

## FOCUS · Emergentes frágiles: Argentina y Turquía, ni casos excepcionales, ni los primeros de muchos otros

En las últimas semanas se está viviendo una etapa de fuerte presión depreciatoria sobre diversas divisas emergentes. Así, desde finales de abril, que es cuando se empezó a materializar con más virulencia el alza del dólar y del tipo de interés norteamericanos, el peso argentino se ha depreciado cerca de un 20% respecto al dólar, la lira turca más de un 10% y un amplio número de monedas (entre ellas, el zloty polaco, el real brasileño, el peso mexicano, el peso chileno y el peso colombiano) se han movido en la zona del -6% al -4%. Todo ello ha alertado a los inversores y ha suscitado un interrogante importante: ¿estamos en la antesala de una crisis de los emergentes de carácter más o menos generalizado o, sencillamente, han coincidido en el tiempo problemas de países puntuales afectados por factores idiosincráticos?

A fin de responder a la cuestión, veamos primero qué enseñanzas se pueden extraer de los casos argentino y turco, los más penalizados por el estrés financiero. La cuestión central es dilucidar cuáles son los motivos por los que los inversores están apostando contra sus divisas. Más allá de aspectos especulativos a corto plazo, el factor principal parece ser la erosión de la credibilidad de ambos gobiernos respecto a su estrategia de política económica. En el caso argentino, dicha estrategia se está implementando con un enfoque gradualista (frente a la alternativa de un ajuste más intenso, pero también circunscrito a un periodo más breve). Aunque en 2016 y 2017 dicha estrategia parecía tener el visto bueno de los mercados, en los últimos meses se han puesto de manifiesto dos problemas. En primer lugar, la estrategia no está produciendo todos los resultados esperados. Así, a pesar de las medidas adoptadas, los desequilibrios macroeconómicos siguen siendo notables, en especial la abultada inflación (26,5% interanual en abril), el persistente déficit por cuenta corriente (4,6% del PIB a finales de 2017) y un déficit público en la zona del 6,5% del PIB para el conjunto de 2017.

Una segunda debilidad de la estrategia es que se han percibido elementos de inconsistencia, ya que, mientras que se anuncian objetivos ambiciosos, no está claro que se estén tomando las medidas coherentes con dichos objetivos. El caso más obvio de dicha debilidad se ha dado en materia de lucha contra la inflación. De hecho, el peso argentino empezó a debilitarse el pasado mes de diciembre, cuando se anunció un objetivo de inflación del 15% para 2018 que fue recibido con dudas por los inversores, dudas que se redoblaron cuando, en enero, el banco central optó por rebajar el tipo de referencia. En esta tesitura, el resultado final de esta falta de proactividad, tras costosas intervenciones en los mercados cambiarios, llevar el tipo de referencia al 40% y forzar a los bancos comerciales a redu-

cir sus tenencias en divisa extranjera, ha sido solicitar la ayuda financiera al FMI.

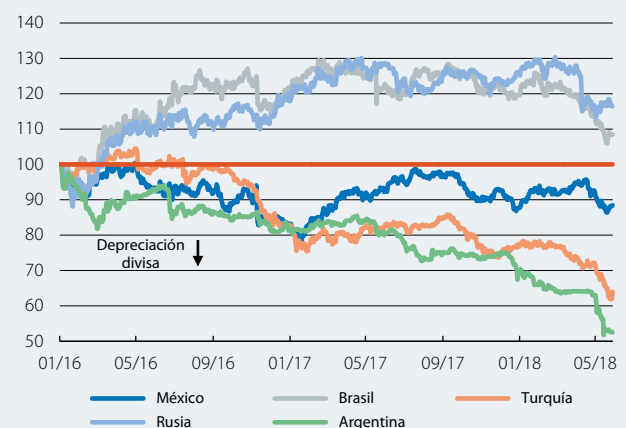
La revisión del episodio turco arroja conclusiones similares. En este caso, la preocupación de los inversores ha ido creciendo a medida que se confirmaba que la política económica no estaba actuando para contrarrestar los abultados desequilibrios macroeconómicos. Así, con el país creciendo más de un 7% en el 4T 2017 (última cifra conocida), y con la inflación en el 10,8% en abril y el déficit por cuenta corriente en el 5,6% del PIB en 2017, no ha sido hasta finales de mayo que se han empezado a tomar medidas claras para afrontar la realidad: subida del tipo de referencia en 300 p. b., hasta el 16,5%, simplificación del sistema de implementación de la política monetaria y endurecimiento de ciertos aspectos macroprudenciales. Seguramente, en la mente de los inversores, demasiado poco, demasiado tarde.

Por tanto, ambos países comparten la combinación desafortunada de desequilibrios macroeconómicos y una política económica inadecuada. ¿Están en una tesitura similar el resto de emergentes y, en especial, los más castigados por las depreciaciones recientes? Atender a estas preguntas cruciales requiere interrogarse sobre la situación de los principales emergentes en términos de vulnerabilidades externas e internas y del margen de maniobra de la política económica ante posibles *shocks*. Como es lógico, la peor combinación será la que presenten países con elevados desequilibrios y poco margen para absorber los *shocks*.

Por lo que se refiere al primer ámbito, en el grupo de principales emergentes y respecto a la situación en 2007, cuando se estaba al final del anterior ciclo de crecimiento en los países emergentes, se constatan dos grandes con-

### Monedas emergentes

Índice (100 = enero 2016)



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

clusiones. La primera es que el principal desequilibrio deriva de la acumulación de deuda, que se refleja tanto en el aumento de la deuda externa (es más de 8 p. p. mayor en la actualidad que en 2007) como en el crédito a nivel interno (medido por la distancia entre el cociente crédito/PIB y su tendencia de largo plazo). Siendo esta la evolución del agregado de emergentes, algunos países destacan negativamente. Es el caso de Turquía, Argentina, Sudáfrica, Indonesia, Colombia, Malasia, Hungría, Polonia o Chile (véase la tabla adjunta para identificar a los países peores situados en cada desequilibrio).

En cuanto al margen de maniobra ante posibles shocks que activen las vulnerabilidades, tres aspectos claves son saber si tienen suficientes divisas para intervenir en defensa de su moneda, si la posición fiscal es holgada y si existe margen de subida de la política monetaria sin que los tipos de referencias se sitúen en niveles inasumibles. Como sucedía con las vulnerabilidades, la capacidad para mitigar posibles shocks es menor de lo deseable en Argentina, Turquía, Sudáfrica, Malasia, Brasil y Hungría. La toma de decisiones, además, se puede ver entorpecida por el hecho de que entre 2018 y 2019 habrá elecciones en los cuatro primeros países.

En definitiva, la lista de emergentes frágiles que deriva de la revisión anterior, y de ejercicios similares de otras instituciones, es bastante amplia e incluiría Argentina, Turquía, Sudáfrica, Colombia, Malasia, Hungría, Brasil e Indonesia.

En este contexto, ¿cuál es su sensibilidad frente a potenciales shocks como un endurecimiento pronunciado de las condiciones financieras globales?

Para calibrar su impacto, analizamos las funciones de impulsorespuesta de un VAR de los emergentes frágiles, y otro para el resto de emergentes principales, ante un endurecimiento del índice de condiciones financieras global de 1,5 puntos.<sup>1</sup> Pues bien, de acuerdo con la experiencia histórica (2007-2017), un endurecimiento de las condiciones financieras de este calibre, si se produjera de forma repentina, tendría un impacto sobre el crecimiento de los emergentes frágiles de alrededor de 1,7 p. p. al cabo de dos trimestres, mientras que en el resto de emergentes este sería del orden de 0,9 p. p. No se trata de un impacto reducido y, en cualquier caso, debería tomarse como un umbral mínimo, toda vez que la complacencia de los inversores ante los desequilibrios y su permisibilidad respecto a políticas económicas no acertadas será previsiblemente menor que en el pasado.

Pero todo ello no comporta que la sentencia esté dictada. De entrada, el mercado parece estar discriminando entre emergentes, de manera que, incluso cuando la presión

1. Un endurecimiento de esta intensidad parece razonable si analizamos la evolución histórica de las condiciones financieras en épocas de aumento de tipos de interés en EE. UU. y el escenario previsto para los próximos años.

financiera sobre Argentina o Turquía estaba siendo máxima, el contagio era relativamente contenido. Un segundo elemento que retener es que muchos de los emergentes frágiles citados, por su tamaño relativamente reducido o por su posición tangencial en los flujos comerciales y financieros globales, tienen un papel que difícilmente se puede considerar sistémico. En definitiva, como titulamos en el presente Focus, Argentina y Turquía no deberían ser el destino de muchos emergentes, aunque ciertamente tampoco son, en puridad, casos atípicos.

### Economías emergentes: vulnerabilidades y margen de maniobra

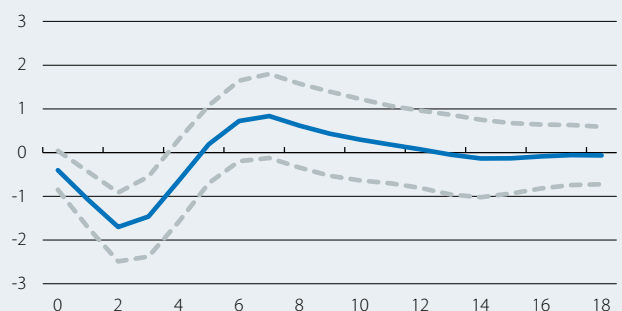
|  | Último dato | Cambio desde 1T 2007 (p. p.) | Cinco peores países                                 |
|--|-------------|------------------------------|---|
| <b>Desequilibrios internos y externos</b>      |             |                              |   |
| Saldo cuenta corriente (% PIB)                 | -0,97       | -3,42                        | Turquía, Argentina, Colombia, Sudáfrica e Indonesia |
| Deuda externa (% PIB)                          | 40,61       | 8,24                         | Hungría, Polonia, Chile, Malasia y Turquía          |
| Deuda externa c/plazo (% PIB)                  | 29,04       | 4,69                         | Malasia, Turquía, Hungría, Sudáfrica y Polonia      |
| Inflación (%)                                  | 4,61        | -0,61                        | Argentina, Turquía, México, India y Colombia        |
| Credit-to-GDP gap* (% respecto tendencia)      | 0,08        | 1,63                         | China, Indonesia, Colombia, Chile y México          |
| <b>Factores mitigantes de un shock adverso</b> |             |                              |   |
| Ratio divisas entre deuda externa a c/p        | 3,44        | -0,38                        | Turquía, Argentina, Malasia, Sudáfrica y Hungría    |
| Saldo público (% PIB)                          | -2,62       | -4,36                        | Brasil, Argentina, Malasia, Sudáfrica e Indonesia   |
| Deuda pública (% PIB)                          | 40,82       | 6,04                         | Brasil, Hungría, Argentina, Sudáfrica y Colombia    |
| Tipo de interés de referencia (%)              | 6,73        | -0,91                        | Argentina, Turquía, Rusia, México y Brasil          |

**Notas:** Valores en rojo implican que empeora la vulnerabilidad o el margen de maniobra; valores en verde denotan que se reduce la vulnerabilidad o el margen de maniobra. Los datos se corresponden con la media simple de las variables calculada para una muestra de países emergentes, compuesta por Turquía, Rusia, Sudáfrica, Polonia, Hungría, Arabia Saudí, China, India, Indonesia, Malasia, Brasil, México, Perú, Colombia, Argentina y Chile.  
\* Diferencia entre el cociente crédito/PIB y su tendencia de largo plazo.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de los datos de Thomson Reuters Datastream.

### Respuesta del crecimiento de los emergentes más vulnerables a un shock financiero global

(p. p.)



**Nota:** Se estima un vector autoregresivo de cuarto orden que incluye datos trimestrales del índice de condiciones financieras globales, del crecimiento de los emergentes más vulnerables y el de los menos vulnerables. Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.

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