

FOCUS · Deute emergent i desfasament canviari: una combinació que cal vigilar

Al final del 2007, el deute privat (d'empreses no financeres i de llars) del conjunt d'emergents de referència es va situar en el 85% del PIB. Al final del 2016, la xifra s'havia multiplicat per 1,5 i assolí el 134,8%. Un tret distintiu d'aquest augment és el recurs a l'endeutament en divisa estrangera, ja que les empreses han aprofitat les folgades condicions financeres internacionals per finançar-se en «monedes fortes». Així, de mitjana, al final del 2016, el 44% del deute empresarial emergent estava denominat en divisa estrangera.¹

Això és un problema? No, mentre no es produeixi en un grau elevat el que s'anomena desfasament canviari (*currency mismatch*, en anglès). Aquest desfasament es dona quan un actor econòmic té els seus actius i passius, o cobra i paga, en divises diferents. Habitualment, el problema es genera als emergents davant depreciacions substantives de la moneda local, una situació que fa que atendre les seves obligacions amb els prestadors o amb els proveïdors en moneda estrangera sigui més car. A nivell agregat, una bona forma d'aproximar quantitativament el fenomen del desfasament canviari és sumar els passius exteriors nets en moneda estrangera dels bancs, de les empreses i de les llars i dividir-ho per les exportacions. Es tracta, en definitiva, d'identificar si el deute internacional està «cobert» per prou actius exteriors en moneda estrangera o per un flux d'entrada de divises adequat.

Doncs bé, utilitzant una variant del mesurament anterior, es constata que, al final del 2016, alguns emergents es trobaven en situació d'intens desfasament canviari (vegeu el gràfic adjunt). En concret, existia un desequilibri important a Turquia (els passius exteriors nets superaven els cobraments per exportacions) i una mica menor, però encara elevat, al Brasil, a Xile i a Colòmbia.² A aquests quatre països, l'elevat nivell actual deriva d'un fort augment del desfasament canviari des del 2008. Aquestes xifres serveixen per posar sota sospita una idea recurrent, la que afirma que els exportadors de primeres matèries es beneficien d'una cobertura «natural», ja que els esmentats països

sud-americans són productors internacionals d'aquestes matèries i, malgrat tot, pateixen desfasament canviari.

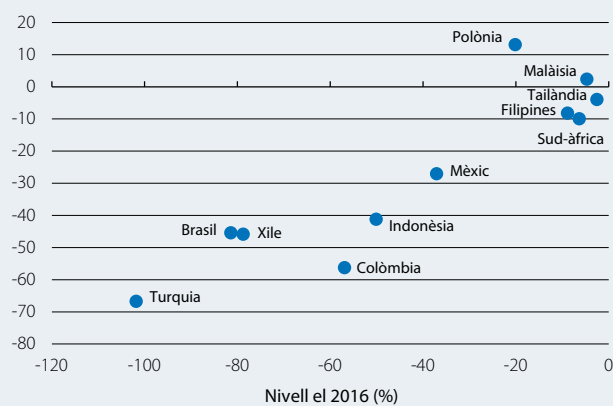
En aquest punt de la discussió, s'acostuma a rebaixar l'alerta recordant que les empreses disposen de la capacitat de cobertura de risc canviari amb l'ús d'instruments financers. La veritat és que, fins i tot en empreses afectades potencialment pel desfasament canviari, la utilització de cobertures financeres seria menor del que es podria esperar. Per exemple, un estudi recent del Banc Central del Brasil constata que, del total de deute empresarial en divises, el 35,5% l'acumulaven exportadors; el 17,5%, no exportadors amb cobertures financeres, i el 47% restant no gaudia de cap cobertura, ni «natural» ni financera.

En definitiva, el risc existeix, i si no se li para més atenció és, probablement, perquè la majoria de divises emergents han experimentat apreciacions notables des del començament de l'any (o fins i tot abans, en casos com el real brasiler). No obstant això, si aquesta tendència es reverteix, es veurà –parafraçant el financer Warren Buffett– qui du vestit de bany i qui no, una incòmoda tessitura que només s'albirarà quan la marea baixi.

Economies emergents: desfasament canviari *

Diferència entre el 2008 i el 2016 **

(p. p.)



Notes: * Calculat com la suma d'actius exteriors nets dels bancs, de les empreses i de les llars més el deute internacional de les empreses dividit per les exportacions de béns i serveis.

Clau d'interpretació: com més negatiu, més desfasament canviari.

** Per a Polònia, variació del 2011 al 2016.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Oxford Economics.

1. El recurs al finançament en divises per part de les famílies és molt menys habitual. Així i tot, cal esmentar l'excepció de Polònia, on el 43% del deute de les llars és en divisa estrangera.

2. El desfasament anterior es calcula amb la suma de tres grups: i) els actius exteriors nets dels bancs nacionals; ii) la diferència entre els préstecs dels bancs internacionals a les llars i a les empreses no financeres menys els seus dipòsits en aquestes entitats, i iii) les emissions internacionals de deute de les empreses no financeres. Aquesta suma es divideix per les exportacions de béns i serveis. Quan es dona el desfasament, el quocient té signe negatiu, i, com més gran sigui aquest desequilibri, més negativa serà la xifra. Es tracta d'un mesurament similar al calculat pel Banc Internacional de Pagaments (vegeu Chui, M. et al., 2016, «A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies», BIS Working Papers, 550).