

FOCUS · ¿Pueden aguantar las economías emergentes la subida de tipos de interés en EE. UU.?

El pasado mes de diciembre, los inversores internacionales acogieron con relativa tranquilidad la decisión de la Reserva Federal (Fed) de iniciar el proceso de subida de su tipo de interés oficial. Incluso en los mercados emergentes, la noticia (por otra parte, esperada) fue recibida en general de manera positiva, a pesar de los temores a los posibles impactos de este paso hacia unas condiciones monetarias y financieras internacionales más restrictivas. Sin embargo, esta reacción inicial no debe ocultar los desafíos que plantea una subida de tipos de interés en EE. UU. para las economías emergentes, en particular el foco de riesgo potencial que representa su elevado nivel de endeudamiento.

En los últimos años, las políticas monetarias muy expansivas de los principales bancos centrales de las economías avanzadas, encabezados por la Fed, han estado acompañadas, en un contexto de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), por un aumento significativo del endeudamiento de las economías emergentes (véase el primer gráfico). Así, el endeudamiento total del bloque emergente, que representaba cerca del 150% del PIB emergente a finales de 2008, alcanzó el 200% del PIB a mediados de 2015. Una proporción significativa de este aumento se ha producido en el balance del sector corporativo no financiero, donde ha pasado de un 60% del PIB en 2008 a cerca de un 90%. Además, el peso de la deuda corporativa en dólares está actualmente, en promedio, alrededor del 10% del PIB, una cifra que puede no parecer muy alta pero que se localiza en un universo concentrado de empresas.

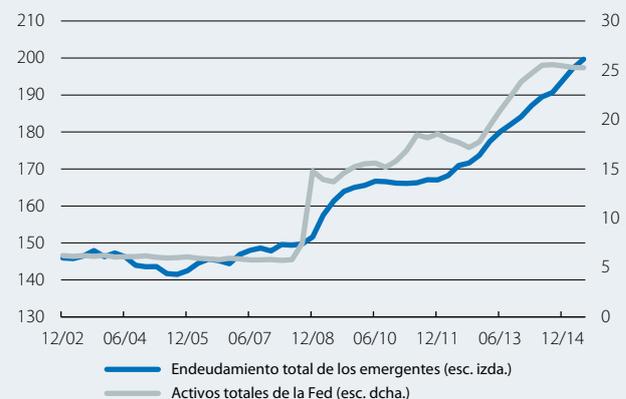
En estas condiciones, la subida del tipo oficial en EE. UU. conlleva riesgos potenciales evidentes para las economías emergentes. Por un lado, favorece la apreciación del dólar, lo que se traduce en un aumento del valor real en moneda local de la deuda emergente. Además, presiona al alza los tipos de interés en los países en desarrollo, lo que incrementa los costes de servicio de la deuda en moneda local y limita las posibilidades de refinanciar en condiciones sostenibles la deuda que vaya venciendo.

Sin embargo, varios elementos apuntan a que estos riesgos pueden ser limitados y no afectar por igual a todos los países. Primero, la subida del tipo oficial iniciada por la Fed se daba ya por descontada desde hacía tiempo y los mercados han ido ajustándose desde el *taper tantrum* de 2013 (los tipos de interés de las nuevas emisiones se han ido deslizando al alza desde entonces). En segundo lugar, el carácter gradual que se anticipa para este ciclo de subida otorgará más tiempo y flexibilidad a los agentes económicos para ajustarse a las nuevas condiciones. Además, el endurecimiento de las condiciones monetarias en EE. UU. está vinculado a la mejoría de la economía estadounidense, lo que debería beneficiar, en general, a los países emergentes y, en particular, a aquellas empresas emergentes más dependientes de las exportaciones a EE. UU. (probablemente son las que más se han endeudado en dólares).

Finalmente, no debemos medir a todos los países con el mismo rasero. Por ejemplo, preocupan más el significativo incremento de la deuda en China (véase el segundo gráfico) o la elevada exposición en dólares de la deuda corporativa en Turquía. A su vez, las empresas del sector de las materias primas, cuyos ingresos en dólares se han reducido fuertemente por las caídas del precio de sus ventas, pueden ser también una mayor fuente de vulnerabilidad.

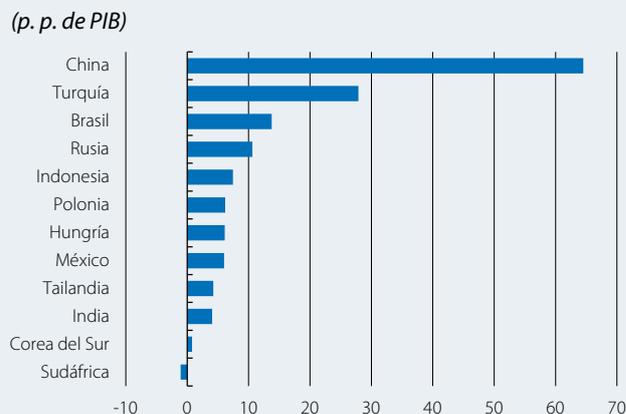
En definitiva, la transición hacia un entorno de tipos más altos puede, sin duda, ir acompañada de episodios de tensión, aunque no tiene por qué ser la causa de una crisis de grandes proporciones. Como muestra el reciente repunte de aversión en los mercados, elementos relacionados con los desequilibrios macroeconómicos de las economías emergentes, muy particularmente los referidos a la economía China, y la evolución del precio de las materias primas tendrán un papel clave en la estabilidad financiera de dichas economías a medio o largo plazo. Más incluso que lo que suceda con los tipos de interés de EE. UU.

Evolución del endeudamiento total en las economías emergentes y balance de la Fed (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del BIS.

Crecimiento de la deuda del sector corporativo no financiero (p. p. de PIB)



Nota: * Entre el 4T 2008 y el 2T 2015.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, del BIS y del IIF.