

## FOCUS · Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres

En les últimes setmanes, s'està vivint una etapa de forta pressió depreciadora sobre diverses divises emergents. Així, des del final d'abril, quan es va començar a materialitzar amb més virulència l'alça del dòlar i del tipus d'interès nord-americans, el peso argentí s'ha depreciat gairebé el 20% en relació amb el dòlar; la lira turca, més del 10%, i un ampli nombre de monedes (el zloty polonès, el real brasiler, el peso mexicà, el peso xilè i el peso colombià) s'han mogut a la zona del -6% al -4%. Tot plegat ha alertat els inversors i ha suscitat un interrogant important: som a l'avantsala d'una crisi dels emergents de caràcter més o menys generalitzat o, senzillament, han coincidit en el temps problemes de països puntuals afectats per factors idiosincràtics?

Per respondre aquesta pregunta, vegem primer quins ensenyaments es poden extreure dels casos argentí i turc, els més penalitzats per l'estrès financer. La qüestió central és dilucidar quins són els motius pels quals els inversors aposten contra les seves divises. Més enllà d'aspectes especulatiu a curt termini, sembla que el factor principal és l'erosió de la credibilitat dels dos governs en relació amb la seva estratègia de política econòmica. En el cas argentí, aquesta estratègia s'implementa amb un enfocament gradualista (enfrent a l'alternativa d'un ajust més intens, però també circumscrit a un període més breu). Malgrat que, el 2016 i el 2017, semblava que aquesta estratègia tenia el vistiplau dels mercats, en els últims mesos, s'han posat de manifest dos problemes. En primer lloc, l'estratègia no produeix tots els resultats esperats. Així, malgrat les mesures adoptades, els desequilibris macroeconòmics continuen sent notables, en especial la inflació elevada (el 26,5% interanual a l'abril), el dèficit per compte corrent persistent (el 4,6% del PIB al final del 2017) i un dèficit públic a la zona del 6,5% del PIB per al conjunt del 2017.

Una segona feblesa de l'estratègia és que s'han percebut elements d'inconsistència, ja que, mentre que s'anuncien objectius ambiciosos, no és clar que es prenguin les mesures coherents amb aquests objectius. El cas més obvi d'aquesta feblesa s'ha donat en matèria de lluita contra la inflació. De fet, el peso argentí es va començar a afeblir al desembre, quan es va anunciar un objectiu d'inflació del 15% per al 2018 que va ser rebut amb dubtes pels inversors, dubtes que es van redoblar quan, al gener, el banc central va optar per rebaixar el tipus de referència. En aquesta tessitura, el resultat final d'aquesta falta de proactivitat, després de costoses intervencions als mercats canviaris, de dur el tipus de referència al 40% i de forçar els bancs comercials a reduir les tinences en divisa estrangera, ha estat sol·licitar l'ajuda financera a l'FMI.

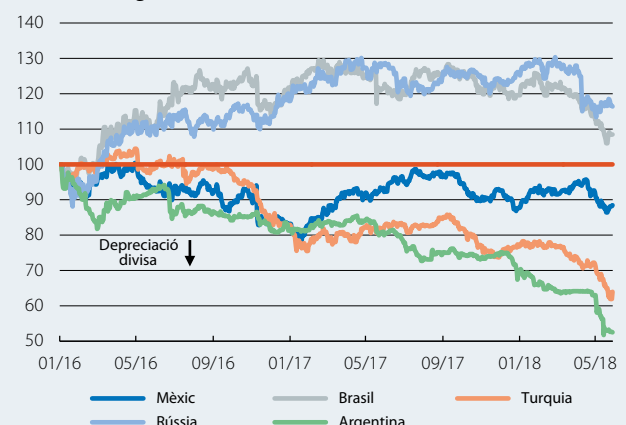
La revisió de l'episodi turc ofereix conclusions similars. En aquest cas, la preocupació dels inversors ha anat creixent a mesura que es confirmava que la política econòmica no actuava per contrarestar els elevats desequilibris macroeconòmics. Així, amb el país creixent més del 7% en el 4T 2017 (última xifra coneguda), amb la inflació en el 10,8% a l'abril i amb el dèficit per compte corrent en el 5,6% del PIB el 2017, no ha estat fins al final de maig que s'ha començat a prendre mesures clares per afrontar la realitat: pujada del tipus de referència en 300 p. b., fins al 16,5%; simplificació del sistema d'implementació de la política monetària, i enduriment de certs aspectes macroprudencials. Segurament, en la ment dels inversors, massa poc i massa tard.

Per tant, els dos països comparteixen la combinació desafortunada de desequilibris macroeconòmics i d'una política econòmica inadequada. Estan en una tessitura similar la resta d'emergents i, en especial, els més castigats per les depreciacions recents? Respondre aquesta pregunta crucial requereix interrogar-se sobre la situació dels principals emergents en termes de vulnerabilitats externes i internes i sobre el marge de maniobra de la política econòmica davant possibles *shocks*. Com és lògic, la pitjor combinació serà la presentada pels països amb elevats desequilibris i amb poc marge per absorbir els *shocks*.

Pel que fa al primer àmbit, al grup de principals emergents i en relació amb la situació el 2007, quan s'estava al final de l'anterior cicle de creixement als països emergents, es constaten dues grans conclusions. La primera és que el principal desequilibri deriva de l'acumulació de deute, que es reflecteix tant en l'augment del deute extern (més de 8 p. p. superior en l'actualitat que el 2007) com en el

### Monedes emergents

Índex (100 = gener 2016)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

crèdit a nivell intern (mesurat per la distància entre el quocient crèdit/PIB i la seva tendència de llarg termini). Considerant aquesta evolució de l'agregat dels emergents, alguns països destaquen negativament. És el cas de Turquia, de l'Argentina, de Sud-àfrica, d'Indonèsia, de Colòmbia, de Malàisia, d'Hongria, de Polònia o de Xile (vegeu la taula adjunta per identificar els països més mal situats en cada desequilibri).

Pel que fa al marge de maniobra davant possibles *shocks* que activin les vulnerabilitats, tres aspectes claus són saber si tenen prou divises per intervenir en defensa de la seva moneda, si la posició fiscal és folgada i si existeix prou marge de pujada de la política monetària sense que els tipus de referència se situïn en nivells inassumibles. Com succeïa amb les vulnerabilitats, la capacitat per mitigar els possibles *shocks* és inferior a la desitjable a l'Argentina, a Turquia, a Sud-àfrica, a Malàisia, al Brasil i a Hongria. La presa de decisions, a més a més, es pot veure entorpidida pel fet que, entre el 2018 i el 2019, hi haurà eleccions als quatre primers països.

En definitiva, la llista d'emergents fràgils que deriva de la revisió anterior, i d'exercicis similars d'altres institucions, és força àmplia i inclouria l'Argentina, Turquia, Sud-àfrica, Colòmbia, Malàisia, Hongria, el Brasil i Indonèsia.

En aquest context, quina és la seva sensibilitat als *shocks* potencials, com un enduriment contundent de les condicions financeres globals?

Per calibrar-ne l'impacte, analitzem les funcions d'impuls-resposta d'un VAR dels emergents fràgils i d'un altre per a la resta d'emergents principals, davant un enduriment de l'índex de condicions financeres global d'1,5 punts.<sup>1</sup> Doncs bé, d'acord amb l'experiència històrica (2007-2017), un enduriment de les condicions financeres d'aquest calibre, si es produís de forma sobtada, tindria un impacte sobre el creixement dels emergents fràgils, aproximadament, d'1,7 p. p. al cap de dos trimestres, mentre que, a la resta d'emergents, aquest impacte seria de l'ordre de 0,9 p. p. No es tracta d'un impacte reduït, i, en qualsevol cas, caldria prendre'l com un llinzar mínim, ja que la complaença dels inversors davant els desequilibris i la permissibilitat pel que fa a les polítiques econòmiques no encertades seran, previsiblement, menors que en el passat.

Però tot plegat no comporta que la sentència estigui dictada. D'entrada, sembla que el mercat discrimina entre emergents, de manera que, fins i tot quan la pressió financera sobre l'Argentina o sobre Turquia era màxima, el contagi era relativament contingut. Un segon element que cal retenir és que molts dels emergents fràgils esmentats, per la seva dimensió relativament reduïda o per la seva posició tangencial en els fluxos comercials i financers globals,

1. Un enduriment d'aquesta intensitat sembla raonable si analitzem l'evolució històrica de les condicions financeres en èpoques d'augment de tipus d'interès als EUA i l'escenari previst per als propers anys.

tenen un paper que difícilment pot ser considerat sistèmic. En definitiva, com diem al títol del present Focus, l'Argentina i Turquia no haurien de ser representatius del destí de gaires emergents, tot i que, certament, tampoc són, al capdavant, casos atípics.

### Economies emergents: vulnerabilitats i marge de maniobra

	Última dada	Canvi des de 1T 2007 (p. p.)	Cinc pitjors països
<b>Desequilibris interns i externs</b>			
Saldo compte corrent (% PIB)	-0,97	-3,42	Turquia, Argentina, Colòmbia, Sud-àfrica i Indonèsia
Deute extern (% PIB)	40,61	8,24	Hongria, Polònia, Xile, Malàisia i Turquia
Deute extern c/termini (% PIB)	29,04	4,69	Malàisia, Turquia, Hongria, Sud-àfrica i Polònia
Inflació (%)	4,61	-0,61	Argentina, Turquia, Mèxic, Índia i Colòmbia
Credit-to-GDP gap* (% en relació amb la tendència)	0,08	1,63	Xina, Indonèsia, Colòmbia, Xile i Mèxic
<b>Factors mitigants d'un shock advers</b>			
Ràtio divises entre deute extern a c/t	3,44	-0,38	Turquia, Argentina, Malàisia, Sud-àfrica i Hongria
Saldo públic (% PIB)	-2,62	-4,36	Brasil, Argentina, Malàisia, Sud-àfrica i Indonèsia
Deute públic (% PIB)	40,82	6,04	Brasil, Hongria, Argentina, Sud-àfrica i Colòmbia
Tipus d'interès de referència (%)	6,73	-0,91	Argentina, Turquia, Rússia, Mèxic i Brasil

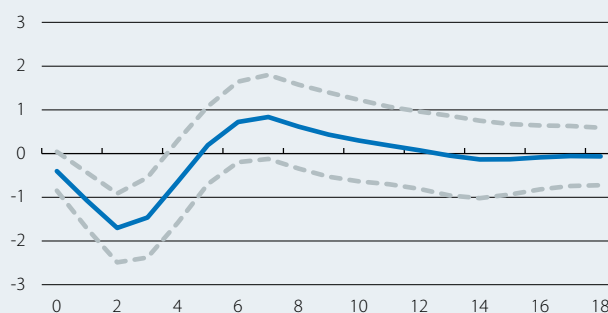
**Notes:** Els valors en vermell impliquen que empitjora la vulnerabilitat o el marge de maniobra; els valors en verd denoten que es redueix la vulnerabilitat o el marge de maniobra. Les dades es corresponen amb la mitjana simple de les variables calculada per a una mostra de països emergents composta per Turquia, Rússia, Sud-àfrica, Polònia, Hongria, Aràbia Saudita, Xina, Índia, Indonèsia, Malàisia, Brasil, Mèxic, Perú, Colòmbia, Argentina i Xile.

\* Diferència entre el quocient crèdit/PIB i la seva tendència a llarg termini.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

### Resposta del creixement dels emergents més vulnerables a un shock financer global

(p. p.)



**Nota:** S'estima un vector autoregressiu de quart ordre que inclou dades trimestrals de l'índex de condicions financeres globals, del creixement dels emergents més vulnerables i del creixement dels menys vulnerables. Les línies discontinues representen un interval de confiança del 95%.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.