



Corporate &  
Investment Banking

BBVA FX Strategy

# El mercado de divisas

La incertidumbre domina en un momento histórico para los mercados financieros

Roberto Cobo García

Estratega Jefe | roberto.cobo@bbva.com | +34 91 537 39 59

Noviembre 2022



Top LatAm FX Forecasters

BBVA fue nombrado mejor pronosticador de LatAm FX y pronosticadores destacados del G10 por Bloomberg en 2021/BBVA fue nombrado premio StarMine de Reuters/Refinitiv al mejor pronosticador de LatAm FX en 2021

El presente documento: se dirige a inversores institucionales, según la definición establecida en la regla 4512(c) del regulador estadounidense del sector financiero (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA); no es independiente de las actividades comerciales de la empresa, y no está sujeto a todas las normas de independencia y transparencia aplicables al equipo de investigación crediticia de BSI.

POR FAVOR, VER INFORMACIÓN IMPORTANTE EN LA ÚLTIMA PÁGINA DE ESTE DOCUMENTO.

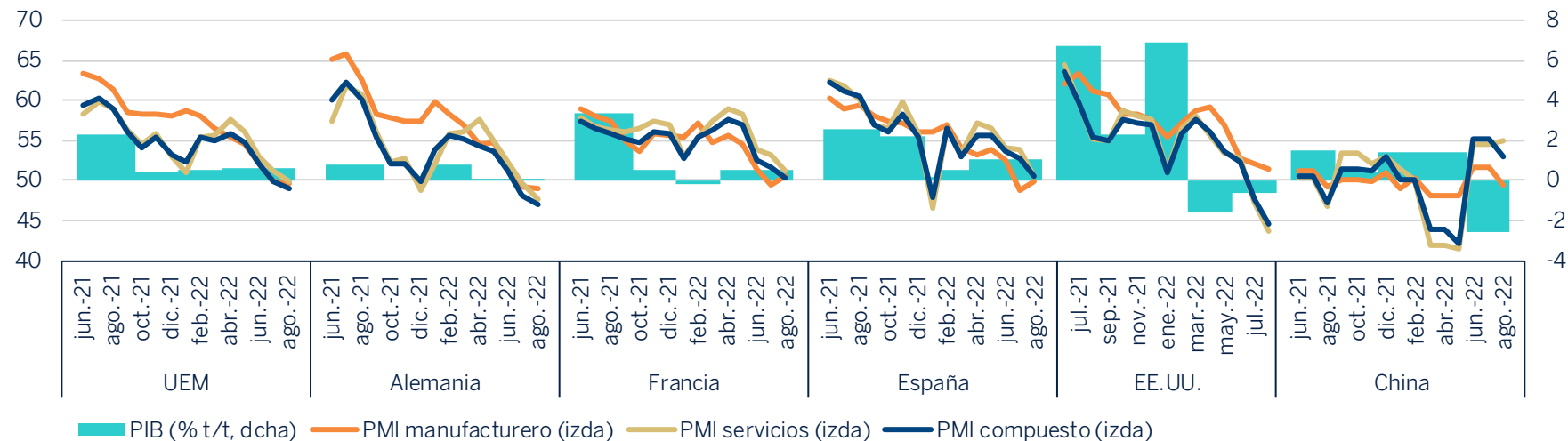
Creando Oportunidades

# Menor crecimiento y riesgos a la baja

- **Las perspectivas de crecimiento negativas** dado el contexto inflacionista, el tensionamiento monetario, los niveles de endeudamiento y los riesgos geopolíticos
- Los **indicadores de confianza empresarial anticipan una contracción** en la actividad generalizado y auguran recesión e incertidumbre a futuro

## La ralentización continuará durante el invierno y los riesgo son bajistas

Fuente Bloomberg, BBVA FX Strategy



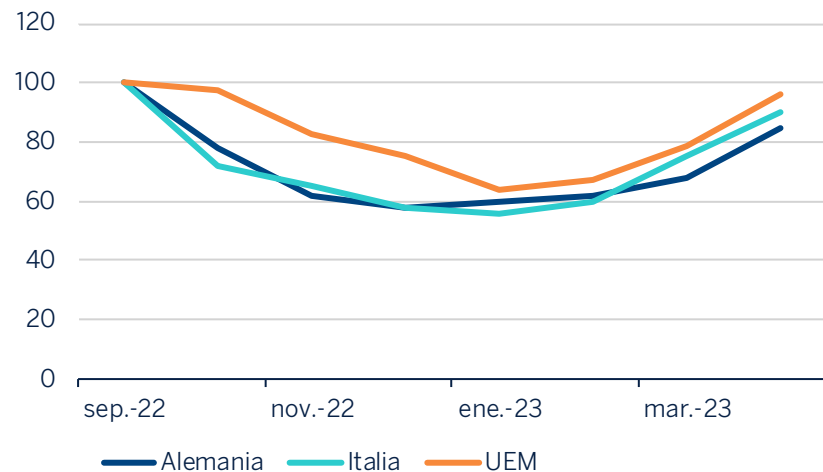
# Eurozona: ralentización y riesgos a la baja

- El **raционamiento energético** representa el mayor peligro para el ciclo durante el invierno. El sector manufacturero será el más castigado lo que tendrá efectos de segunda ronda en toda la economía

## Impacto estimado de la reducción del suministro en la actividad manufacturera

Nota: Asumiendo una reducción del consumo de gas del 10% en el 4T22

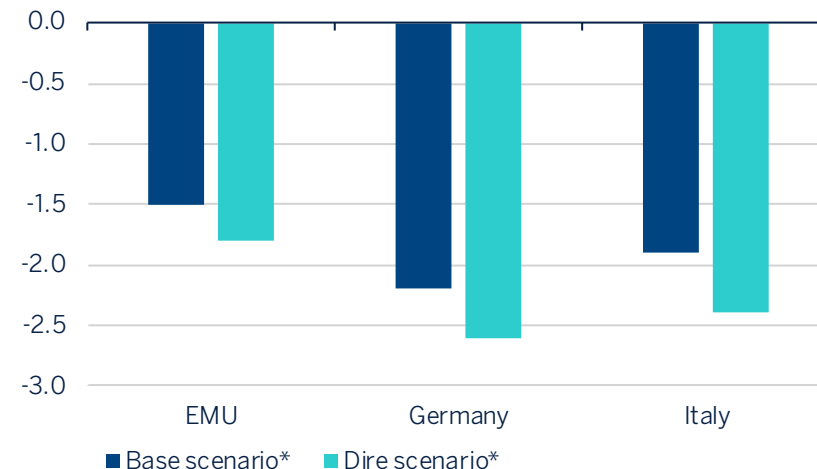
Fuente Estimaciones de BBVA FX Strategy basadas en datos de Oxford Economics



## Impacto estimado de la reducción del suministro en el crecimiento durante el cuarto trimestre (pp del PIB)

\* Impacto en el crecimiento del PIB 4T22 - 2T23 del racionamiento de gas en otoño de 2022

Fuente Estimaciones de BBVA FX Strategy basadas en datos de Oxford Economics

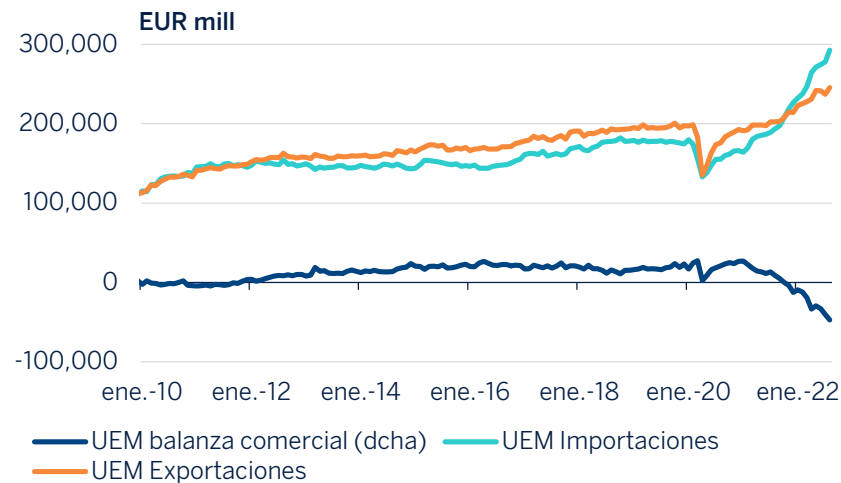


# Eurozona: ¿se encamina hacia una contracción de la actividad?

- El **riesgo de una recesión durante el invierno** aunque el sector exterior puede dejar de ser un lastre tan significativo y el mercado laboral seguirá dando apoyo al consumo a corto plazo

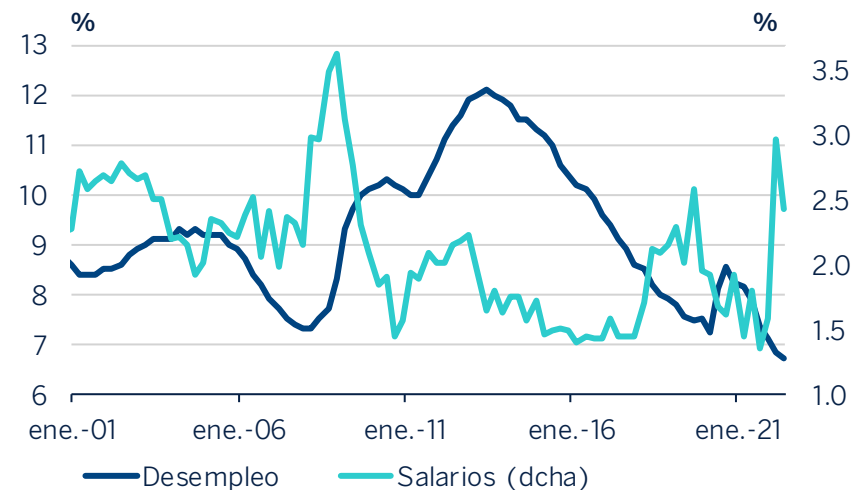
## El sector exterior ha sido un lastre pero la contención de los precios de las materias primas ayudará a futuro

Fuente Bloomberg, BBVA FX Strategy



## El empleo será un factor de apoyo al crecimiento y los salarios un factor clave para el BCE

Fuente Bloomberg, BBVA FX Strategy

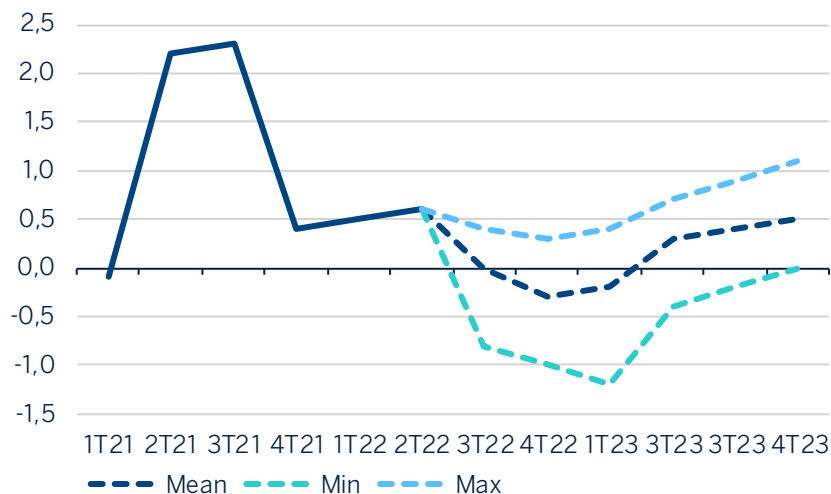


# Eurozona: la contracción debería ser contenida y de corta duración

- Los riesgos son una contracción prolongada y más profunda de la actividad que lleve a un escenario de menor crecimiento en la segunda mitad de 2023 lo que provocaría **un ECB más cauteloso en 2023** (subidas menos agresivas)

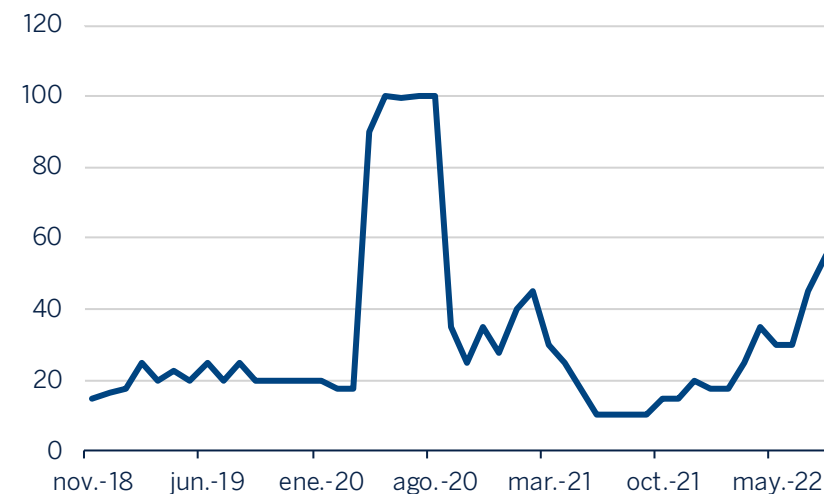
## La evolución del crecimiento de la UEM implicará un BCE más cauteloso en 2023 (PIB t/t)

Fuente Bloomberg, BBVA FX Strategy



## Probabilidad de recesión en la UEM en los próximos trimestres (%)

Fuente Bloomberg, BBVA FX Strategy

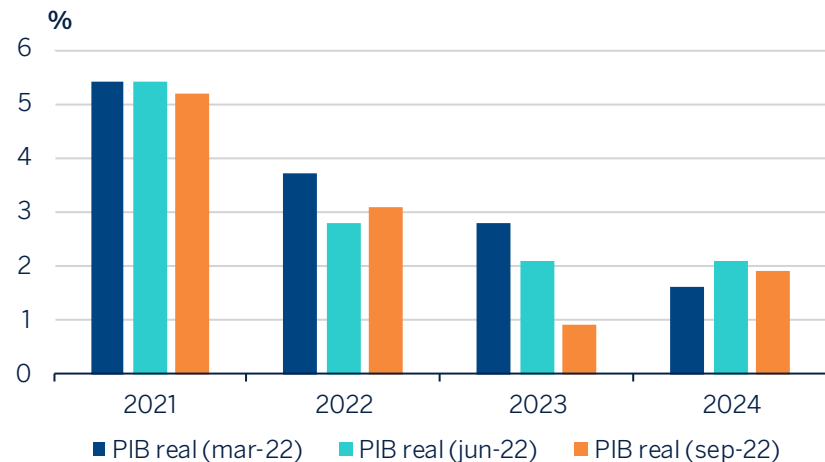


# Eurozona: El BCE espera una ralentización y un escenario inflacionista

- La revisión de escenarios evidencia **el sesgo del banco central** (a ser optimista) y los últimos cambios en su política auguran la dirección a futuro que será continuar con las subidas de tipos en 2022 y mantener una postura restrictiva.

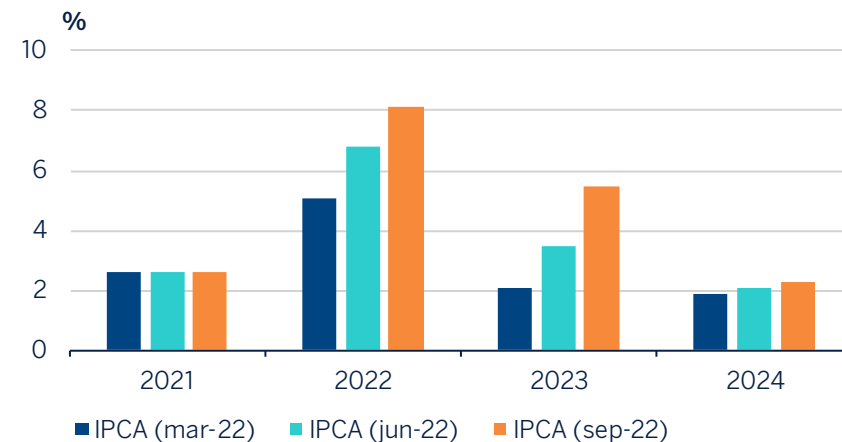
## Ralentización del ciclo en la UEM y riesgos a la baja que llevarán a ser cauteloso al BCE en el largo plazo

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg



## Se espera que la inflación haga cumbre en 4T22, si bien se mantendrá lejos del objetivo del BCE

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg

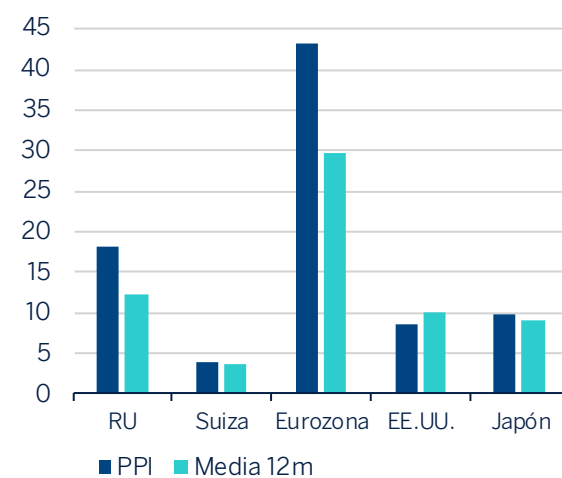
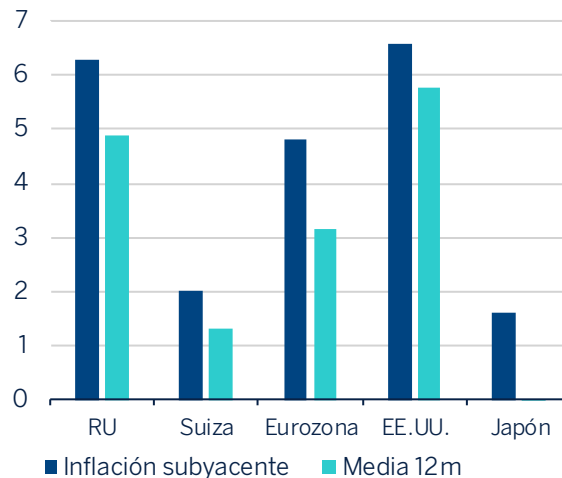
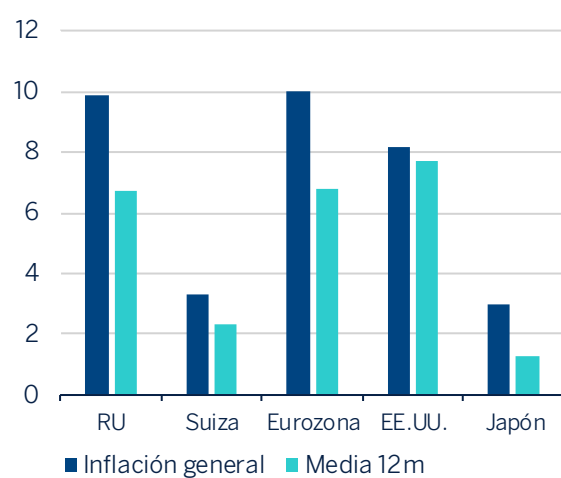


# Eurozona vs. G5

- La atención seguirá centrada en la inflación en los próximos meses. Habrá sensibilidad a las publicaciones y hay **riesgos de un ciclo de subidas más agresivo** si la inflación de costes se sigue trasladando a los precios finales

## Diferentes momentos del ciclo inflacionista en el G5 que tendrán implicaciones para las políticas monetarias

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg

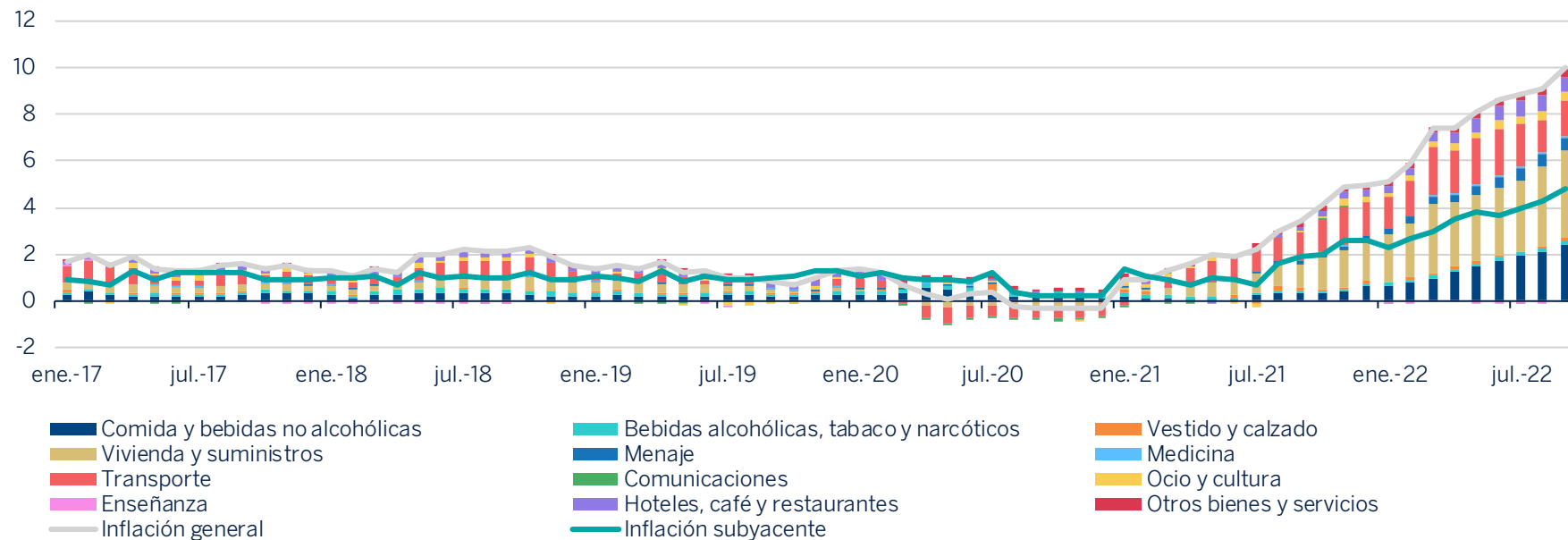


# Eurozona: la inflación es la pesadilla del BCE

■ **Alimentos, transporte, vivienda y suministros** como factores que condicionan el entorno inflacionista en la UEM

## El repunte en los precios se moderará pero no tan rápido como auguran los modelos macroeconómicos

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg



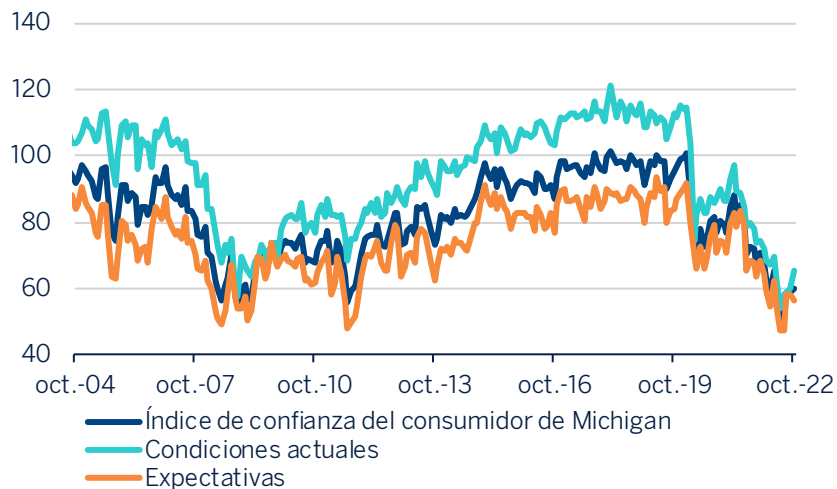


# EE.UU.: clico maduro con ajuste fiscal y monetario

- El tensionamiento monetario, el aumento de los costes de endeudamiento y la caída del poder adquisitivo sugieren un **escenario menos favorable** los próximos trimestres. Las **elecciones en noviembre** limitarán la capacidad de maniobra de la administración Biden como vienen haciendo los niveles de endeudamiento actuales

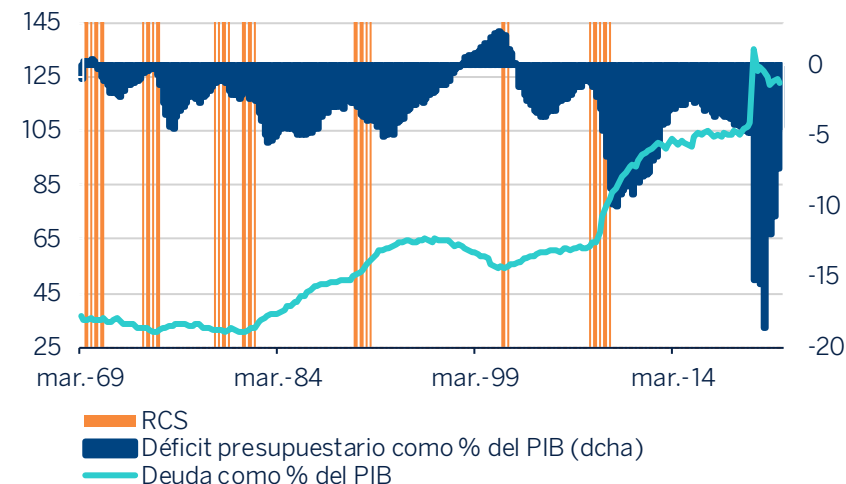
## Confianza del consumidor hundida...

Fuente Bloomberg, BBVA FX Strategy



## ...y poco margen de estímulo fiscal

Fuente Bloomberg, BBVA FX Strategy

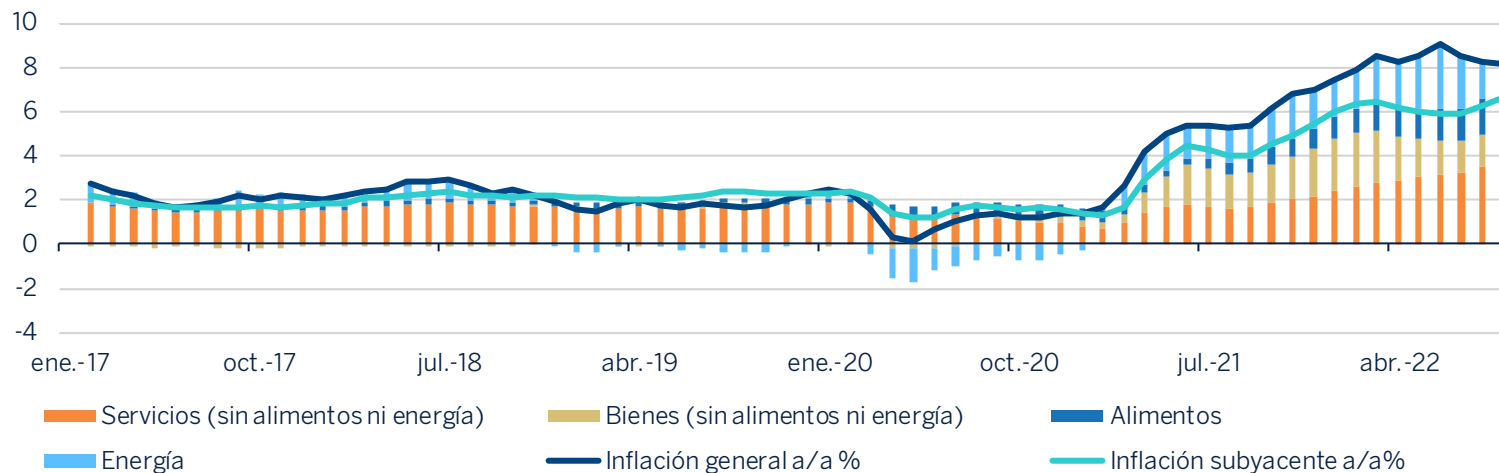


# Eurozona vs. EE.UU.

■ **Pico inflacionista** en EE.UU. como factor limitador del potencial alcista en la curva de tipos y en el USD

## EE.UU podría estar más cerca del pico de inflación y la Reserva Federal de ralentizar sus subidas de tipos

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg

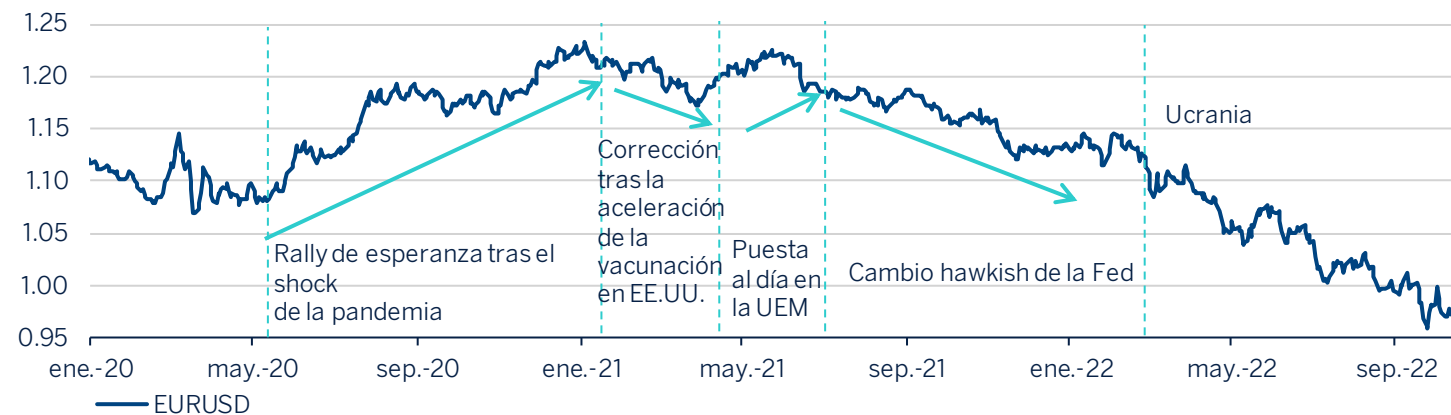


# El EURUSD sufre el impacto de la guerra en Europa oriental

- Tras una fase de consolidación a finales de 2021 entre 1.11 y 1.15, el EURUSD cedió cuando Rusia invadió **Ucrania**. El aumento de los precios de la energía, las nuevas fricciones comerciales y una guerra en las fronteras de la UE llevaron al cruce por debajo de 1.05. El ciclo económico, las expectativas de política monetaria y los diferenciales de las rentabilidades seguirán siendo factores clave, mientras que el escenario incierto apunta a consolidación en la parte baja del rango de los últimos meses para el EURUSD mientras dure la guerra

## El EURUSD afronta las presiones a la baja derivadas de la guerra en Ucrania y riesgos bajistas

Fuente Bloomberg y BBVA FX Strategy

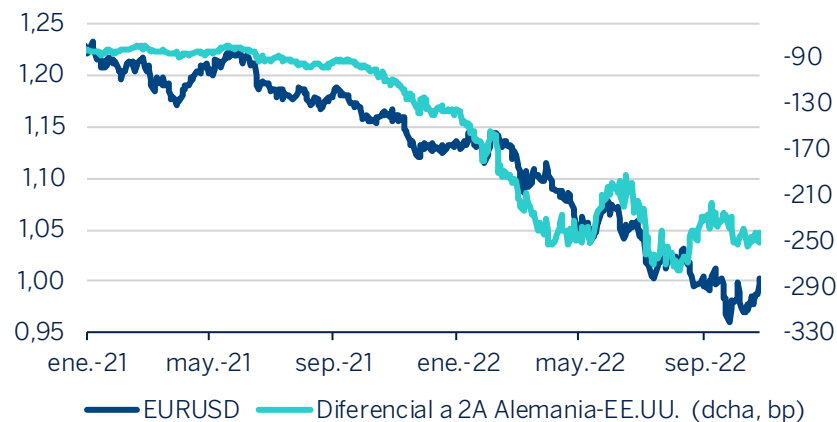


# El contexto inflacionista implica cierta sincronización monetaria

- El giro “hawkish” de la Fed a mediados de 2021 desencadenó una tendencia bajista en el EURUSD que se vio reforzada al final del QE y comienzo del ciclo de subidas de la Fed en marzo
- Las expectativas sobre el BCE han cambiado con los inversores poniendo en precio varias subidas de tipos este año. Una vez que el BCE saque los tipos del terreno negativo el EUR podría revertir la tendencia bajista

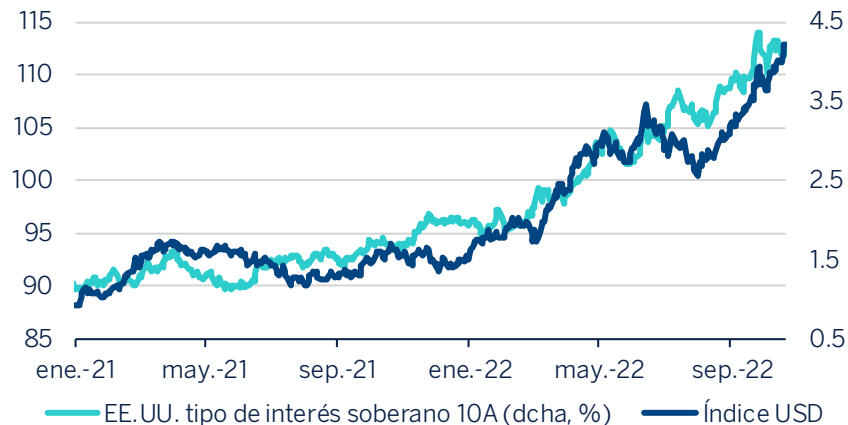
## Los diferenciales de tipos a corto plazo explican en el movimiento bajista en el EURUSD hasta noviembre

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg



## La fortaleza del USD se explica por las expectativas domésticas y el repunte en la rentabilidad de la deuda

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg

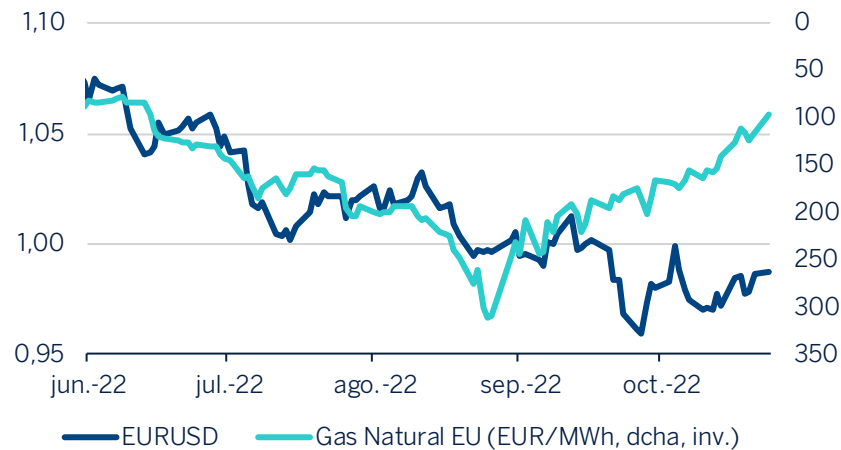


# ¿Qué necesita el EUR para recuperar parte del terreno perdido?

- La clave para el EUR obviamente será el contexto geopolítico y sus implicaciones en el suministro energético
- La recuperación del comercio internacional (China aquí es clave) también será crucial

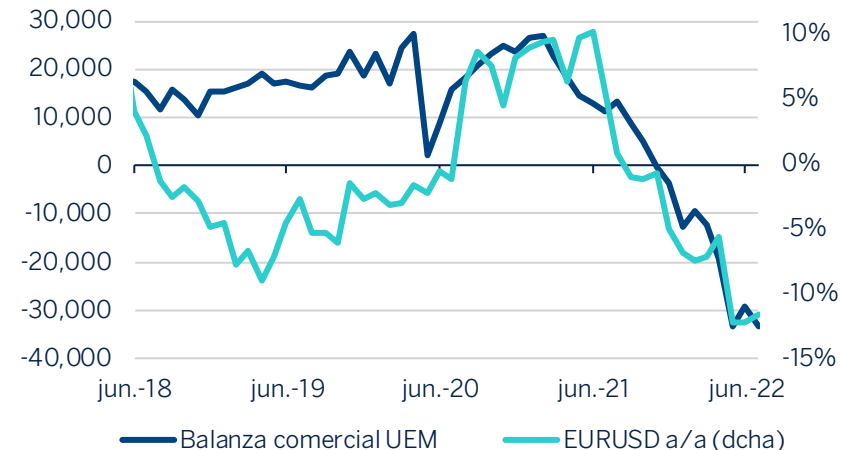
## Ucrania y los precios de la energía como variables clave para el furo del EUR

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg



## La recuperación del comercio internacional para impulsar los flujos reales hacia EUR

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg

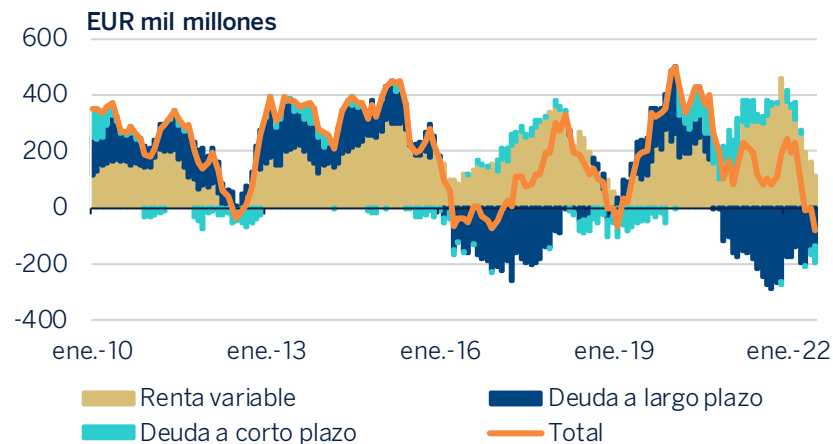


# ¿Qué necesita el EUR para recuperar parte del terreno perdido?

- Los flujos de cartera han pesado sobre el EUR y pueden favorecer al USD más a largo plazo si las perspectivas geopolíticas no mejora
- Los costes de la energía en Europa pueden favorecer aún más a USD al afectar negativamente a la inversión directa extranjera

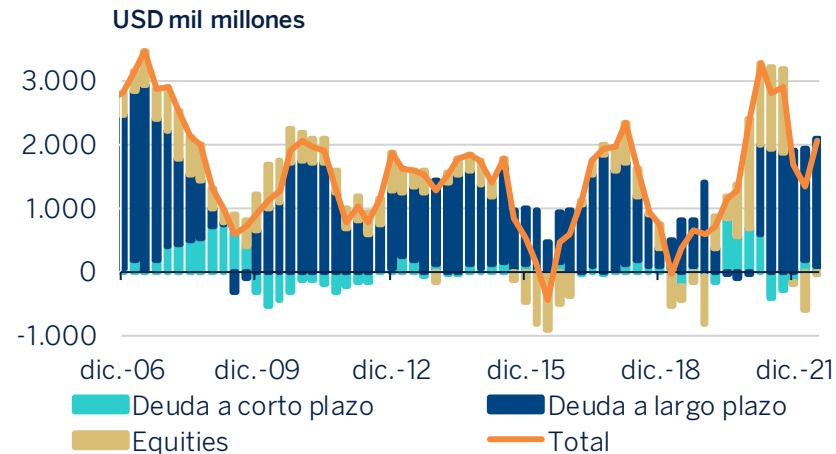
## El miedo al ciclo en Europa ha penalizado a los activos EUR

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg



## La recuperación del comercio internacional para impulsar los flujos reales hacia EUR

Fuente BBVA GMR según los datos de Bloomberg

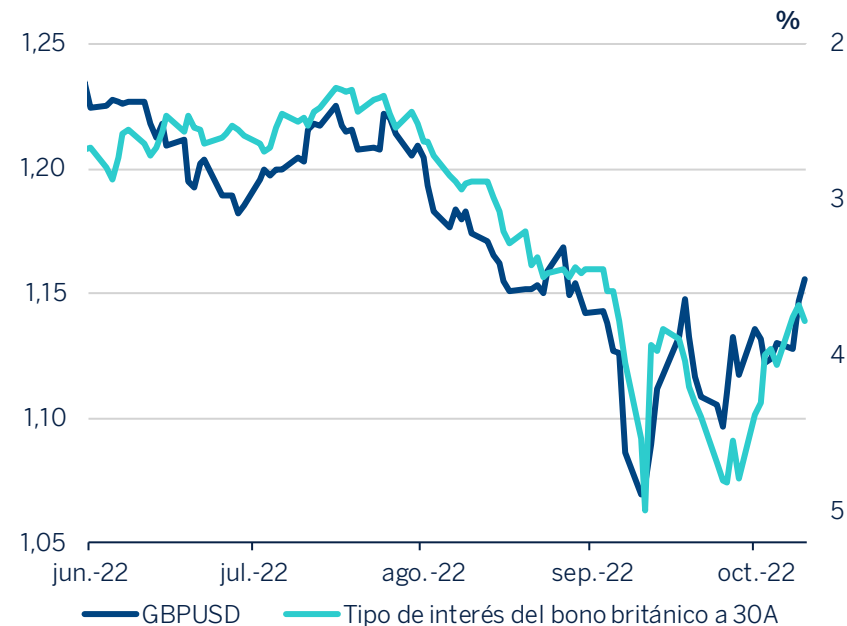


## Las perspectivas para la GBP se oscurecen

- La invasión de Ucrania, el encarecimiento de la energía y el deterioro general del sentimiento de mercado global han penalizado a la GBP, empujándola a mínimos históricos contra USD
- El cambio de gobierno y el anuncio de políticas fiscales que aumentaban los desequilibrios y el riesgo percibido por los inversores han acelerado la tendencia de debilitamiento
- A corto plazo, la política interna podría seguir actuando como lastre, pero los niveles parecen demasiado ajustados y el posicionamiento debería limitar las caídas de la GBP a corto plazo
- El contexto global, el ciclo del Reino Unido y las políticas del BoE seguirán siendo clave a largo plazo para la GBP

### La crisis de deuda provoca la caída del gobierno tras un comportamiento similar al de las divisas emergentes

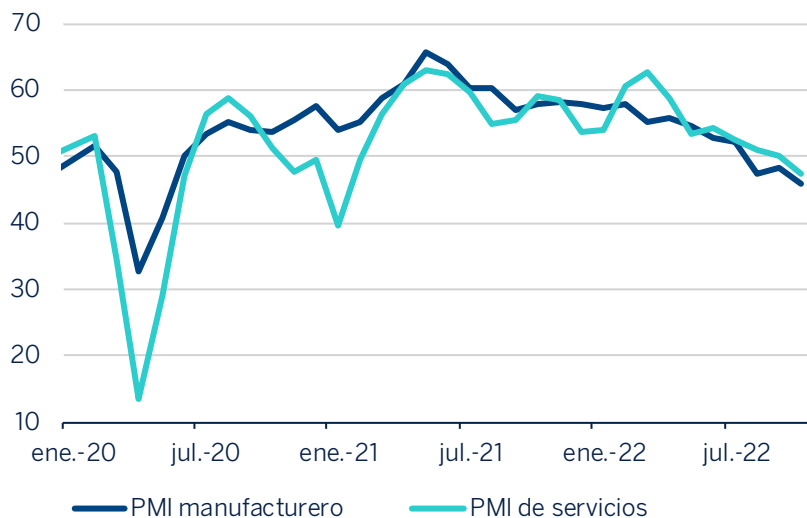
Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy



# Sólido mercado laboral en el Reino Unido y más apoyo fiscal

## El contexto económico interno se ha debilitando a medida que la inflación pesa sobre la confianza

Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy



## Si bien la dinámica del mercado laboral sigue siendo sólida, el contexto macro está empeorando:

- La actividad se recuperó, pero varios factores como la guerra, el contexto de inflación de costes y el contexto político interno han oscurecido las perspectivas
- La recuperación del consumo se ha visto afectada por la inflación, el endurecimiento de la política monetaria y el aumento de los tipos de interés, y parece dispuesta a seguir debilitándose a pesar de la evolución positiva del mercado laboral
- El reciente ruido político y la inseguridad que ha generado ayudó a la caída de la confianza empresarial que sugiere una fuerte contracción de la actividad durante el invierno

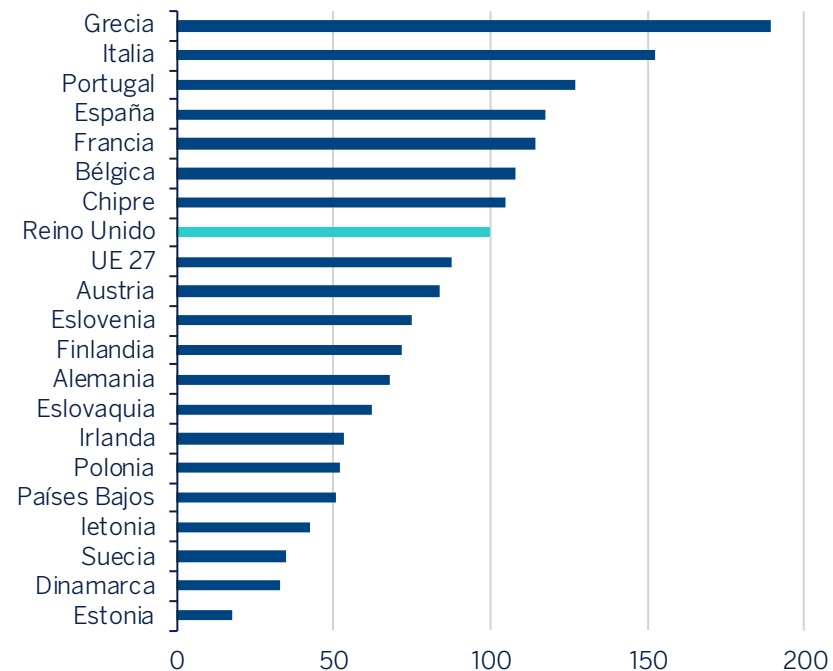


# Las medidas fiscales en el punto de mira

- El nuevo gobierno de Rishi Sunak tiene la difícil tarea de recuperar la confianza del mercado y hacer frente a una contracción de la actividad a menos de dos años de las próximas elecciones
- Ante una crisis de la balanza de pagos con flujos reales que penalizan a la GBP y flujos especulativos que evitan los activos del Reino Unido, es necesario restaurar la confianza aplicando políticas fiscales y monetarias ortodoxas
- El FMI advirtió al gobierno del Reino Unido calificando los recortes de impuestos de la anterior administración como excesivos. El FMI señaló "que es importante que la política fiscal no funcione de forma contraria a la política monetaria"
- El FMI señaló que la publicación del nuevo presupuesto debe "considerar formas de brindar un apoyo más específico y reevaluar las medidas fiscales"

## El miedo por los desequilibrios fiscales pesa en la GBP

Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy

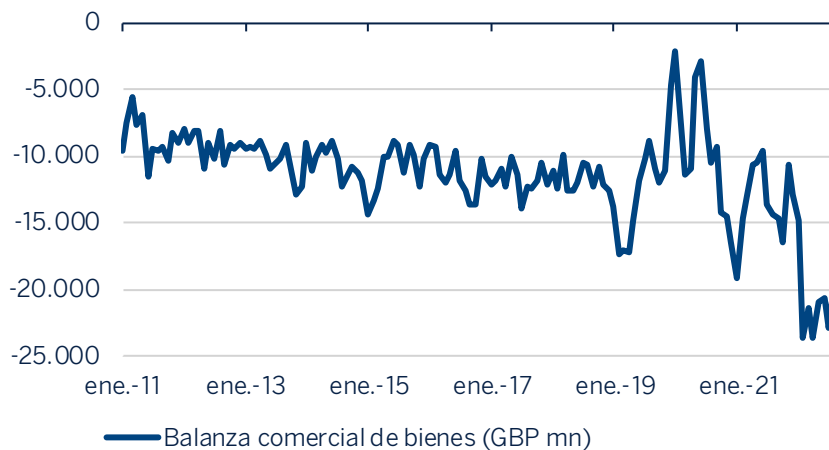


# La crisis de balanza de pagos dificulta el trabajo del BoE

- El BoE subió los tipos por séptima vez consecutiva en septiembre y se comprometió a ser más agresivo frente a la inflación, ya que la demanda laboral y el crecimiento de los salarios se mantuvieron fuertes. Un mercado laboral ajustado y un entorno inflacionario que no se puede atribuir totalmente al contexto externo harán que sigan aplicando más ajustes. La política fiscal más restrictiva de Sunak puede dar algo de alivio al BoE y reducir las expectativas de subidas de tipos por parte del mercado

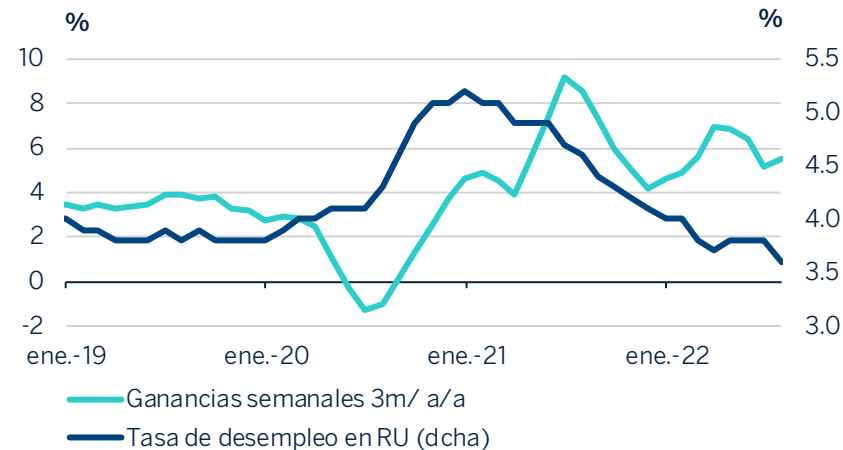
## El deterioro de los saldos comerciales aumenta las necesidades de financiación externa

Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy



## El mercado laboral sugiere más subidas de tipos, un ciclo más débil y miedo de los inversores

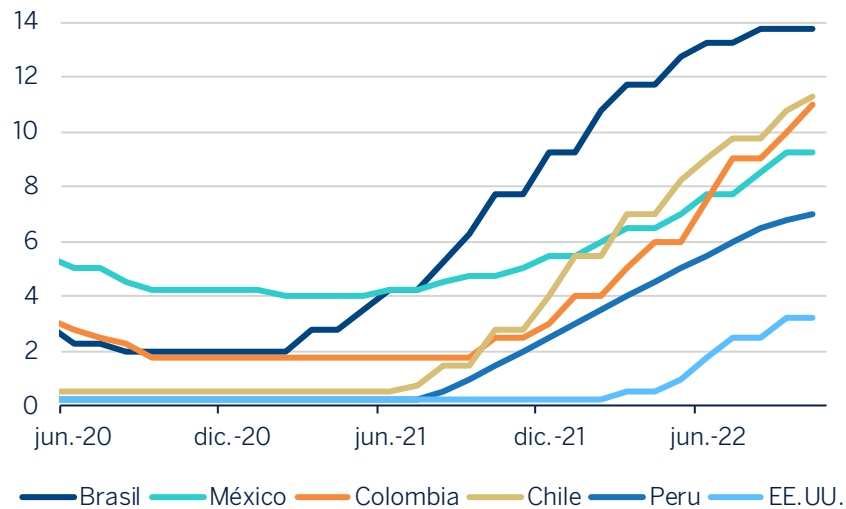
Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy



# Divisas de LatAm: el carry es fuerte pero la volatilidad marca el tono de las previsiones

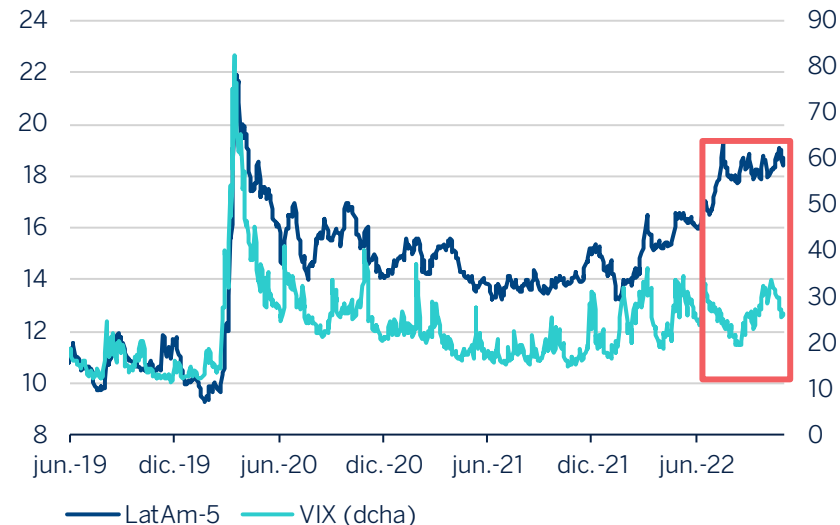
Los diferenciales de los tipos de referencia frente a EE.UU. son altos pero esperamos que las brechas comiencen a reducirse (%)

Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy



La volatilidad cambiaria local en respuesta al sentimiento externo subraya la asimetría (volatilidad implícita a 3m, %)

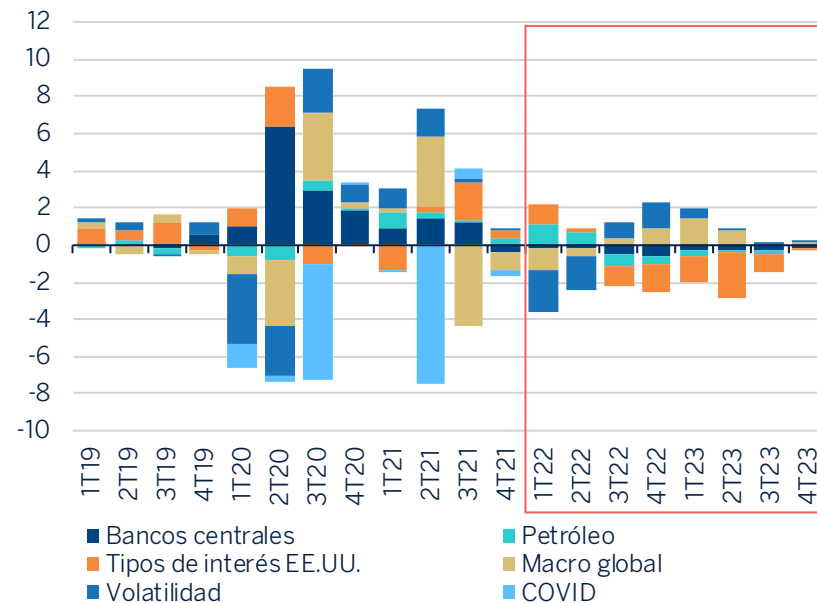
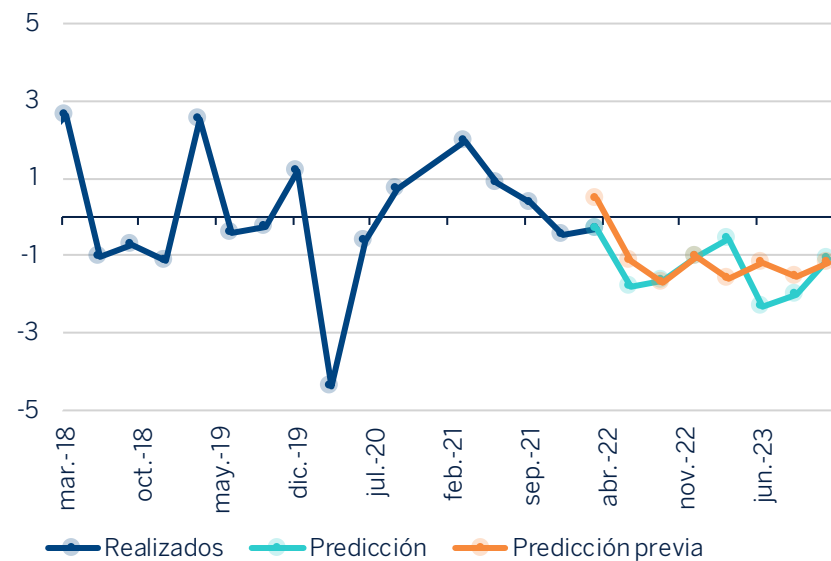
Fuente: ERFR, BBVA Research y BBVA FX Strategy



# LatAm: un ascenso más difícil desde aquí a medida que cambian los flujos

Los cambios de la Fed, el crecimiento económico y la volatilidad afectan a los flujos de capital para los mercados emergentes, lo que genera presión sobre las salidas (index)

Fuente: EPFR, BBVA Research y BBVA FX Strategy



# México: el entorno local reduce la volatilidad

## Bajos niveles de ruido político

- El MXN se beneficia del bajo ruido político y un sólido anclaje fiscal. Es poco probable que este marco cambie a medio plazo
- Los inversores continúan mostrando confianza en el Banxico, a pesar de sus cambios de liderazgo. El banco central nunca recortó los tipos tan agresivamente como sus homólogos regionales y ha establecido diferenciales de tipos constantes
- Las políticas populistas del gobierno siguen limitando la inversión extranjera y nacional, con atención a posibles sanciones por el T-MEC en 2023

## Condiciones fiscales sostenidas

## Temores políticos no significativos

## Rentabilidades al alza

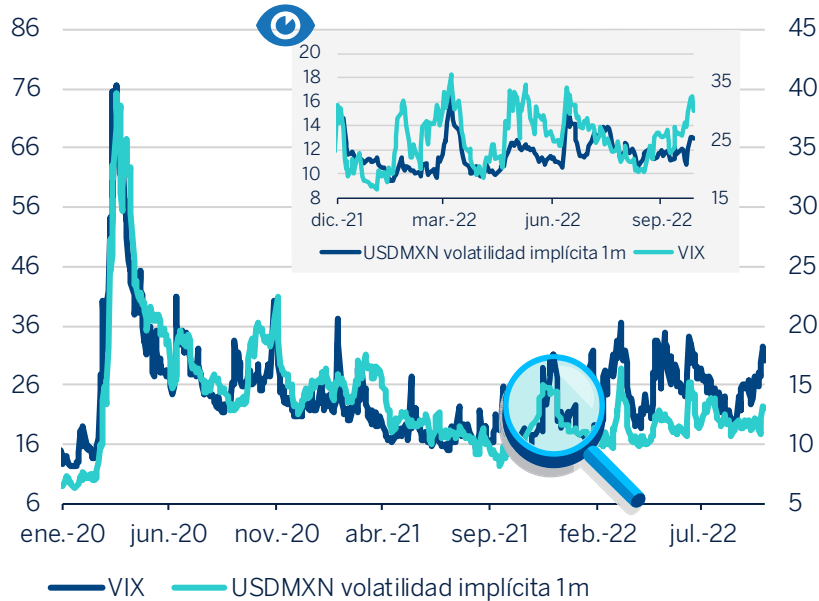
## Riesgos para el crecimiento global

- Las presiones inflacionistas siguen al alza. Los cuellos de botella en el suministro, el petróleo y la indexación de precios aumentarán las presiones en el 4T22
- La retórica del Banxico se volvió restrictiva de forma constante, respaldando el atractivo del carry del MXN a corto plazo. No se esperan cambios importantes en política monetaria, pero sigue siendo un riesgo en 2023
- La desaceleración del crecimiento global también afectaría a las condiciones económicas de EE.UU., lo que podría ser un obstáculo para el MXN

# MXN: más resistente pero no inmune a mayores liquidaciones

## La volatilidad de la renta variable, si se mantiene, también afectará al MXN

Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy

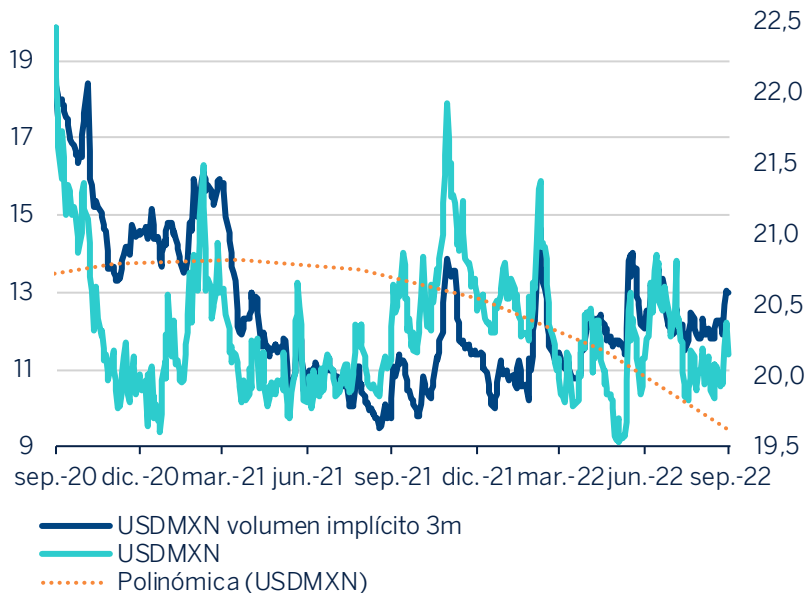


- Pese a ser sensible a la renta variable de EE.UU., el MXN ha mostrado resistencia durante gran parte de este año
- La mejora en el carry del MXN puede haber atraído nuevos flujos y posiciones especulativas largas en los últimos meses
- La diferenciación y la liquidez pueden haber captado entradas por defecto, pero también podrían revertirse eventualmente
- Tradicionalmente divisa de beta alta, es posible que el MXN no deje atrás plenamente ese estigma
- La evolución reciente pone de relieve un grado de dependencia del MXN del sentimiento de riesgo global
- En momentos de tensión y de contracción de liquidez, el atractivo del carry puede deteriorarse bruscamente y el MXN suele sufrir por su mayor liquidez y operativa globales

# MXN: atractivo a corto plazo con algunas preguntas a más largo plazo

## El MXN ha mantenido rangos más estables que sus homólogas

Fuente: Bloomberg y BBVA FX Strategy



## Los flujos podrían reforzar al MXN

- Los inversores han regresado paulatinamente a posiciones largas en MXN, lo que sugiere cierto retorno de la confianza
- El carry, la estabilidad de las políticas y la estrecha relación comercial de México con EE.UU. pueden apoyar un sentimiento moderadamente positivo al menos por ahora
- La diferenciación hace que el MXN sea positivamente asimétrico, pero esto debe sustentarse en la formulación de políticas internas
- USD/MXN 19,50-20,50 sigue siendo el rango de referencia por ahora
- Cualquier repunte en el riesgo que genere flujos más consistentes en los mercados emergentes y el MXN también podría desafiar el rango a la baja
- A largo plazo, el ruido local o la divergencia en política monetaria podrían pesar sobre el MXN

The BBVA logo is displayed in white, bold, sans-serif capital letters.

Corporate &  
Investment Banking

BBVA FX Strategy

A large, stylized letter 'A' is formed by a complex network of thin white lines and small white dots, set against a dark blue background. The lines and dots are interconnected, creating a mesh-like structure that defines the shape of the letter. The overall aesthetic is modern and digital.

# BBVA Markets Strategy

**Visítanos en:**

<https://www.bbvamarketstrategy.com/market/fx-strategy/>



# Contactos

---

## Director Global Markets Strategy

Ana Munera

ana.munera@bbva.com

+34 91 374 36 72

---

## Estratega Jefe

Alejandro Cuadrado

alejandro.cuadrado@bbva.com

+1 (212) 728 1762

## G10

### Estratega Jefe

Roberto Cobo

roberto.cobo@bbva.com

+34 91 537 39 59

Silvia González

silvia.gonzalez.mora@bbva.com

+34 628 08 37 06

## LatAm

### Estratega Jefe

Alejandro Cuadrado

alejandro.cuadrado@bbva.com

+1 (212) 728 1762

William Snead

william.snead@bbva.com

+1 (212) 728 1698

# Disclaimer

## Información Importante

El presente informe: ha sido elaborado por el área comercial y de negociación de valores de deuda de BBVA Securities Inc. ("BSI"); no es independiente de las actividades comerciales de la empresa, y no está sujeto a todas las normas de independencia y transparencia aplicables al equipo de investigación crediticia de BSI. Las publicaciones del área comercial y de negociación de valores de deuda expresan la opinión del área, que puede ser distinta de la del equipo de investigación crediticia. Las opiniones expresadas son las del autor a la fecha de la publicación. Si bien el autor cree que sus fuentes son fiables, ni el autor ni BSI declaran que la información es completa ni exacta.

Este informe es confidencial y está destinado exclusivamente a la persona designada. Quedan prohibidos el acceso, reenvío o reproducción no autorizados. Salvo que se indique lo contrario, las condiciones son orientativas y no constituyen una oferta de venta ni una solicitud de compra de ningún valor. Las condiciones no orientativas se ofrecen solo en calidad de agente y están sujetas a venta o cancelación previa. Este documento no está destinado a informarle sobre los posibles riesgos, directos o indirectos, de realizar operaciones. Tenga en cuenta que BSI puede actuar como agente de uno o más de sus afiliados. Los productos de inversión no están asegurados por la FDIC ni vienen respaldados por garantía bancaria, y pueden perder valor.

El presente documento no constituye una oferta de compra o venta, ni una solicitud de oferta de compra o venta, de los valores mencionados. La empresa puede mantener posiciones en los valores mencionados y, en cada momento, realizar compras o ventas de dichos valores en el mercado abierto o de otro modo. Puede actuar por cuenta propia para vender o comprar dichos valores a clientes. Tales operaciones pueden ser contrarias a las recomendaciones expresadas en este documento.

Este documento está destinado exclusivamente a su uso institucional, y no deberá ser distribuido, reenviado ni de otro modo difundido. Este documento no está destinado, en ninguna circunstancia, a su uso por ningún inversor minorista. A petición, se pondrá a disposición información adicional.