Perspectives dels mercats emergents el 2017

Els actius financers dels països emergents han estat la gran sorpresa positiva des de l'inici del 2016 i han trencat una ratxa de diversos anys de penúria. Els analistes estan dividits entre els qui creuen que només és una treva i els qui veuen un punt d'inflexió durador. Els dos bàndols articulen els arguments sota el marc conceptual dels factors d'embranzida i d'atracció de fluxos de capitals, que, sens dubte, continua sent molt útil per analitzar el comportament dels mercats emergents. Els pessimistes consideren que l'element dominant serà el previsible deteriorament de les condicions financeres globals, que afeblirà l'«embranzida» de capital cap als actius emergents. Els optimistes posen l'èmfasis en la millora que s'aprecia, des de fa alguns trimestres, en el quadre macroeconòmic d'aquests països, que «atraurà» capital cap a ells. És evident que són dues forces contraposades, però no és clar quina magnitud aconseguiran i com interactuaran. La nostra valoració de les dinàmiques en funcionament ens empeny a decantar-nos per un escenari moderadament positiu.

L'any 2016 ha estat una carrera d'obstacles per als actius emergents: els temors sobre l'economia xinesa al gener, el *brexit* al juny i la victòria de Trump al novembre, per esmentar els més destacats. Malgrat això, l'índex MSCI Emerging Markets registra una progressió del 7% des del començament de l'exercici, per damunt del 2% del seu homòleg de països desenvolupats i en clar contrast amb la caiguda del 17% que va patir el 2015. Al mercat de renda fixa, el diferencial dels bons emergents s'ha reduït el 30% des dels màxims del gener, segons l'índex global de J. P. Morgan. Finalment, al mercat de divises, i malgrat algunes excepcions notables, com les del peso mexicà o la lira turca, el 2016 ha estat marcat, també, per una tendència a l'alça de les monedes emergents. Aquest comportament globalment positiu ha tingut l'ajuda de forces d'embranzida i d'atracció. D'una banda, la recerca de rendibilitat per part dels inversors internacionals, fomentada pel to ultraacomodatici dels bancs centrals del G3, va incidir amb gran intensitat durant la primera meitat de l'any. De l'altra, els factors d'atracció van començar a adquirir un paper creixent a partir de l'estiu, gràcies als signes d'estabilització a la Xina i a la millora de la conjuntura en altres emergents importants (modesta però suficient per destacar en un context de creixement feble al bloc desenvolupat).[1]

Els pessimistes creuen que el clima financer global que s'aproxima el 2017 passarà a ser molt hostil per als actius dels països en desenvolupament, en particular per aquells on el nivell d'endeutament és massa elevat.[2] Alerten sobre dos grans riscos en l'entorn exterior. El primer procedeix del procés de normalització del tipus oficial de la Reserva Federal nord-americana (Fed). Això ja va ser motiu de preocupació durant la segona meitat del 2015, quan la Fed va dur a terme la primera pujada de tipus després de la gran crisi del 2008. Aquell episodi, juntament amb les preocupacions sobre l'economia xinesa, es va saldar amb una dura patacada per als actius emergents, que es va allargar fins al febrer del 2016. Ara té una probabilitat molt alta de concretar-se ràpidament,[3] la qual cosa desperta el temor a una repetició del que va succeir el 2015. De fet, alguns rememoren el *taper tantrum* del 2013, quan la Fed va anunciar la intenció de reduir el ritme del programa de compra d'actius (QE) i va desencadenar fortes turbulències als mercats globals: la rendibilitat del bo nord-americà a 10 anys va repuntar més de 100 p. b. i nombrosos mercats emergents van patir un deteriorament sobtat i intens de les condicions financeres. Sortides de capitals, reducció de la liquiditat, forta depreciació de les divises, increment substancial dels diferencials de crèdit i caigudes de les borses van ser els principals impactes d'aquell inesperat primer pas (verbal) cap a la normalització de la política monetària als EUA. Aquests mateixos efectes s'han observat històricament quan actua el segon factor que preocupa als pessimistes: els augments de l'aversió global al risc. Els tres grans episodis del 2016 esmentats més amunt (la Xina, el *brexit* i Trump) han estat capejats raonablement bé, però no es poden donar per tancats de manera definitiva. A més a més, de cara al 2017, s'obren altres fronts, també prou importants per provocar repunts de l'aversió al risc. En particular, la incertesa política que pot emanar d'una agenda electoral molt carregada a Europa.[4]

Els optimistes exposen cinc arguments bàsics per defensar que els riscos associats a una degradació de les condicions financeres mundials seran manejables i per pronosticar que els actius emergents podran sostenir els avanços del 2016. Els tres primers repliquen de forma directa les inquietuds dels pessimistes. Els dos últims posen l'accent en les condicions internes actuals dels països emergents, que semblen raonablement propícies per atreure els inversors.

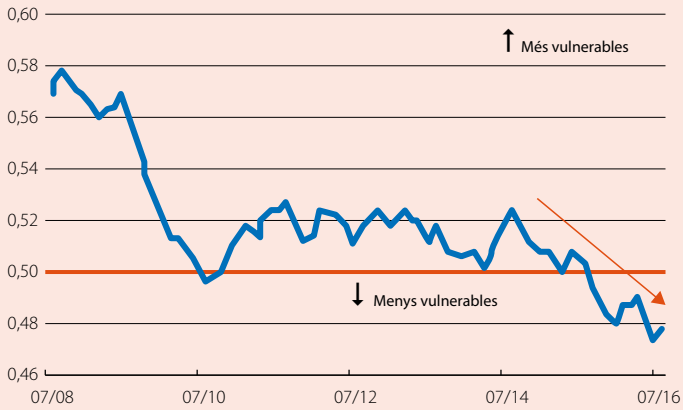
Primer, tot i que es donen les condicions perquè la Fed dugui a terme un ajust gradual dels tipus d'interès, sembla que aquesta normalització és ara ben descomptada pels inversors, situació que contrasta amb la sorpresa que va comportar el conat de *tapering* el 2013. Això disminueix la probabilitat d'un ajust abrupte de les condicions financeres i atorga flexibilitat als països emergents per ajustar-se a un entorn global menys lax. A més a més, el 2016 ha ensenyat que la Fed prefereix pecar per excés de prudència i que té molt en compte l'evolució de l'entorn exterior, fins al punt d'estar disposada a revisar el perfil de la normalització del tipus oficial per no desestabilitzar, precisament, els mercats internacionals (sobretot, en el cas de les possibles repercussions sistèmiques).

1. Per a més detalls, vegeu el Focus «Borses dels països emergents: el torn dels factors interns», de l'IM11/2016.
2. Per a més detalls, vegeu el Focus «Deute emergent: un flanc feble davant la normalització monetària de la Fed», de l'IM11/2016.
3. Sobre aquesta qüestió, vegeu l'article «Política monetària el 2017: navegant amb el vent a favor, però amb mar de fons», del present Dossier.
4. Per a més detalls, vegeu l'article «Política i economia el 2017: un binomi inseparable», del present Dossier.

Segon, tot i que és veritat que la incertesa política és capaç de generar més nerviosisme a totes les latituds, aquest risc es concentra més al bloc desenvolupat. En aquest sentit, la reacció dels inversors al *brexit* és reveladora, atès que va propiciar un millor comportament relatiu dels actius emergents. És a dir, va demostrar que una major aversió global al risc amb origen als països avançats no sempre afecta negativament, i fins i tot pot afavorir, els mercats financers emergents. En aquest sentit, l'orientació de l'Administració Trump en política comercial és, potser, el factor de risc més real per a les economies emergents, però cal preveure que, tant en aquest front com en altres, el Congrés dels EUA pot jugar un paper moderador.

Vulnerabilitat macroeconòmica de les economies emergents

*Nivell **



Nota: ** Índex de 0 a 1, on 0,50 és la mitjana històrica. Aquest índex captura la fragilitat econòmica dels països emergents basant-se en variables clau sobre (i) l'estabilitat macroeconòmica (creixement econòmic i inflació); (ii) el nivell de palanquejament del sector privat (evolució del crèdit, endeutament privat i tipus d'interès reals); (iii) els desequilibris externs (compte corrent, reserves i tipusde canvi), i (iv) el risc sobirà (saldo fiscal i endeutament públic).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Deutsche Bank.*

Tercer, i relacionat amb els dos anteriors, la vulnerabilitat davant eventuals degradacions de les condicions financeres globals és ara menor que el 2013 o el 2015, perquè l'exposició dels inversors internacionals als actius financers emergents és molt més baixa que llavors. Per exemple, les dades referides a la composició de les carteres de fons d'inversió i de pensions occidentals mostren que, en l'actualitat, el pes dels actius emergents s'ha situat en el 12%, molt a la vora dels mínims de l'11% assolits al començament del 2016 o després de la Gran Recessió del 2009 (és a dir, després que els pànics venedors haguessin impactat). En canvi, just abans del *taper tantrum*, la xifra era del 17%, prop dels màxims històrics. Això fa pensar que, malgrat que la degradació de les condicions financeres globals fos una mica més abrupta del que s'espera, no hauria de provocar esdeveniments disruptius per als mercats emergents.

Quart, la valoració dels actius financers emergents es troba, en conjunt, en nivells raonablement atractius. D'entrada, diversos mesuraments dels tipus de canvi d'equilibri indiquen que, en la majoria dels casos, les divises emergents cotitzen per sota del seu valor fonamental. La ràtio PER es troba prop de l'11,5 per a l'índex MSCI Emerging Markets, per sota de la mitjana de 12,5 registrada des del començament del 1990. Al mercat de renda fixa, la situació és una mica més apurada des d'una perspectiva històrica, d'acord amb el que succeeix a tot el món a causa de l'impacte de les polítiques no convencionals dels bancs centrals. Així, el diferencial de crèdit sobirà es troba gairebé 1 p. p. per sota de la mitjana històrica calculada des del final dels anys noranta (tot i que es manté en la part alta del rang observat des del 2009, quan van començar aquestes polítiques no convencionals).

Finalment, i no per això menys important, la millora del quadre macroeconòmic de la majoria de les economies emergents en els últims anys els proporciona més atractiu i més capacitat de resiliència davant de condicions financeres adverses. Així, des de mitjan 2014, els països emergents han aconseguit reduir de manera substancial la vulnerabilitat macroeconòmica (vegeu el gràfic anterior). Diversos estudis demostren que l'impacte d'un canvi de política monetària a les economies desenvolupades sobre les condicions financeres dels països emergents depèn, principalment, dels fonaments macroeconòmics propis de cada país.[5] Igualment, altres estudis posen de manifest que, quan aquests fonaments són sòlids, es mitiguen de forma substancial els efectes negatius d'un repunt de l'aversió global al risc.[6] És més, la importància dels fonaments propis ha augmentat des de la meitat dels anys 2000.[7] És a dir, els inversors internacionals discriminen cada vegada més dins el variat grup de països emergents (com es va constatar durant el *taper tantrum*).

En definitiva, als pessimistes no els falta raó quan adverteixen dels riscos que planen sobre els mercats emergents el 2017. Sens dubte, són aquí. Però els matisos tranquil·litzadors que aporten els optimistes, relatius al posicionament de les carteres i a les expectatives dels inversors, són convincents. En última instància, que continuï la lenta però meritòria millora dels fonaments econòmics és clau perquè els guanys del 2016 tinguin continuïtat l'any que comença. Així ho esperem.

Mathieu Fort
Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

5. Vegeu, per exemple, Santacreu, A. M. (2015), «The Economic Fundamentals of Emerging Market Volatility», Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, Núm. 2, 2015.
6. Yildirim, Z. (2016), «Global financial conditions and asset markets: Evidence from fragile emerging economies», Economic Modelling, volum 57, setembre del 2016, pp. 208-220.
7. Ahmed, S., Coulibaly, B. i Zlate, A. (2015), «International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?», Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 1.135, abril.