

## FOCUS · Les divises emergents: on són i on van

Entre l'1 de juliol del 2014 i el 31 de desembre del 2015, les divises emergents van patir una forta correcció de les cotitzacions en relació amb el dòlar. El ruble va perdre el 53% del seu valor; el real brasiler, el 45%; el peso colombià, el 41%; el peso argentí, el 37%, i el rand sud-africà, el 31%. Malgrat que aquestes són les cinc divises emergents que van registrar una depreciació més intensa, la tendència a la pèrdua de valor de les divises emergents ha estat generalitzada. Així, l'índex de J. P. Morgan de divises emergents (una cistella de 10 monedes de referència) mostra una reculada del 26% en aquest període, que, a més a més, ha anat acompanyada d'un augment de la volatilitat. Malgrat que, fins al juny d'enguany, el moviment s'ha revertit en part (la cistella esmentada s'ha apreciat el 4,1%), la volatilitat continua sent elevada i falta molt per recuperar totalment el terreny perdut.

En aquest context, cal plantejar-se si, després d'aquests vaivens, les divises emergents són lluny, o no, del seu tipus de canvi d'equilibri (és a dir, el tipus de canvi que es correspon amb la situació dels seus fonamentals en termes macroeconòmics). Si es comparen els tipus de canvi efectius reals (TCER) més recents amb els d'equilibri que estima l'FMI, es constata que l'episodi esmentat ha situat gairebé totes les divises emergents en una situació de clara infravaloració.<sup>1</sup> Així, la distància en relació amb el TCER d'equilibri és molt negativa (amb diferències de l'ordre del 30%) a Sud-àfrica, a Rússia, a Malàisia i a Mèxic, i una mica menys intensa al Brasil i a Polònia. En el sentit contrari, només estarien lleugerament sobrevalorats Turquia i l'Índia.

Partint d'aquesta situació, quina és la trajectòria que podrien seguir les divises emergents en els propers anys? Per afrontar aquesta qüestió, cal contemplar dos grups de factors que, previsiblement, incidiran en aquestes monedes, els pròpiament globals i els que tenen un caràcter idiosincràtic. Pel que fa als primers, en aquests moments, es poden identificar tres grans condicionants que afecten el conjunt de les economies emergents. En primer lloc, les divises emergents es van veure afectades per les derivades financeres del *bretxit*. En els dies posteriors al referèndum britànic, aquestes monedes han patit un procés de depreciació generalitzat, que ha tingut una intensitat especial en el cas del rand sud-africà, del zloty polonès, del forint hongarès, del peso argentí i del leu romanès.

Un segon condicionant global que opera des de fa temps, i que ho continuarà fent, és l'impacte sobre les divises emergents del procés de normalització de la política mo-

netària de la Reserva Federal (Fed). Durant l'etapa de depreciacions generalitzades de les divises emergents del 2014-2015, alguns dels episodis més virulents de depreciació van coincidir amb moments en què el mercat descomptava pujades del tipus de referència nord-americà més properes en el temps. Però, a més d'actuar com a detonant puntual, les expectatives de normalització monetària nord-americana han estat un factor de pressió sobre les divises emergents força constant i que, previsiblement, s'intensificarà quan la inacció actual de la Fed doni pas, segurament cap al final d'enguany, al reinici del procés de pujada del tipus d'interès de referència.

Finalment, un tercer factor global que ha tendit a incrementar la pressió depreciadora sobre les divises emergents en els últims temps ha estat el de les decisions de devaluar el iuan, en especial quan han coincidit amb dades macroeconòmiques que suggerien que el procés de *soft landing* xinès podria estar basculant cap a una caiguda poc controlada de l'activitat. Com succeeix amb els altres dos condicionants globals esmentats, creiem que el focus de risc xinès continuarà actiu en els propers mesos i llstarà la cotització de les monedes emergents.

La incidència concreta a nivell nacional d'aquests condicionants globals es veurà intensificada o mitigada per la situació específica de cada emergent. En particular, es perceben dues vulnerabilitats rellevants: la presència de desequilibris macroeconòmics i la desconfiança d'origen polític que pateixen alguns d'aquests països. Pel que fa al primer d'aquests blocs de factors locals, el més preocupant, per la seva naturalesa, és l'excessiva dependència del finançament exterior. En aquest sentit, destaca negativament el dèficit per compte corrent que encara exhibeixen Turquia, Sud-àfrica i el Brasil, països on, addicionalment, la situació es complica amb una evolució dels preus clarament inflacionista. El Brasil, per acabar-ho d'adobar, afronta a més un desequilibri de les finances públiques alarmant. El focus de risc de naturalesa política és rellevant en països com Rússia (en aquest cas, de naturalesa geopolítica) o el Brasil (per la seva recent dinàmica institucional, que complica la governabilitat del país i la presa de decisions de política econòmica).

És poc versemblant que s'esvaeixi de forma nítida i ràpida la incertesa sobre el *bretxit*, la Fed o la Xina. Tampoc no sembla elevada la capacitat dels emergents més fràgils de guanyar-se el dret a sortir de la zona de perill gràcies a ajustos macroeconòmics apreciables o a canvis en sentit favorable en la situació política. Tot plegat configura un context, per desgràcia, propici perquè es produeixin nous episodis de depreciació de les divises emergents, probablement arran de dinàmiques relativament poc selectives d'augment de l'aversion global al risc.

1. El TCER és un índex que té en compte els tipus de canvis nominals bilaterals i la variació relativa dels preus nacionals en relació amb el preu dels socis comercials, ponderat pel pes de cada soci comercial en el comerç internacional total del país en qüestió.