

# ¿Qué hay detrás de la depreciación del



[iStockphoto]/Thinkstock.

El recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros en agosto ha provocado una intensa depreciación de las divisas emergentes frente al dólar y, en particular, del real brasileño. La fuerte depreciación de la divisa es uno de los máximos exponentes de los movimientos de «huida a la calidad» que predominan en un entorno de mercados como el actual, aunque, en este caso, también condicionado por algunos factores específicos

Matías Lamas

**L**a fuerte depreciación que ha sufrido el real brasileño frente al dólar desde principios de agosto - desde el 1,60 hasta el 1,90 a mediados de septiembre- es uno de los máximos exponentes de los movimientos de «huida a la calidad» que predominan en un entorno de mercados como el actual. En el caso del real, también condicionado por algunos factores específicos.

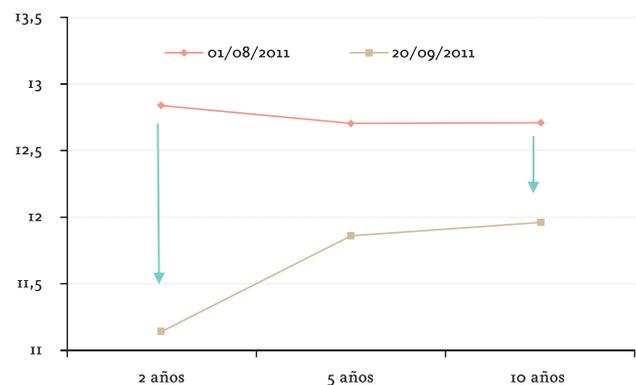
## La aversión al riesgo y factores específicos impulsan la depreciación del real brasileño frente al dólar

El primero de estos factores que impulsó el inicio de la depreciación del real ha sido la bajada de tipos «sorpresa» del Banco Central de Brasil (-50 puntos básicos en la tasa SELIC, hasta el 12%). Se trata de un movimiento inesperado por cuanto el endurecimiento de las condiciones monetarias estaba siendo la tónica característica desde abril de 2010 y parecía el curso de acción más probable de la autoridad monetaria en adelante, teniendo en cuenta que la inflación se sitúa muy por encima del punto medio del rango objetivo del Banco Central (7,2 frente a 4,5%). ¿Supone esto la configuración de una po-

lítica monetaria más pro crecimiento y no tanto pro inflación? No lo descartamos. La senda de consolidación fiscal que ha iniciado el Gobierno de Dilma Rousseff y las señales de desaceleración del ciclo a nivel global son ele-

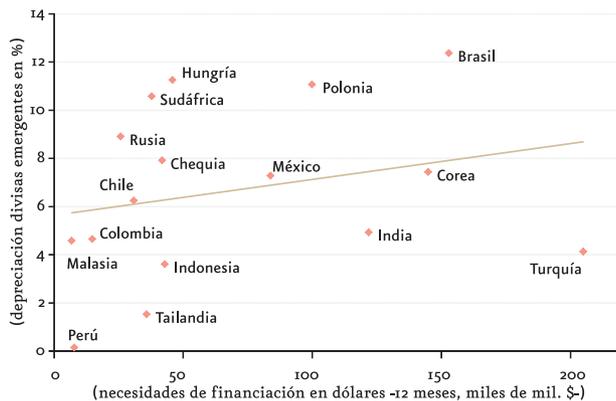
## Curva de tipos de interés de Brasil

(%)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

## Depreciación en septiembre de las divisas emergentes frente al dólar y necesidades de financiación



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

mentos de presión más que suficientes sobre la demanda agregada como para combinarlos con subidas adicionales en los tipos de interés, una interpretación a la que también parece haberse sumado el mercado, descontando recortes adicionales del orden de 100 puntos básicos en la tasa SELIC en los próximos meses, y que se encuentra en el origen de la senda «depreciadora» iniciada por la divisa brasileña desde el mes de agosto.

### Puesto en precio la depreciación del real por el efecto «descuento» en los tipos de referencia, esperamos una reversión del cruce real/dólar

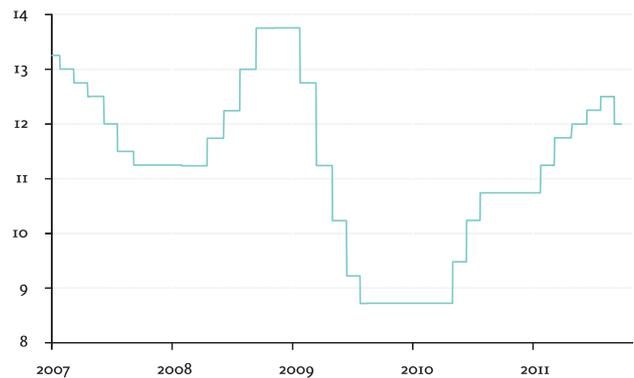
El segundo factor que durante la primera quincena de septiembre ha sido importante es el resurgimiento del riesgo de liquidez derivado de las dificultades que, también en los emergentes, comienzan a aflorar para obtener financiación en dólares, un aspecto éste particularmente relevante en el caso de Brasil, con vencimientos de deuda (pública y privada) denominados en dólares que superarán los 150.000 millones dólares durante los próximos 12 meses (aproximadamente, un 6% del PIB), aunque no ausente de paliativos desde el frente de la política monetaria.

A finales de 2008, la Reserva Federal autorizó la apertura de líneas de swap en dólares con distintas autoridades monetarias, entre ellas con el Banco Central de Brasil, para mejorar las condiciones de acceso a la financiación en dólares. Dicha medida podría volver a implementarse en caso de que las presiones en este segmento de mercado no remitan en el corto plazo.

Otra de las fuerzas de depreciación sobre la divisa se asocia a los llamados «riesgos de sobrecalentamiento» que reflejan algunos indicadores de actividad interna en Brasil.

El crecimiento del crédito es uno de los más recurrentes, aunque es importante señalar que algunos con-

## Tipo de interés SELIC

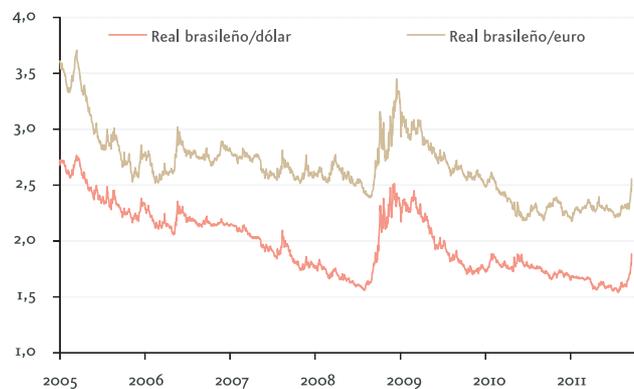


Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

dicionantes clave para la formación de burbujas de crédito están lejos de cumplirse en esta economía. La falta de disponibilidad de crédito barato, la concentración del grueso de la concesión de crédito en el sector corporativo (el hipotecario, apenas un 10% del total) o el menor uso de las «colateralizaciones» son algunos ejemplos más que significativos de que los temores a la generación de un boom crediticio, al estilo del experimentado por España, Reino Unido o EEUU en la última década, podrían estar sobrevalorados.

A nivel de previsiones, el escenario central de Afi pasa por una resolución gradual de los problemas de liquidez en los mercados financieros emergentes. Teniendo en cuenta que la reducción de tipos por parte del banco central ya está puesta en precio en la cotización del real, es previsible que se produzca una recuperación del cruce real brasileño/dólar desde los niveles actuales, toda vez que las tensiones de liquidez remitan y los riesgos asociados a una recesión de las principales economías del mundo se disipen ::

## Tipo de cambio real brasileño/dólar y real brasileño/euro



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.