

FOCUS · Divisas emergentes: ¿castigo excesivo?

Durante los últimos meses, el debate sobre el camino hacia la normalización monetaria en EE. UU. ha constituido un foco de volatilidad para los mercados globales en general y para los emergentes en particular. Una de las consecuencias más visibles del deterioro del entorno financiero en el bloque emergente han sido las severas depreciaciones registradas por las divisas, tanto frente al dólar como frente al euro. Conviene precisar, no obstante, que el alcance de este episodio de depreciaciones difiere entre países. Entre los más afectados se encuentran Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica («BIITS», o «los cinco frágiles»), mientras que otros apenas han sufrido. En el Focus «Emergentes en apuros: ¿quién es quién?» se consideran los aspectos macroeconómicos asociados con este comportamiento. También ayuda a esclarecer la cuestión examinar la magnitud de la depreciación en relación con los tipos de cambio de equilibrio. Es decir, calibrar si han servido para corregir, para acentuar o para crear desviaciones respecto al nivel de equilibrio.

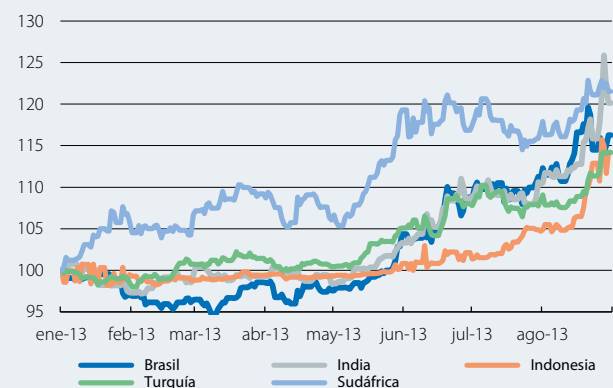
Si bien no hay una metodología estandarizada para determinar cuál es el valor apropiado o de equilibrio de una moneda, el procedimiento de «regresión de cuenta corriente» empleado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) es de gran utilidad. La especificación del modelo consta de dos etapas. En la primera se realiza una estimación del «saldo de cuenta corriente de equilibrio» en base a una serie de variables macroeconómicas y financieras que se consideran relevantes en la teoría económica, y se calcula la diferencia o *gap* entre dicha estimación y el «saldo de cuenta corriente observado» (detrayendo el componente cíclico). La segunda etapa consiste en estimar el «tipo de cambio efectivo real» que permitiría corregir el *gap*. Ello permite determinar si una divisa está sobrevalorada o infravalorada respecto a las de sus socios comerciales, y en qué magnitud. Los datos de desviación respecto al tipo de cambio de equilibrio más recientes proporcionados por el FMI se refieren a 2012.

Antes de analizar la evolución de las divisas de los BIITS entre enero y agosto de 2013 (momento álgido de las turbulencias), cabe hacer dos importantes precisiones. Primero, las depreciaciones nominales frente al dólar de las divisas seleccionadas pueden diferir considerablemente de las medidas a través del tipo de cambio efectivo real, de modo que hay que tomarlas como un indicador orientativo. Segundo, la depreciación ha revertido parcialmente desde principios de septiembre, en especial tras la decisión de la Fed de aplazar la reducción de los estímulos monetarios. Con todo, ello no altera en lo fundamental el mensaje de fondo. Los casos de la India e Indonesia presentan similitudes entre sí y difieren ligeramente de los de Brasil, Sudáfrica y Turquía.

En el caso de la rupia india, las turbulencias en los mercados cambiarios se tradujeron en depreciaciones nominales frente al dólar del 26% desde comienzos de año hasta finales de agosto, y del 15% para la rupia indonesia. Atendiendo a los resultados de equilibrio fijados por el FMI, las cuentas corrientes de 2012 estaban alineadas con sus niveles de equilibrio y, por extensión, sus tipos de cambio efectivos reales no presentaban desviaciones respecto a su valor apropiado. Parece, pues, que la depreciación de estos meses habría sido excesiva en ambos casos.

Para Brasil, Turquía y Sudáfrica las cifras del FMI advierten de un déficit por cuenta corriente excesivo y divisas sobrevaloradas en 2012, que han tendido a corregirse durante este año. En los dos primeros casos las balanzas de cuenta corriente presentaban un desequilibrio aproximado del 2% del PIB, lo que en términos de tipos de cambio efectivos reales equivaldría a sobrevaloraciones del real brasileño y la lira turca en el rango 10%-15%. De ese orden de magnitud fue precisamente la depreciación acumulada por ambas monedas frente al dólar hasta agosto. Sudáfrica presentaba un desequilibrio más preocupante en términos de déficit por cuenta corriente, muy próximo al 4%, lo que implicaba una sobrevaloración del rand entre el 15% y el 20%. No desentona, por lo tanto, que el rand haya experimentado un proceso más avanzado, persistente e intenso de depreciación, que superó con holgura el 20%.

Evolución de divisas emergentes frente al dólar
(Enero 2013 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.