El crecimiento de las exportaciones ha estado en territorio negativo durante casi todo 2019, aunque esto se ha equilibrado por una disminución similar de las importaciones. El crecimiento de la demanda interna se ha mantenido moderado en comparación con los niveles recientes, en parte debido a la elevada tasa de desempleo, superior al 11%.

Gráfico 3: Balanza comercial de Brasil (2011 - 2019)



Las reservas de divisas extranjeras en Brasil siguen siendo un aliciente y deberían dar al Banco Central un margen amplio para intervenir en los mercados de divisas a fin de evitar una depreciación del real. Actualmente las reservas tienen la equivalencia de una cobertura de importaciones de 27 meses (gráfico 4). Esta provisión de reservas, acumulada tras años de fortaleza del BRL, debería permitir al Banco Central seguir interviniendo en el mercado para proteger la moneda de una venta no deseada. El BACEN intervino en noviembre en el mercado, subrayando que está dispuesto a seguir haciéndolo si el BRL sigue debilitándose.

Gráfico 4: Reservas de divisas de Brasil (2000 - 2019)



Creemos que las perspectivas del real brasileño han empeorado un poco desde nuestra última previsión. Los recientes recortes de los tipos han hecho que el BACEN haya reducido las tasas del real a prácticamente cero, con la posibilidad de realizar recortes adicionales en 2020 que probablemente ahuyenten la inversión extranjera. Sin embargo, la aprobación de la reforma de las pensiones de Bolsonaro, la gran reserva de divisas del país y la reducción del déficit de la cuenta corriente siguen siendo motivo de optimismo y creemos que deberían continuar siendo un respaldo para la moneda.

Por lo tanto, seguimos previendo ganancias para el BRL frente al dólar estadounidense en 2020, aunque, por lo general, estamos revisando al alza nuestras previsiones.

	USD/BRL	EUR/BRL	GBP/BRL
Q1-2020	4.15	4.75	5.60
Q2-2020	4.10	4.75	5.60
Q3-2020	4.00	4.70	5.50
E-2020	3.80	4.50	5.30
E-2021	3.80	4.50	5.40

# Peso Chileno CLP

El peso chileno (CLP) fue una de las divisas de mercados emergentes que peor rendimiento tuvo en 2019.

La venta de la moneda fue particularmente acusada en noviembre, coincidiendo con las protestas en contra el gobierno chileno que provocaron los peores disturbios vividos en el país desde 1990. Esto ha llevado a que el CLP se esté comercializando ahora en torno a un 12% más bajo que a principios del año pasado y que la moneda alcanzara a finales de 2019 su nivel más débil, por debajo de los 800 por dólar americano (Gráfico 5). Sin embargo, desde entonces ha recuperado algunas de estas pérdidas.

Gráfico 5: USD/CLP (Enero '19 - Enero '20)



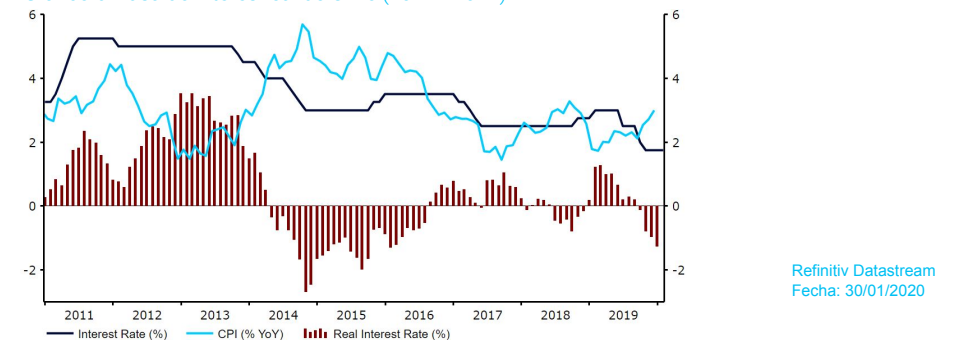
Las protestas -centradas principalmente en el aumento del coste de la vida y en la desigualdad- fueron desencadenadas en octubre por una subida relativamente pequeña en el precio del billete de metro. El Presidente Piñera reaccionó declarando el estado de emergencia, retirando el aumento de las tarifas y anunciando una serie de medidas que incluían aumentos de la pensión básica y del salario mínimo. Esto no logró calmar los ánimos, y ahora, en abril, se celebrará un referéndum constitucional. Si bien es probable que esto logre apaciguar al 80% de los chilenos que apoyan una nueva Constitución, aún quedan cuestiones más amplias, como la reforma de las pensiones y la educación. La tasa de aprobación -o índice de popularidad- del gobierno también ha disminuido drásticamente y ahora se sitúa en torno al 10-15%. La incertidumbre política asociada a las protestas ha colocado una importante prima de riesgo sobre el peso.

Es probable que esto persista por lo menos hasta el primer trimestre de 2020, aunque la convocatoria del referéndum es, en nuestra opinión, un paso en la dirección correcta para poner fin a la incertidumbre.

En mitad de las continuas protestas y preocupaciones por su repercusión en el comercio mundial, el Banco Central de Chile (BCCh) se ha embarcado en una serie de recortes de los tipos de interés con el fin de aliviar la presión sobre la economía nacional. Los responsables políticos del país votaron unánimemente en la reunión de octubre del banco a favor de otro recorte, llevando a cabo la tercera reducción del año, de 25 puntos básicos hasta el 1,75%. Según se señaló desde el banco, "a corto plazo, la actividad se verá afectada por la parálisis parcial del país y los daños en sus infraestructuras". Incluso antes de los disturbios, el banco central había adoptado una postura política mucho más acomodaticia este año. Este redujo los tipos de interés en 50 puntos básicos tanto en la reunión de junio como en la de septiembre, alegando una inflación inferior a la prevista y las expectativas de una demanda e inversión internas más débiles.

La inflación general ha estado por debajo de la media del objetivo del 2-4% del banco central cada mes desde octubre de 2018 (y todos los meses, excepto tres, desde septiembre de 2016). El presidente del Banco Central, Mario Marcel, declaró en su momento que el recorte de junio permitiría que la inflación convergiera hacia el objetivo. Las siguientes reducciones de los tipos también deberían ayudar en este sentido y, de hecho, estamos viendo señales de un movimiento

Gráfico 6: Tasa de interés real de Chile (2011 - 2019)



# Peso Chileno CLP

al alza en el aumento de los precios. Sin embargo, esto significa que los tipos de interés reales han vuelto a caer en negativo y, con un -1,3% en diciembre, se encuentran ahora en su nivel más bajo desde septiembre de 2015. No se trata de una evolución especialmente alentadora para el peso.

A falta de datos desde el comienzo de las protestas, aún no hemos visto reflejado el impacto del caos político, aunque creemos que sólo será cuestión de tiempo. La economía chilena creció un 3,3% anual en el tercer trimestre de 2019 y un destacable 0,7% intertrimestral. Sin embargo, el contexto externo es motivo de preocupación: las exportaciones se contrajeron en un 5% interanual en el tercer trimestre, y es probable que los precios del cobre -en general más débiles en comparación con el año pasado- sigan pesando sobre las exportaciones en el cuarto trimestre.

Gráfico 7: CLP/USD vs. Precios del Cobre LME (2012 - 2020)



El Banco Central de Chile revisó a la baja en septiembre su pronóstico de crecimiento para 2019 hasta el 2,25-2,75%, aunque de nuevo -y como ya ocurriera antes de las protestas-, existe un alto riesgo de que sorprenda a la baja.

Al menos el precio mundial del cobre se ha estabilizado, lo que es positivo para el peso dada la fuerte dependencia de la economía chilena de la producción de cobre, que supone alrededor del 50% de la demanda total de exportaciones y una quinta parte de su PIB global. Los precios del cobre de la Bolsa de Metales de Londres (LME) subieron por encima de los 7.300 dólares por tonelada a mediados de 2018, aunque volvieron a caer por debajo de los 6.000 dólares por

tonelada a finales de 2019 -en gran parte como consecuencia de la actual comercial entre Estados Unidos y China-. Dada la fuerte dependencia de la producción de cobre, no resulta extraño que el peso chileno haya seguido una tendencia similar a la de los precios del cobre en los últimos años (Gráfico 7). La resolución del conflicto comercial tendría probablemente un impacto positivo para los precios del cobre y el peso.

Creemos que el riesgo del peso se ha inclinado indudablemente a la baja desde nuestra última previsión. No parece probable que el caos político desaparezca pronto, o al menos hasta después del referéndum de abril. La postura política acomodaticia del BCCh, los tipos de interés negativos y unas perspectivas de crecimiento más débiles a corto plazo también presentan un riesgo a la baja.

	USD/CLP	EUR/CLP	GBP/CLP
Q1-2020	760	865	1025
Q2-2020	740	860	1015
Q3-2020	720	840	995
E-2020	710	840	995
E-2021	700	840	995

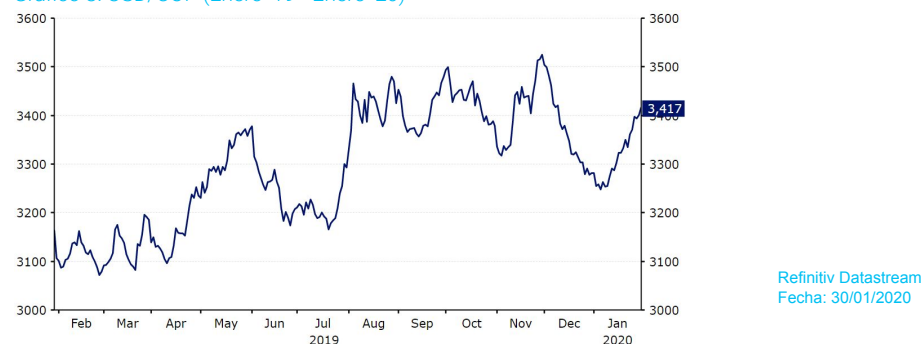
Teniendo en cuenta lo anterior, estamos revisando al alza nuestras previsiones para el USD/CLP. Sin embargo, con la esperanza de una resolución del conflicto comercial y el alivio de la incertidumbre política interna tras el referéndum de abril, estamos seguros de que continuaremos previendo ganancias modestas para el CLP frente al dólar desde los niveles actuales. El nivel de las reservas de divisas que se mantienen en el BCCh (siete meses de cobertura de importaciones) también es garantía de que este podría invertir en el mercado si fuera necesario y con el fin de proteger al peso. Además, la moneda también parece estar cotizándose a niveles infravalorados que han sido inducidos más por factores políticos que por su macroeconomía. Esperamos que los conflictos se resuelvan sin causar daño tanto a las previsiones económicas como a la estabilidad de Chile. Esto, junto a la situación general en la que se encuentran las divisas de los mercados emergentes, debería permitir, en nuestra opinión, una recuperación del peso chileno hacia el nivel de 700.

# Peso Colombiano COP

Como muchos de sus pares regionales, el peso colombiano (COP) sufrió caídas como resultado de los disturbios políticos vividos en gran parte de Sudamérica a finales de 2019.

La moneda cayó en noviembre a su nivel más bajo de la historia, por encima de los 3500 dólares estadounidenses, coincidiendo con la incertidumbre sobre la reforma fiscal de 2018, las protestas antigubernamentales y un crecimiento global más débil. Antes de noviembre el peso ya había perdido terreno a lo largo de 2019, en gran parte debido a la incertidumbre en torno a la guerra comercial entre Estados Unidos y China. Sin embargo, de acuerdo con nuestras previsiones, el peso ha recuperado la mayor parte de estas pérdidas coincidiendo con el aumento de los precios mundiales del petróleo y la disminución de las tensiones relativas a los disturbios. El COP está ahora cotizando alrededor de un 3% más alto que sus mínimos históricos (Gráfico 8).

Gráfico 8: USD/COP (Enero '19 - Enero '20)



Las protestas vividas en Colombia a finales de 2019 fueron las más numerosas en años. El descontento general tuvo al Presidente Iván Duque Márquez en el punto de mira, que fue perseguido por denuncias de corrupción y luchó por imponer su paquete de reformas tributarias recogidas en su programa de centro-derecha. El paquete supondría una pérdida de ingresos de 660 millones de dólares, un déficit que el presidente cree que sería compensado con un mayor crecimiento y una menor evasión fiscal. La reforma fue finalmente aprobada por el Congreso en diciembre, lo que ha calmado a algunos inversores, aunque sigue siendo muy impopular.

La vuelta a la normalidad del peso también se ha visto favorecida por el aumento de los precios mundiales del petróleo. Históricamente el peso ha seguido una tendencia muy similar a la de los precios mundiales del petróleo, ya que de los ingresos generales de exportación de Colombia el petróleo representa en torno a dos tercios. Los precios del petróleo Brent han subido alrededor del 14% desde principios de octubre (Gráfico 9), lo que ha resultado ampliamente favorable para el peso.

Gráfico 9: COP/USD vs. Precios del crudo (2014 - 2020)

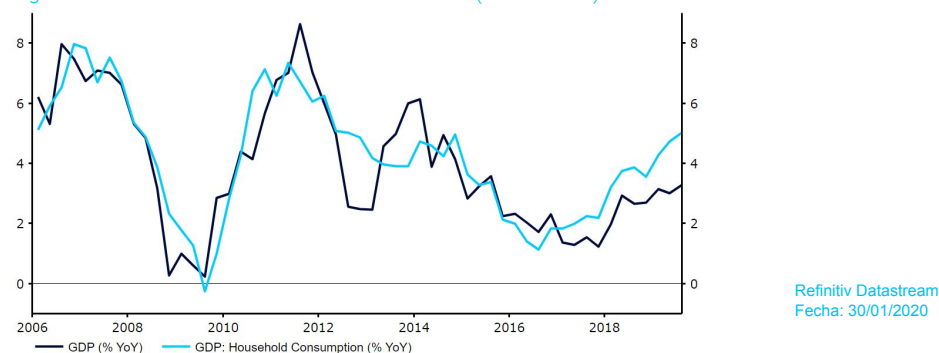


A pesar de que los precios mundiales del petróleo en 2019 fueron muy inferiores a los del año anterior, la economía colombiana ha seguido creciendo a un ritmo sólido y ha superado a muchos de sus pares regionales, creciendo un 3,3% en términos interanuales en el tercer trimestre -su ritmo más rápido en cuatro años-. El consumo interno sigue siendo el principal impulsor de su expansión y ha registrado su mayor crecimiento interanual desde el segundo trimestre de 2012. El control de la inflación y unos tipos de interés relativamente bajos han contribuido a impulsar la demanda interna, aunque el aumento del desempleo -que ha alcanzado los dos dígitos- es motivo de preocupación. La economía también se ha beneficiado de una mayor inversión extranjera.

El fuerte aumento del PMI manufacturero, que alcanzó su máximo en quince meses en noviembre, es alentador, al igual que el repunte de la confianza empresarial. Las previsiones de crecimiento para el próximo año se mantienen en torno al 3,5% anual, aunque los disturbios que se han vivido en los últimos meses por gran parte de América Latina presentan un riesgo a la baja.

# Peso Colombiano COP

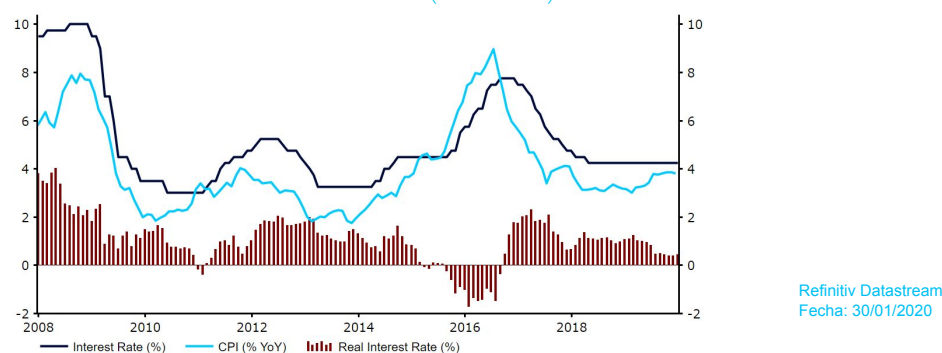
Figure 10: Crecimiento anual del PIB de Colombia (2006 - 2019)



El repunte del crecimiento se ha visto favorecido, en parte, por el largo período de estabilidad de las tasas del Banco Central de Colombia (Banco de la República). En un intento por apoyar la economía nacional, este lleva desde finales de 2016 acometiendo una serie de recortes de los tipos de interés, recortando en mayo de 2018 el principal en 350 puntos básicos, desde casi el 8% al 4,25%. Con la inflación de nuevo bajo control, ha habido poco apetito en el Comité de Fijación de Tasas del Banco Central para alterar la tasa base del banco.

La inflación general disminuyó ligeramente hasta el 3,8% en diciembre, aunque se mantiene cerca del límite superior del rango objetivo del 3% +/- 1pp del Banco Central. Una inflación relativamente elevada debería evitar que el Banco de la República siga los pasos en los próximos meses de muchos de sus homólogos en la política de flexibilización. La reciente recuperación del peso también supone un respaldo en contra de elevar las tiposs. El gerente general del Banco de la República, Juan José Echavarría, ha mantenido un tono optimista en las últimas reuniones, aunque la base del banco es la estabilidad de los tipos "en los próximos meses". Una inflación controlada se traduce en que los tipos de interés reales sigan siendo positivos, aunque en torno a un modesto 0,5%. Esto, probablemente, le dará algo de ayuda al peso este año.

Gráfico 11: Tasa de interés real de Colombia (2008 - 2019)



Algo preocupante para las previsiones de Colombia es el creciente déficit de la cuenta corriente del país, que ahora se sitúa en torno al 4% del PIB -en parte como resultado de la crisis económica en la vecina Venezuela-. El país, que actualmente sufre una crisis económica y política de proporciones históricas, actualmente solo aporta un exiguo medio punto a los ingresos colombianos por exportaciones, a pesar de haber sido hace no mucho el segundo socio comercial del país. El déficit aumentó hasta el 4,7% del PIB en el tercer trimestre de 2019 y durante los últimos sesenta trimestres se ha mostrado en negativo. Sin embargo, el déficit sigue estando financiado casi en su totalidad por flujos del FID.

En general, somos optimistas en lo que respecta a las divisas de los mercados emergentes, en particular con las que tienen solidez y cuyos bancos centrales han sido capaces de mantener los tipos positivos y la inflación bajo control. El peso colombiano es, en nuestra opinión, una de ellas. Creemos que los riesgos para la política de los bancos centrales se inclinarán ligeramente a favor de las subidas, dadas las importantes perspectivas de crecimiento y la alta inflación. La solidez del país, la posibilidad de aumentar los tipos, el apaciguamiento de los disturbios políticos y las elevadas reservas de divisas del banco central deberían permitir al COP tener en 2020 algunas ganancias frente al dólar estadounidense.



# Peso Colombiano COP

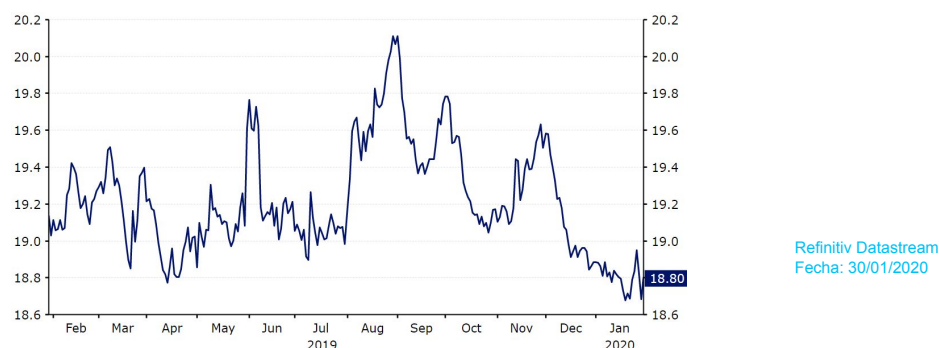
	USD/COP	EUR/COP	GBP/COP
Q1-2020	3200	3650	4320
Q2-2020	3175	3685	4350
Q3-2020	3150	3685	4345
E-2020	3150	3715	4410
E-2021	3150	3780	4475

# Peso Mexicano MXN

Tal y como previmos, el peso mexicano (MXN) recuperó en el último trimestre de 2019 la totalidad de las pérdidas que había sufrido durante el año frente al dólar americano.

La moneda se vendió agresivamente en agosto del año pasado, cayendo a su nivel más bajo en casi nueve meses y coincidiendo con la escalada de tensión en las relaciones comerciales entre EE.UU. y China y unos datos débiles de crecimiento interno. Sin embargo, el enfriamiento de las tensiones ha supuesto un alivio general para las monedas de los mercados emergentes, lo que ha permitido que el peso volviera a recuperar en enero su posición más fuerte en quince meses (gráfico 12).

Gráfico 12: USD/MXN (Enero '19 - Enero '20)



La recuperación del peso también se ha visto favorecida por el optimismo general que rodea al tratado comercial de la USMCA. El acuerdo inicial se firmó por primera vez en noviembre de 2018, aunque el proceso de forzar el acuerdo a través del Congreso ha sido largo y arduo. La Cámara de Representantes de Estados Unidos puso fin en diciembre a más de un año de debate, apoyando ampliamente el acuerdo con 385 votos a favor y 41 en contra. Creemos que la aprobación oficial de la USMCA eliminará una importante fuente de incertidumbre para el peso, aunque creemos que el mercado ya ha fijado casi totalmente su precio.

Los cambios del acuerdo respecto al NAFTA incluyen:

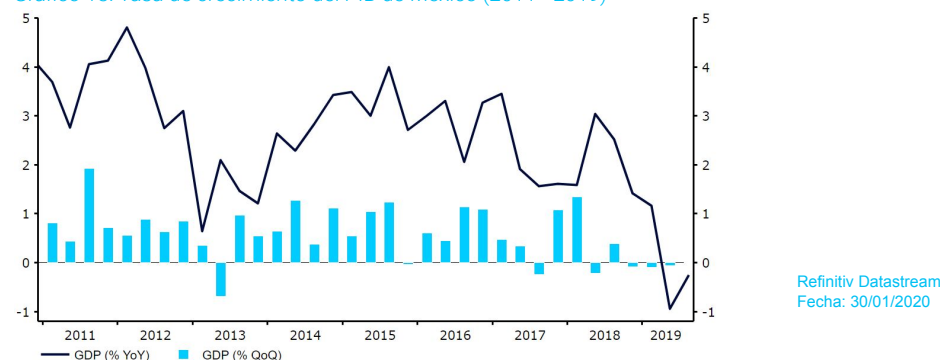
- Una mayor provisión de trabajadores en el sector automovilístico mexicano con salarios más altos.
- El derecho de los trabajadores mexicanos a las representaciones sindicales.
- Normativas del país de origen que aseguran que el 75% de los componentes de automóviles y camiones deben ser fabricados en México, EE.UU. o Canadá para garantizar aranceles 'cero'.

Las buenas noticias han compensado el potencial riesgo a la baja asociado a los bajos tipos del banco central. El banco central de México (Banxico) siguió en 2019 el ejemplo de la Reserva Federal, llevando a cabo recortes de los tipos de interés en un intento de apoyar la economía nacional. Los tipos se recortaron por cuarta vez consecutiva en diciembre, cuando se votó a favor de otra reducción de 25 puntos básicos, hasta el 7,25%. Los tipos se redujeron en un total de 100 puntos básicos a lo largo del año. Si bien en los últimos meses la junta encargada de fijar los tipos ha apoyado universalmente la necesidad de reducir los tipos, ha habido opiniones contradictorias sobre el ritmo necesario de la flexibilización de las políticas, y algunos responsables han mostrado su apoyo a un ritmo más agresivo de recortes. Los mensajes lanzados por el banco en diciembre parecen revelar que este año se acometerán nuevas reducciones graduales de los tipos, y se señaló que se debe llevar a cabo una política monetaria "prudente" si "la incertidumbre a la que se enfrenta la economía aumenta de forma significativa".

La necesidad de recortes -y una de las principales fuentes de incertidumbre en México- ha sido la fuerte desaceleración del crecimiento interno en los últimos dos trimestres. La economía de México se contrajo por primera vez en diez años sobre la base anual en el segundo trimestre del año, con una caída del PIB global del 0,9% con respecto al año anterior. La economía no ha logrado crecer sobre una base trimestral durante los últimos cuatro trimestres consecutivos, con un crecimiento plano en el cuarto trimestre que muestra que la economía se contrajo de nuevo en un 0,3% sobre la base anual. Uno de los principales impulsores de la desaceleración ha sido la débil demanda externa. Y es que el crecimiento de las exportaciones se ha ralentizado notablemente desde finales de 2018, llegando a ser negativo en los tres meses anteriores a noviembre. El gasto de los consumidores también se ha ralentizado y apenas creció el año

# Peso Mexicano MXN

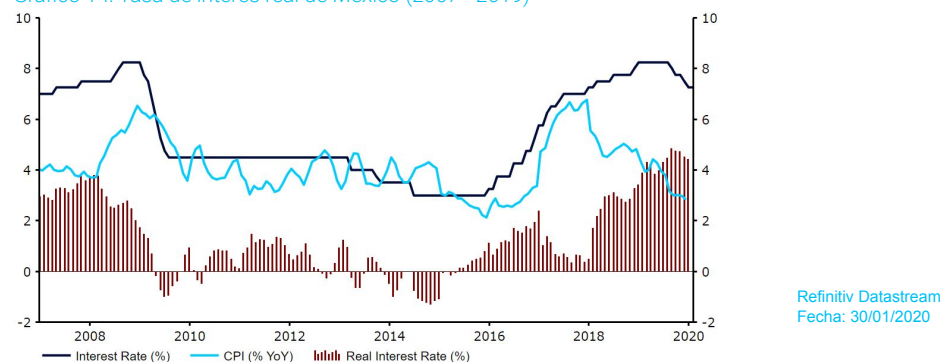
Gráfico 13: Tasa de crecimiento del PIB de México (2011 - 2019)



pasado. La fuerte caída de la producción industrial, la disminución de las inversiones y el declive del sector de los servicios tampoco han contribuido en absoluto. Sin embargo, Banxico prevé un repunte del crecimiento de entre el 1,5 y el 2% en 2020, y la reducción de la incertidumbre sobre la USMCA probablemente ayude a sostener la economía mexicana este año.

El recorte de los tipos del banco central han sido posibles gracias a la estaticidad de inflación en México. El aumento del salario mínimo previsto para este año puede elevar la inflación de los consumidores ligeramente por encima de las previsiones del Banco Central, aunque es probable

Gráfico 14: Tasa de interés real de México (2007 - 2019)



que la reciente apreciación del peso compense en parte esta presión alcista sobre los precios. La disminución de la inflación significa que los tipos de interés real en México siguen siendo elevadas a pesar de los recientes recortes de las tasas y se encuentran ahora en más del 4%, justo por debajo de su nivel más alto desde finales de 2005 (gráfico 14). Esto debería ayudar a sostener el peso y aliviar la presión depreciatoria de los factores externos.

Pensamos que el riesgo para el peso mexicano está ahora más o menos equilibrado. Los tipos de interés reales son firmemente positivos, el déficit de la cuenta corriente del país se está reduciendo y los riesgos del comercio exterior están disminuyendo, todo lo cual debería apoyar a la moneda. Sin embargo, la fuerte caída del crecimiento y la reciente disminución de la inflación representan un obstáculo para que las ganancias del peso mexicano sean más significativas. Después de la reunión de Banxico en diciembre, creemos que el próximo recorte podría llegar con la reunión de febrero, con movimientos posteriores que dependerán de los datos. Además, es probable que el gobierno de izquierda presione a Banxico para que haga el recorte y creemos que los precios actuales del mercado están subestimando las posibilidades de una acción adicional. Por lo tanto, creemos que la mayor parte de la apreciación del peso ya está hecha y prevemos un USD/MXN plano alrededor del nivel de 18,80.

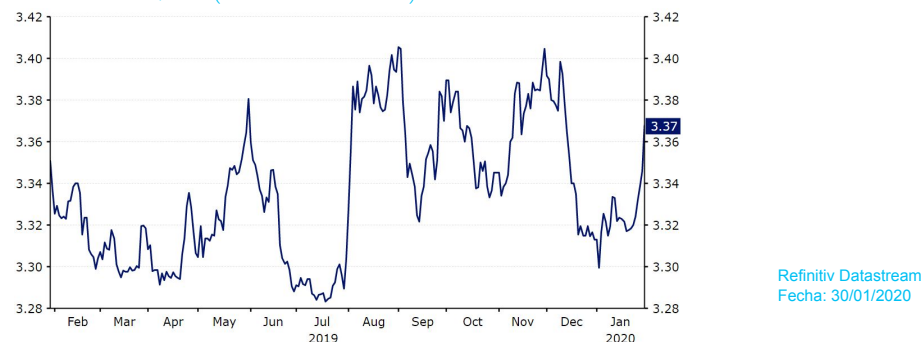
	USD/MXN	EUR/MXN	GBP/MXN
Q1-2020	18.80	21.45	25.40
Q2-2020	18.80	21.80	25.75
Q3-2020	18.80	22.00	25.95
E-2020	18.80	22.20	26.30
E-2021	18.80	22.55	26.70

# Sol Peruano PEN

El valor del sol peruano (PEN) cayó a principios de septiembre a mínimos de los últimos cuatro años, lastrado por la política monetaria acomodaticia del Banco Central del Perú, las disputas políticas del país y la incertidumbre que rodea a las relaciones comerciales entre EE.UU. y China.

A pesar de la venta, la moneda se movió dentro del rango de 3.30-3.40 frente al dólar americano durante la mayor parte de 2019 y, de hecho, terminó el año más alto que donde lo comenzó (Gráfico 15). Esto muestra que el PEN ha superado holgadamente a la mayoría de sus pares regionales en el último año, casi todos los cuales -con la excepción del peso mexicano- se han vendido agresivamente. La relativa falta de volatilidad del sol puede atribuirse a la intervención del banco central para limitar las fluctuaciones monetarias.

Gráfico 15: USD/PEN (Enero '19 - Enero '20)

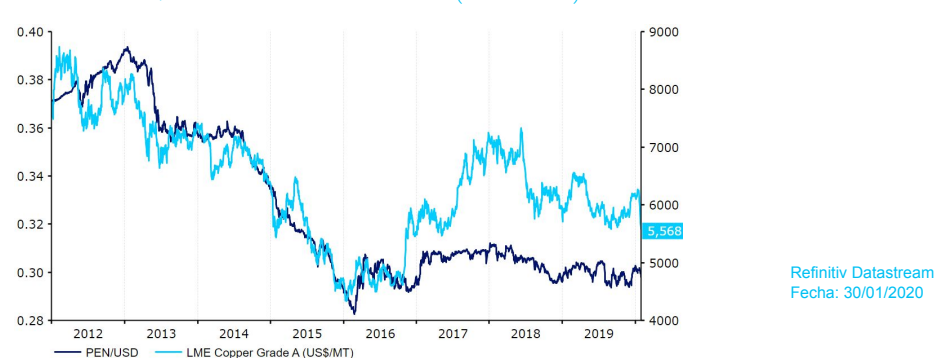


Después de que el Presidente Martín Vizcarra disolviera el parlamento en septiembre en una medida extraordinaria que no gustó ni a su propio vicepresidente, los peruanos se dirigieron a las urnas a finales de enero para votar en unas elecciones parlamentarias anticipadas. La decisión de celebrar las elecciones se produjo en mitad de las disputas por el bloqueo a la aprobación de una ley anticorrupción que supuso un año de luchas políticas internas que han pesado sobre la economía peruana y su moneda. El movimiento de Vizcarra, al final, fracasó. Las elecciones fueron las más divididas de la historia peruana, en las que ningún partido obtuvo más de un 11% de los votos y nueve de ellos obtuvieron entre el 6 y el 10,3%.

La aparición y el auge de los partidos antisistema es, sin duda, un voto en contra de las propuestas anticorrupción de Vizcarra. Si bien esto añade incertidumbre al sol peruano, las reacciones en el mercado no han sido tan severas, debido quizás a que el nuevo Congreso será reemplazado en las elecciones del año que viene.

El relativo buen comportamiento de la moneda también ha sido posible gracias a la estabilización de los precios mundiales del cobre, a los que la economía peruana está muy vinculada. La preocupación por una desaceleración económica en China, el mayor consumidor de cobre del mundo, y el temor a una escalada en el conflicto comercial que el país asiático mantiene con EE.UU. hizo que los precios del cobre en la Bolsa de Metales de Londres (LME) pasaran de más de 7.000 dólares por tonelada a mediados de 2018 a menos de 6.000 dólares. El precio del producto básico ha rondado desde entonces esa marca y todavía no ha dado señales de retroceso hasta los niveles de 2016, cuando alcanzó su valor mínimo de los últimos diez años.

Gráfico 16: PEN/USD vs. Precios del Cobre LME(2018 - 2020)



Como ya hemos visto, el Banco Central de Reserva del Perú ha adoptado en los últimos meses una política más acomodaticia, bajando los tipos de interés en dos ocasiones desde agosto. La última vez que se redujeron los tipos fue en la reunión de noviembre del Banco, en la que se votó a favor de otra reducción de 25 puntos básicos del tipo de interés hasta el 2,25%, su nivel más bajo desde mediados de 2012. Si bien el Banco observó cómo la actividad económica se recuperaba más lentamente de lo previsto, no llegó a indicar que ésta formaba parte de un ciclo de flexibilización. El banco señaló que el recorte "no implicaba necesariamente reducciones adicionales en los tipos de interés".

# Sol Peruano PEN

Creemos que esa política seguirá siendo acomodaticia en el corto plazo. Se espera que la inflación interna se mantenga por ahora por debajo del rango objetivo del Banco Central del 2% +/- 1%, habiendo caído en septiembre por debajo de este punto por primera vez en casi un año. La inflación general llegó al 1,9% en diciembre por cuarto mes consecutivo, aunque la tasa básica se mantiene en el 2,2%. Las previsiones de inflación se recortaron a finales de septiembre, y parece que en los próximos meses podría haber otra revisión a la baja para 2020.

La economía peruana también ha tartamudeado, haciendo que el recorte de noviembre fuera casi inevitable. El crecimiento interanual se redujo al 1,2% en el segundo trimestre del año, su ritmo anual más lento desde 2014. La desaceleración se debió en gran parte al recorte de la inversión pública y una menor producción minera. Sin embargo, la expansión general ha mejorado desde entonces, y el crecimiento interanual se aceleró hasta el 3% en el tercer trimestre. El consumo interno debería seguir respaldado por aumentos salariales (8,2% interanual en diciembre) y en tipos de interés bajos.

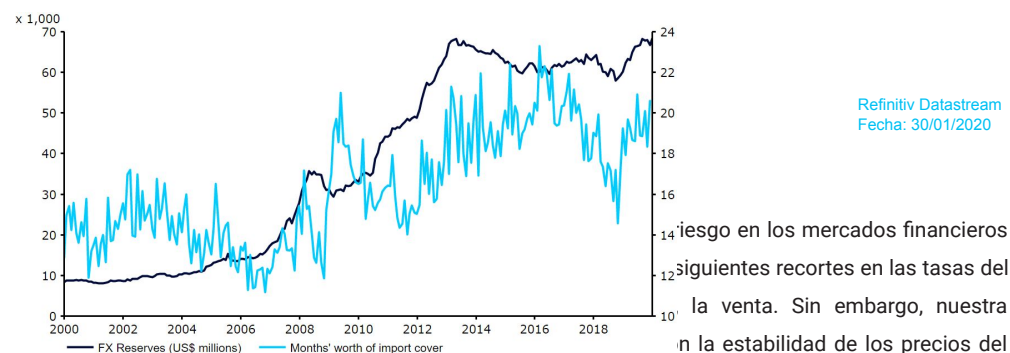
Gráfico 17: Tasa de inflación del Perú (2010 - 2019)



El banco central ha acumulado una gran cantidad de reservas tras la compra de divisas extranjeras destinadas a impedir una apreciación del PEN. En términos relativos, las reservas han vuelto a aumentar y se encuentran ahora a buen nivel, alrededor de los veinte meses de cobertura de importaciones (Gráfico 18). Esto debería ser suficiente para proteger la moneda en caso de que el sentimiento hacia el sol empeore. La cuenta de Perú también está bajo control, con un déficit de poco menos del 2% del PIB global en la última lectura.

Si bien esto representa un leve deterioro en comparación con el final de 2018, la posición externa es mucho mejor de lo que era, por ejemplo, en 2015-2016. Una combinación de remesas de los emigrantes e inversión extranjera directa debería ser suficiente para cubrir este déficit. El sol peruano ha pasado gran parte de los últimos meses de 2019 justo por encima de nuestras previsiones a largo plazo.

Gráfico 18: Reservas de divisas del Perú (2000 - 2019)



riesgo en los mercados financieros siguientes recortes en las tasas de la venta. Sin embargo, nuestra n la estabilidad de los precios del cobre y los tipos de interés todavía modestamente positivos nos hace creer que el PEN se mantendrá frente al dólar estadounidense en torno al nivel de 3,30. Las amplias reservas de divisas deberían, en nuestra opinión, asegurar que el Banco Central tendrá pocos problemas para mantener la estabilidad de la moneda.

	USD/PEN	EUR/PEN	GBP/PEN
Q1-2020	3.30	3.75	4.45
Q2-2020	3.30	3.85	4.50
Q3-2020	3.30	3.85	4.55
E-2020	3.30	3.90	4.60
E-2021	3.30	3.95	4.70

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

**Ebury** What borders?

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

© Copyright 2009-2020

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.