

## FOCUS · Deuda emergente: un flanco débil ante la normalización monetaria de la Fed

La deuda del sector no financiero (empresas, hogares y sector público) se situó, a nivel mundial, en el 245% del PIB en el 1T 2016, su máximo histórico. Más de dos tercios de la misma corresponde a países avanzados. ¿Quiere eso decir que la deuda de los emergentes no debería preocupar? Esta lectura es probablemente errónea. Aunque el nivel de la deuda emergente es menor que el de los avanzados, su aumento desde 2006 es muy llamativo y, hasta cierto punto, preocupante: mientras que la deuda no financiera avanzada se ha multiplicado por 1,4 desde entonces, la de los emergentes se ha multiplicado por 3,4. En este punto del debate, se acostumbra a argüir que el agregado emergente está dominado por el hecho de que China, por sí sola, representa un 60% del total. China, efectivamente, es un foco de riesgo, pero incluso si se la deja fuera de la ecuación, las señales de alerta se mantienen, ya que la deuda del resto de emergentes se ha duplicado desde 2006.<sup>1</sup>

¿Son estos niveles excesivos? Una vía para responder a esta pregunta consiste en compararlos con su evolución tendencial. Según el BIS, la historia nos dice que cuando la distancia entre el nivel actual del crédito (en porcentaje del PIB) supera en un 10% su tendencia a largo plazo se han acostumbrado a producir crisis financieras en los tres años siguientes.<sup>2</sup> Se encuentran en esta situación de vulnerabilidad, o muy cerca, Chile, Indonesia, Malasia, Arabia Saudí, Tailandia y Turquía.

Asimismo, otro de los aspectos que podrían jugar un papel clave en un entorno adverso de financiación internacional es el referido a la deuda externa. Aunque la visión convencional actual es que la deuda externa no es un problema grave, como sí lo fue en las crisis financieras de las décadas de 1980 y 1990, lo cierto es que dar carpetazo al tema puede ser prematuro. La deuda externa de Malasia y Polonia supera en la actualidad el 70% del PIB, la de Chile, el 60% y la de Turquía y Sudáfrica, el 50%. Todas ellas, cifras demasiado cercanas a los umbrales de seguridad habituales para los emergentes. Otro aspecto relevante es el referido al perfil temporal de la deuda, que se acostumbra a poner en relación con la disponibilidad de reservas internacionales: Turquía se sitúa en zona de mayor vulnerabilidad, ya que sus reservas internacionales no cubren la totalidad de su deuda externa a corto plazo, y apenas lo hacen en los casos de Malasia y Sudáfrica, sugiriendo una capacidad de respuesta limitada ante un eventual tensionamiento de las condiciones financieras.

Además, los pasivos sensibles ante un endurecimiento financiero internacional no son únicamente los que registra

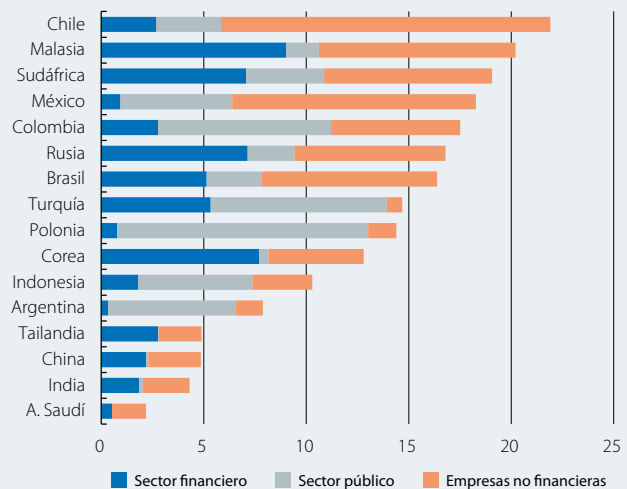
1. Sobre la cuestión china, véase el Focus «La deuda corporativa china: ¿hay motivos para preocuparse?», en el IM10/2016. En el presente Focus, que no aborda la problemática china, el grupo de economías emergentes estudiado está compuesto por: Argentina, Brasil, México, Colombia, Chile, Rusia, India, Indonesia, Malasia, Tailandia, Corea, Turquía, Polonia, Sudáfrica y Arabia Saudí.

2. De forma específica, el BIS estima que, históricamente, cuando esta brecha ha sido del 10% predice correctamente un 70% de las crisis financieras que se produjeron en los tres años siguientes.

la deuda externa. En el contexto de una globalización creciente, el BIS ha alertado repetidamente sobre el riesgo que representa para la solvencia de la matriz de una empresa la emisión de bonos internacionales realizados por filiales radicadas en el extranjero.<sup>3</sup> Aunque *a priori* pueda parecer una casuística anecdótica, no lo es: en el grupo de emergentes analizados, entre 2006 y 2015 el montante del saldo vivo de emisiones de bonos internacionales prácticamente se triplicó, alcanzando el 12,9% del PIB. A medida que ha avanzado el último decenio, el recurso a las emisiones de bonos internacionales por parte del sector público ha tendido a decrecer en la mayoría de países pero, en cambio, han aumentado las emisiones del sector financiero y, especialmente, las de las empresas. En este último segmento, destaca la posición altamente endeudada de Chile (la deuda internacional de empresas asciende al 16,1% del PIB), Malasia (9,6%), Brasil (8,5%) y Sudáfrica (8,2%). Aunque muchas de las empresas endeudadas de estos países se benefician de una cobertura «natural» (son exportadoras que cobran en dólares), las cifras siguen siendo elevadas.

En conclusión, si se comparan las tres listas de emergentes –los que acumulan niveles elevados de deuda, los que exhiben dinámicas de deuda externa menos sólidas y los que han aprovechado quizás en demasía las posibilidades de financiación internacional en moneda extranjera– algunos nombres se repiten (Chile y Malasia) y otros están en dos de las categorías (Brasil, Sudáfrica y Turquía). Por tanto, habrá que estar atento a su capacidad para lidiar con una carga de deuda tan elevada, especialmente en un contexto financiero que probablemente se tornará más exigente en los próximos trimestres a medida que la Fed vaya aumentando el tipo de interés.

**Saldo vivo de bonos internacionales en 2015**  
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bank for International Settlements.

3. Un ejemplo de estas transacciones sería el de una filial de una empresa india radicada en Europa que emite un bono en dólares en Londres.