

## Divisas emergentes: ¿una calma duradera?

- La fuerte depreciación que han sufrido las divisas emergentes en lo que llevamos de año ha reducido la sobrevaloración de muchas de ellas en relación con lo que se podría considerar su valor «fundamental».
- La incertidumbre en torno a la COVID, sin embargo, hace que sea más difícil de lo habitual valorar los «fundamentos» y el nivel de los desequilibrios macroeconómicos en los distintos países.
- Algunos países, como Turquía, muestran un mayor grado de vulnerabilidad porque ya entraron en esta crisis con un elevado nivel de desequilibrios.

En el último año, las divisas emergentes han sufrido una presión depreciatoria no desdeñable, llegando a ser, para algunas monedas, un auténtico desplome. Así, en los últimos 12 meses, el conjunto de las principales divisas emergentes se ha depreciado más de un 9% frente al dólar, y destacan caídas en las cotizaciones de las monedas de Argentina, Turquía y Brasil superiores al 20% y en la zona de los dos dígitos de las divisas de Rusia, Sudáfrica, México y Colombia. Esta pérdida de valor se ha dado, además, en un contexto de fuerte volatilidad de los tipos de cambio emergentes, que repuntó en marzo hasta niveles no vistos desde el agitado verano de 2018. Tanto la pérdida de valor de muchas divisas emergentes como la incertidumbre que las rodea son malas noticias para unas economías que, en los últimos años, han aprovechado ampliamente el contexto financiero propicio para endeudarse en dólares (la deuda total en dólares de Turquía de empresas no financieras y Gobierno, por ejemplo, equivale al 26,3% del PIB).

En este contexto, la recuperación, reciente y ciertamente con fuertes oscilaciones, de las divisas emergentes ha suscitado la lógica expectativa de que quizás estemos a las puertas de un cambio de régimen más duradero. Pero también han abundado las voces que han sugerido que se trata de un movimiento alcista de carácter temporal. A fin de diagnosticar qué parte tiene más argumentos, hay que explorar dos grandes ámbitos, el de los fundamentos macroeconómicos y el de las dinámicas de mercado (en particular, los giros en el llamado *carry trade*).

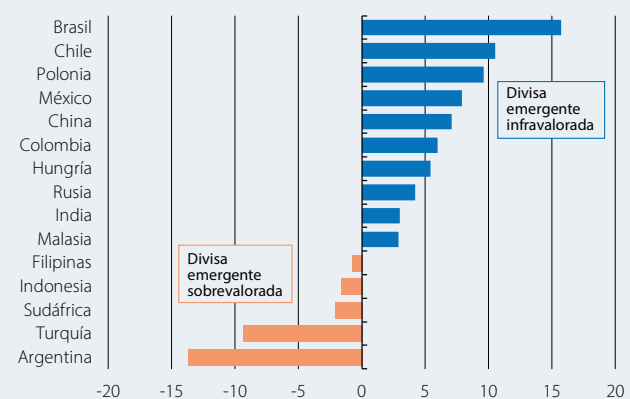
### Divisas emergentes y fundamentales macroeconómicos: menos presión que en el pasado, pero con algunas divisas en el punto de mira

Aunque no sirven tanto para predecir la evolución a corto plazo de las divisas, los fundamentos macroeconómicos ayudan a identificar tendencias de fondo, apreciatorias y depreciatorias. Según el IIF, que elabora uno de los modelos de referencia para valorar el ajuste de los tipos de cambio observados a los fundamentos macroeconómicos, los

1. El IIF sigue la metodología establecida por el FMI en el llamado External Balance Assessment y trata, en síntesis, de estimar cuáles son las posiciones de cuenta corriente de equilibrio para cada país y, a partir de la relación histórica entre tipo de cambio efectivo real y cuenta corriente, inferir el movimiento en la cotización de la divisa que «cerraría» la distancia entre la cuenta corriente observada y la de equilibrio.

### Divisas emergentes: desviación del tipo de equilibrio

Diferencia entre el tipo efectivo real observado y el de equilibrio (%)



**Nota:** Situación en julio de 2020; en naranja, divisas teóricamente sobrevaloradas por fundamentales y, en azul, infravaloradas.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

desequilibrios cambiarios no son excesivos, aunque sí existen desfases importantes en ciertos casos (véase el primer gráfico).<sup>1</sup> Así, y a pesar de la notable depreciación del último año, el peso argentino, la lira turca y el rand sudafricano continúan estando sobrevalorados en términos efectivos y reales.<sup>2</sup> En el sentido opuesto, las fuertes depreciaciones de los últimos meses han situado, siempre según el IIF, en una posición de clara infravaloración a distintas divisas latinoamericanas (la más ostentosa, la del real brasileño; también son notorias la del peso chileno y mexicano) junto con el esloti polaco, el yuan chino o el rublo ruso, por citar algunas de mayor importancia.

En términos globales, los desfases cambiarios en relación con los niveles que se podrían considerar de equilibrio por fundamentales son algo inferiores a los que se estimaban hace un año, fruto, en la mayor parte de los casos, de la fuerte depreciación que han sufrido las divisas emergentes en lo que llevamos de año, pero también de los cambios en la cuenta corriente de muchos emergentes. Así, para el conjunto de los emergentes, el saldo de la cuenta

2. Esta acotación es importante, ya que implica sobrevaloración respecto a la cesta de divisas con la que comercian los países (es decir, no todo el ajuste, de producirse, recaerá en el tipo bilateral de la divisa emergente en cuestión y el dólar) y tiene en cuenta el diferencial de inflación entre países. Pero, en cualquier caso, la presión depreciatoria parece innegable.

corriente pasó del 0,98% del PIB de hace un año al actual 0,62% (siendo el ajuste más fuerte en los países superavitarios que en los deficitarios).

El factor que explica esta tendencia generalizada es el *shock* de la COVID-19, lo que obliga a hacer una lectura cautelosa de los resultados del IIF. Por un lado, hay mucha incertidumbre sobre la evolución de la pandemia durante los próximos trimestres, así como sobre los efectos que acabará teniendo a medio y largo plazo sobre la economía. De este modo, si la crisis es duradera, es de esperar que las distintas variables estructurales que determinan la cuenta corriente de equilibrio se vean alteradas. Pero, además del elemento estructural que captura la cuenta corriente de equilibrio, hay que tener en cuenta que otros aspectos macroeconómicos pueden ser relevantes a corto plazo y estos van a tender a presionar hacia la depreciación en varios emergentes. En ese sentido, las principales vulnerabilidades son las dudas sobre la situación de las finanzas públicas en países como Brasil, Sudáfrica o India; el riesgo geopolítico en países como Rusia; las presiones inflacionistas, en particular, y de nuevo, en Turquía o la escasez de reservas internacionales (y aquí repetimos los nombres de Turquía y Sudáfrica).

**Divisas emergentes y expectativas de mercado: menos apoyo del diferencial de tipos**

Es conocido que, a corto plazo, los *drivers* financieros influyen más en los tipos de cambio que la oferta y la demanda derivadas de la necesidad de atender cobros y pagos por el comercio internacional de mercancías y servicios. No en vano, las posiciones financieras son mucho más elevadas que las comerciales: según cifras del BIS, en 2019 los mercados financieros de divisas negociaron el equivalente a 6,6 billones de dólares al día, mientras que, según la OMC, el comercio mundial de bienes y servicios ascendió a 25 billones de dólares al año. Así pues, ¿cuáles son las expectativas cambiarias que manejan los actores del mercado de divisas?

El consenso de los analistas de mercado, que integran en su diagnóstico tanto la evolución estrictamente financiera de los tipos de cambio como consideraciones de carácter macroeconómico, sugiere que la visión a largo plazo (a un año vista) no difiere en exceso de la presentada en el apartado anterior. Así, la tendencia global para las divisas emergentes sería la de apreciarse, frente al dólar, hasta finales de 2021, con las notorias salvedades de Turquía y, con menor depreciación esperada, Sudáfrica, México y Filipinas (véase el segundo gráfico). Sin embargo, el mercado es menos optimista a corto plazo, ya que espera que en el próximo trimestre exista presión depreciatoria sobre

**Divisas emergentes: previsiones de los analistas de mercado**

Variación (%)



*Nota:* Una cifra positiva indica que la moneda nacional se aprecia frente al dólar y una negativa indica depreciación frente al dólar.

*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

las monedas de México, Sudáfrica, China, Chile, Malasia, India y Filipinas.

En esta expectativa a corto plazo parece pesar un elemento clave, el giro que se ha dado en el diferencial de tipos de interés entre el dólar (y las divisas centrales) y las divisas emergentes, que se está reduciendo, y, en consecuencia, en su expresión en operativa de mercado (el llamado *carry trade*) también es ahora menor.<sup>3</sup> Las estrategias de *carry trade*, consistentes en comprar activos denominados en la moneda emergente (con un mayor tipo de interés) y vender activos denominados en la moneda fuerte (como el dólar, el euro o el yen, con tipos de interés domésticos menores), no dejan de ser una forma de materializar financieramente el diferencial de tipos entre la moneda emergente y el dólar (u otras divisas). Pues bien, dado que dicho diferencial ha tendido a estrecharse, el *carry trade* ha pasado de ser una estrategia muy rentable (y, por tanto, muy utilizada) a serlo menos. Así, por ejemplo, si en los 12 últimos meses una estrategia de compra de activos denominados en rublos y venta de activos denominados en dólares ha generado pérdidas superiores al 6%, un año antes hubiese rentado un 4,5% positivo.

La visión conjunta que se obtiene de la revisión de las variables macroeconómicas y de los desarrollos de mercado más recientes apunta a que el respiro que ha dado la volatilidad de las cotizaciones de las divisas emergentes en los últimos tiempos no debería ser dado por seguro. Las presiones depreciatorias sobre algunos emergentes podrían acabar siendo relevantes.

*Alex Ruiz*

3. En el último año, el diferencial de tipos de interés del bono a 5 años del conjunto de las principales emergentes frente al dólar se ha reducido en 45 p. b.