FOCUS · Las divisas emergentes: dónde están y hacia dónde van

Entre el primero de julio de 2014 y el 31 de diciembre de 2015 las divisas emergentes sufrieron una fuerte corrección de sus cotizaciones frente al dólar. El rublo perdió un 53% de su valor, el real brasileño un 45%, el peso colombiano un 41%, el peso argentino un 37% y el rand sudafricano un 31%. Aunque estas son las cinco divisas emergentes que mayor depreciación registraron, la tendencia a la pérdida de valor de las divisas emergentes ha sido generalizada. Así, el índice de J. P. Morgan de divisas emergentes (una cesta de 10 monedas de referencia) muestra un retroceso del 26% en ese periodo que, además, se ha visto acompañado de un aumento de la volatilidad. Aunque hasta junio de este año el movimiento se ha revertido en parte (la cesta mencionada se ha apreciado un 4,1%), la volatilidad sigue siendo elevada y se está lejos de recuperar totalmente el terreno perdido.

En este contexto, cabe plantearse si, tras estos vaivenes, las divisas emergentes están distantes, o no, de su tipo de cambio de equilibrio (esto es, el tipo de cambio que se corresponde con la situación de sus fundamentales en términos macroeconómicos). Si se comparan los tipos de cambio efectivos reales (TCER) más recientes con los de equilibrio que estima el FMI, se constata que el episodio mencionado ha situado a prácticamente todas las divisas emergentes en una situación de clara infravaloración.[1] Así, la distancia respecto al TCER de equilibrio es fuertemente negativa (con diferencias del orden del 30%) en Sudáfrica, Rusia, Malasia y México, y algo menos intensa en Brasil y Polonia. En el sentido contrario, solo estarían levemente sobrevalorados Turquía y la India.

Partiendo de esta situación, ¿cuál es la trayectoria que podrían seguir las divisas emergentes en los próximos años? A fin de afrontar esta cuestión, hay que contemplar dos grupos de factores que previsiblemente incidirán en estas monedas, los propiamente globales y los que tienen carácter idiosincrático. Por lo que se refiere a los primeros, en estos momentos se pueden identificar tres grandes condicionantes que afectan al conjunto de las economías emergentes. En primer lugar, las divisas emergentes van a verse afectadas por las derivadas financieras del *brexit*. En los días que han seguido al referéndum británico estas monedas han sufrido un proceso de depreciación generalizado, que ha tenido especial intensidad en el caso del rand sudafricano, el esloti polaco, el forinto húngaro, el peso argentino y el leu rumano.

Un segundo condicionante global que está operando desde hace tiempo, y que lo va a seguir haciendo, es el impacto en las divisas emergentes del proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed). Durante la etapa de depreciaciones generalizadas de las divisas emergentes 2014-2015, algunos de los episodios más virulentos de depreciación coincidieron con momentos en los que el mercado descontaba subidas del tipo de referencia norteamericano más cercanas en el tiempo. Pero además de actuar como detonante puntual, las expectativas de normalización monetaria estadounidense han sido un factor de presión sobre las divisas emergentes bastante continuado y que previsiblemente va a intensificarse cuando la inacción actual de la Fed dé paso, seguramente a finales de año, al reinicio del proceso de subida del tipo de interés de referencia.

Finalmente, un tercer factor global que ha tendido a acrecentar la presión depreciatoria sobre las divisas emergentes en los últimos tiempos ha sido el de las decisiones de devaluar el yuan, especialmente cuando han coincidido con datos macroeconómicos que sugerían que el proceso de *soft landing* chino podría estar basculando hacia una caída poco controlada de la actividad. Como sucede con los otros dos condicionantes globales mencionados, creemos que China, como foco de riesgo, va a seguir activo en los próximos meses y va a lastrar la cotización de las monedas emergentes.

La incidencia concreta a nivel nacional de estos condicionantes globales se verá intensificada o mitigada por la situación específica de cada emergente. En particular, se perciben dos vulnerabilidades relevantes: la presencia de desequilibrios macroeconómicos y la desconfianza de orígen político que padecen algunos de estos países. Por lo que se refiere al primero de estos bloques de factores locales, el más preocupante, por su naturaleza, es la excesiva dependencia de la financiación exterior. En este sentido, destaca negativamente el déficit por cuenta corriente que aún exhiben Turquía, Sudáfrica y Brasil, países en los que, adicionalmente, se complica la situación con una evolución de los precios claramente inflacionista. Brasil, para rizar el rizo, además afronta un desequilibrio de sus finanzas públicas alarmante. El foco de riesgo de naturaleza política es relevante en países como Rusia (en este caso de naturaleza geopolítica) o Brasil (por su reciente dinámica institucional, que complica la gobernabilidad del país y la toma de decisiones de política económica).

Es poco verosímil que se despeje de forma nítida y rápida la incertidumbre sobre el *brexit*, la Fed o China. Tampoco parece elevada la capacidad de los emergentes más frágiles para ganarse su derecho a salir de la zona de peligro gracias a ajustes macroeconómicos apreciables o a cambios en sentido favorable en la situación política. Todo ello configura un contexto, por desgracia, propicio para que se produzcan nuevos episodios de depreciación de las divisas emergentes, probablemente de la mano de dinámicas relativamente poco selectivas de aumento de la aversión global al riesgo.

1. El TCER es un índice que tiene en cuenta los tipos de cambios nominales bilaterales y la variación relativa de los precios nacionales respecto al precio de los socios comerciales, ponderado por el peso de cada socio comercial en el comercio internacional total del país en cuestión.