

Turbulències financeres a les economies emergents: avantsala d'alguna cosa més?

Aquest 2018 no és un bon any per als actius financers de les economies emergents. Després d'un 2017 en què van oferir retorns elevats, el 2018, la volatilitat ha tornat arran de les pèrdues borsàries, de les primes de risc més altes i de la depreciació de les divises en magnituds gens menyspreables: des del començament de l'any, l'índex borsari MSCI per al conjunt dels emergents acumula unes pèrdues properes al 10%, l'índex de bons emergents EMBI mostra un repunt dels diferencials de crèdit superior als 50 p. b. i els índexs de divises emergents reflecteixen una depreciació una mica superior al 10% (molt més forta en les divises de països com Turquia o l'Argentina, amb el 37% i el 55%, respectivament).

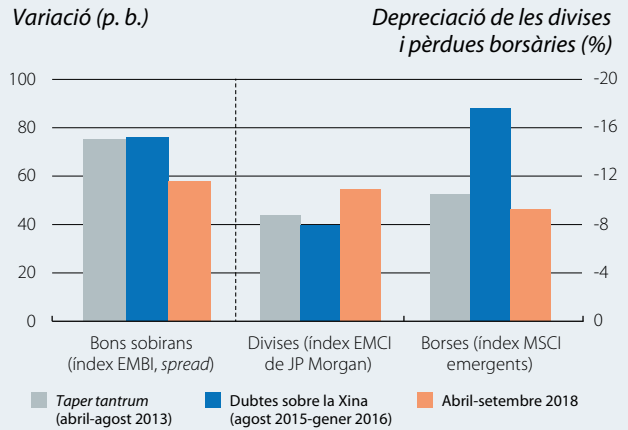
Aquesta inestabilitat no ha estat fruit de l'atzar. En l'última dècada, el creixement de les economies emergents s'ha vist afavorit per unes condicions monetàries globals laxes (amb les quals obtenien finançament barat i abundant procedent de l'exterior) i per l'expansió del comerç internacional, esperonat per un creixent rol central de la Xina. Però el panorama ha virat i els mercats comencen a operar en un entorn d'enduriment de les condicions financeres (amb augments de tipus d'interès als EUA i amb un dòlar més fort) i de més tensions comercials i més incertesa (tant política com vinculada a la desacceleració de l'economia xinesa). Aquestes palanques, sumades a les elevades vulnerabilitats idiosincràtiques que presenten alguns països, com Turquia o l'Argentina, han desencadenat una major aversió al risc cap a les economies emergents: serà l'avantsala d'alguna cosa més?

Característiques de les turbulències recents

El mal funcionament dels actius financers emergents va ser particularment evident a partir de l'abril del 2018, quan l'erosió de la incertesa política, les tensions comercials (en especial entre els EUA i la Xina) i l'enduriment monetari dels EUA es van començar a palpar en el sentiment inversor cap a les economies emergents. De llavors ençà, tot i que la major part dels països emergents s'han vist afectats per la inestabilitat, s'ha produït una certa discriminació entre economies amb fonaments macroeconòmics més i menys sòlids. De fet, com s'observa al segon gràfic, hi ha un fort paral·lelisme entre la depreciació del tipus de canvi que ha patit cada país i la percepció del risc d'impagament del seu deute sobirà.

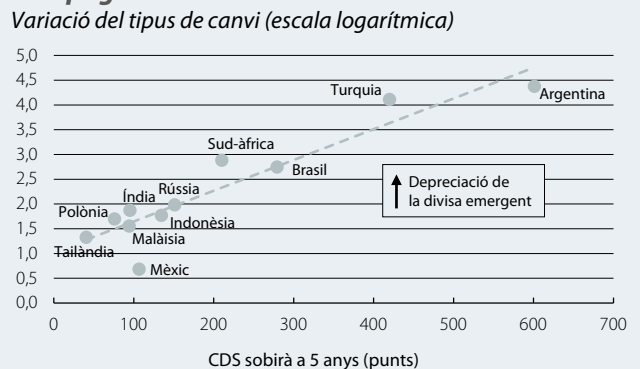
Així, les divises que més han patit han estat les de les economies amb importants vulnerabilitats externes (amb més necessitats de finançament exterior, poques reserves de divises internacionals i/o elevada participació d'inversors no residents al mercat local de bons), com queda il·lustrat al tercer gràfic, mentre que les cotitzacions

Turbulències a les economies emergents: reacció dels mercats



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

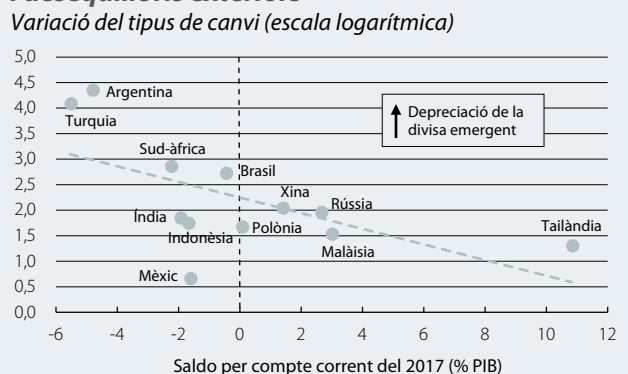
Divises emergents: depreciació i risc d'impagament sobirà



Nota: Cada punt representa la depreciació enfront del dòlar nord-americà acumulada entre el final d'abril i el començament de setembre del 2018 d'una divisa emergent. Ateses les fortes depreciacions a l'Argentina i a Turquia, utilitzem una transformació logarítmica.

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

Divises emergents: depreciació i desequilibris exteriors



Nota: Depreciació enfront del dòlar nord-americà acumulada entre el final d'abril i el començament de setembre del 2018. Ateses les fortes depreciacions a l'Argentina i Turquia, utilitzem una transformació logarítmica.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'FMI.

borsàries de les economies asiàtiques, molt integrades en el comerç internacional i, en particular, en la cadena comercial de la Xina, s'han vist especialment penalitzades. Finalment, i en la mateixa línia, al llarg d'aquest període, s'han desaccelerat les entrades de capital per cartera i, fins i tot, s'han produït sortides de fons d'inversió, que han afectat, en especial, economies asiàtiques com Indonèsia i Malàisia.¹

En conjunt, la magnitud de les turbulències no ha estat gaire inferior a la d'altres episodis passats, com l'anomenat *taper tantrum* del 2013 o les correccions de la borsa xinesa el 2015 (vegeu el primer gràfic). No obstant això, fins al moment, hi ha una diferència bàsica: els inversors mostren un major grau de discriminació i apunten a dubtes sobre alguns emergents (els coneguts com fràgils), però no sobre molts d'altres.

Quina és la salut macroeconòmica dels emergents?

Com hem vist, sembla que aquesta discriminació actua sobre els desequilibris externs de les economies emergents. Però l'enduriment de les condicions financeres globals, les tensions comercials i la desacceleració econòmica de la Xina fan que els inversors puguin arribar a qüestionar les pròpies fonts de creixement dels emergents en l'última dècada.

Pels seus desequilibris macroeconòmics, en altres exercicis² ja hem identificat les economies emergents més vulnerables als canvis en el sentiment inversor global (l'Argentina, Turquia i Sud-àfrica), així com un grup secundari (el Brasil, Colòmbia, Hongria, Indonèsia, Malàisia i Polònia), on els focus de risc són menys generalitzats i es concentren en l'acumulació de deute (principalment corporatiu, però també públic, com en el cas del Brasil). L'actual episodi d'estrès financer ha castigat, en especial, el primer grup, mentre que alguns països del segon s'han vist afectats més puntualment i amb menys intensitat.

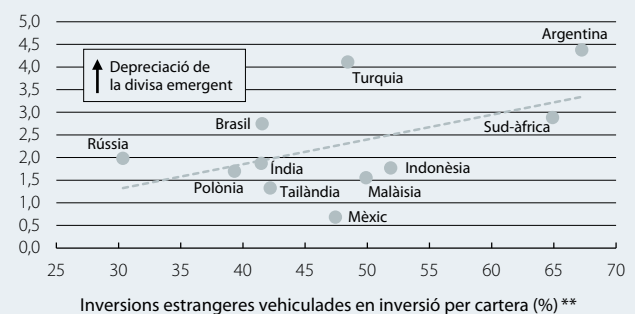
Els casos de Turquia (analitzat al Focus «Crisi financera turca: en temps de descompte», en aquest mateix *Informe Mensual*) i de l'Argentina s'expliquen per la mala combinació entre una posició externa delicada, la presència de desequilibris interns (com una inflació elevada) i errors de política econòmica. No obstant això, la feblesa de les cotitzacions financeres en altres casos, com Rússia, l'Índia o el Brasil, especialment rellevants pel seu major paper sistèmic, és menys fàcil de caracteritzar. En aquest sentit, hem d'anar més enllà de l'expressió convencional dels desequilibris, que pot ser massa agregada.

D'una banda, pel que fa a les necessitats de finançament exterior, no solament importa la magnitud, sinó també

la composició. En particular, com han constatat diversos autors,³ el deute per cartera i els crèdits i els dipòsits de bancs estrangers són especialment sensibles a puntes de volatilitat global. De fet, sembla que l'anàlisi de l'episodi actual confirma que les divises dels països amb més proporció d'inversió estrangera vehiculada a través de fluxos de cartera (i menys proporció d'inversió estrangera directa) pateixen més pressions depreciadores (vegeu el quart gràfic). Això ajuda a explicar, si més no parcialment, per què economies com l'Índia, amb un dèficit per compte corrent en aparença no excessiu, són qüestionades.

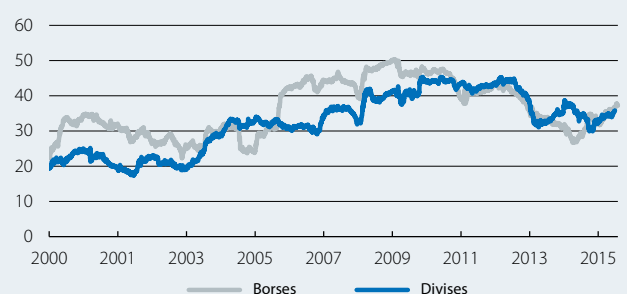
D'altra banda, les vulnerabilitats externes no esgoten els riscos existents. Malgrat que el vincle directe que es posa de manifest és entre crisis canviàries i dubtes, en sentit ampli, sobre el finançament exterior, en una situació de deute global en màxims històrics, l'endeutament agregat també exigeix atenció. Si recapitem, veiem que una part fonamental de la discussió anterior

Divises emergents: depreciació i composició de la inversió estrangera
Variació del tipus de canvi (escala logarítmica)*



Notes: * Depreciació enfront del dòlar nord-americà acumulada entre el final d'abril i el començament de setembre del 2018. Ateses les fortes depreciacions a l'Argentina i Turquia, utilitzem una transformació logarítmica. ** Fracció en relació amb la suma d'inversions estrangeres directes i per cartera (passius de la posició inversora internacional). Dades del 2017. **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'FMI.

Externalitats financeres: impacte dels emergents sobre els avançats
(p. p.)



Nota: Les externalitats financeres es defineixen com la fracció de l'error de previsió a 12 dies de les cotitzacions financeres de les economies receptores de l'externalitat que es pot explicar per l'evolució de les cotitzacions financeres de l'economia emissora de l'externalitat. **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe d'estabilitat financera global de l'FMI de l'abril del 2016.

1. Per a més detalls, vegeu FMI (2018), «External sector report».
2. Vegeu el Focus «Emergents fràgils: Argentina i Turquia, ni casos excepcionals ni els primers de molts altres», a l'IM06/2018.

3. Vegeu, per exemple, Hoggarth, G. et al. (2017), «Assessing the riskiness of capital inflows based on lender and currency», VoxEU.org.

deriva d'un augment del cost del finançament exterior per l'impacte combinat d'una apreciació del dòlar i de tipus d'interès més alts als EUA. Però l'impacte d'unes condicions financeres menys acomodaticies al centre del sistema també es trasllada als tipus d'interès en moneda local dels països emergents: en certa manera, genera una externalitat. I, de fet, diferents anàlisis constaten que aquestes externalitats varien sensiblement en funció dels països, però tendeixen a coincidir en el fet que, basant-se en dades històriques, és intens en alguns dels emergents afectats per l'actual episodi d'estrès financer, com el Brasil, Mèxic, Indonèsia, Hongria, Sud-àfrica o Turquia.

En definitiva, sembla que l'episodi actual valida tres premisses bàsiques. La primera és que la situació entre els emergents és clarament diferent i que la crisi canviària afecta, primordialment, els anomenats «autèntics fràgils». Contrapartida lògica de la primera, una segona premissa és que molts altres emergents tenen uns fonaments raonablement satisfactoris. Finalment, la tercera premissa és que els inversors apunten a vulnerabilitats de naturalesa molt diversa i que això pot ser una pista del que es pot esperar en el futur (atenció al deute!) i, en especial, a la pregunta de si la tessitura actual de contagi moderat es mantindrà o no en els propers temps.

Contagi moderat... però amb riscos

La conclusió que molts emergents tenen uns fonaments econòmics raonablement sòlids podria ser una bona explicació per al fet que el contagi observat fins ara hagi estat limitat. No obstant això, hi ha elements que suggereixen cautela.

En primer lloc, diferents autors han alertat d'un augment de la influència de les cotitzacions de les economies emergents sobre la resta de mercats financers internacionals, fruit de la seva major integració en el comerç mundial i en els mercats de capital internacionals.⁴ Per exemple, aquesta tendència, ben reflectida al cinquè i al sisè gràfics, va fer que, el 2016, les fluctuacions en determinats actius financers emergents expliquessin al voltant del 30% de la variabilitat dels retorns de les borses i de les divises de les economies avançades i del 40% per a les altres emergents. En segon lloc, i relacionat amb el punt anterior, s'ha documentat que hi ha més probabilitat de contagi quan juguen un paper important sectors amb una elevada dependència del finançament exterior i empreses amb menys liquiditat i amb més palanquejament.

En tercer lloc, el fort creixement d'intermediaris globals per vehicular els fluxos de capital fa que l'estructura financera s'hagi tornat més propensa a generar contagi: en operar en diferents jurisdiccions, els ajustos de la cartera d'una economia que facin aquests intermediaris

4. Vegeu Gelos, G. i Surti, J. (2016), «The growing importance of financial spillovers from emerging market economies», VoxEU.org.

Externalitats financeres: impacte dels emergents sobre altres emergents

(p. p.)



Nota: Les externalitats financeres es defineixen com la fracció de l'error de previsió a 12 dies de les cotitzacions financeres de les economies receptors de l'externalitat que es pot explicar per l'evolució de les cotitzacions financeres de l'economia emissora de l'externalitat.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe d'estabilitat financera global de l'FMI de l'abril del 2016.

probablement desencadenin reajustaments en les carteres que posseeixen en altres economies. Finalment, i en aquest mateix sentit, en les últimes dècades, els fons d'inversió gestionats passivament (entre els quals destaquen els anomenats ETF⁵) han crescut amb força i han assolit una quota de mercat significativa com a canalitzadors d'inversions en actius d'economies emergents.⁶ Segons diferents autors,⁷ aquesta importància creixent dels instruments d'inversió passiva com a vehicles per canalitzar les entrades de capital a les economies emergents té conseqüències sobre la seva capacitat de resistir turbulències i sobre el contagi que poden generar. En particular, l'anàlisi empírica mostra indicis que els fons d'inversió passiva són relativament més propensos a reajustar les carteres en resposta a esdeveniments globals que en reacció a factors locals propis dels països en què s'han invertit actius. Així, l'emergència dels fons d'inversió passiva contribuiria a reduir el paper de contenció que poden jugar uns fonaments macroeconòmics més sòlids davant de fluctuacions de les cotitzacions emergents (si més no a curt termini). En aquesta mateixa línia, índexs com el presentat al setè gràfic mostren que les economies emergents han rebut més inversions procedents de tipologies d'inversors amb més propensió a retirar de forma abrupta el capital.

Què ens ofereix el futur?

Les economies molt fràgils, com l'Argentina i Turquia, hauran d'encarar una agenda d'ajustos econòmics per corregir els elevats desequilibris macroeconòmics, mentre que, entre la resta, en general ens trobem amb diferents combinacions de fonaments macroeconòmics sòlids i algunes febleses idiosincràtiques.⁸ No obstant això, és probable

5. De l'anglès, *exchange-traded funds*.

6. Algunes estimacions situen la seva quota de mercat en el 20%. Vegeu Converse, N. et al. (2018), «How exchange-traded funds amplify the global financial cycle in emerging markets».

7. Vegeu la referència a la nota anterior.

que, en un context internacional menys favorable, els actius financers emergents continuïn patint de forma moderada en els propers mesos, la qual cosa tindrà un efecte petit però apreciable sobre el seu ritme de creixement.

Entre els factors que determinaran la magnitud d'aquest llast, destaquen: l'enduriment de les condicions financeres globals, l'abast de la desacceleració de la Xina i l'evolució del preu del petroli. Aquest últim factor és especialment difícil de pronosticar, però hi ha un cert consens entre els analistes que el tensionament de les condicions financeres i la desacceleració de la Xina seran, tots dos, processos graduals. D'aquesta manera, és probable que la desacceleració del creixement dels països emergents sigui lleugera. No obstant això, cal analitzar què pot passar si les dinàmiques d'aquests tres factors són diferents de les contemplades en aquest escenari central.

En primer lloc, els repunts d'inflació als EUA i/o els indicis clars de sobreescalfament podrien provocar un enduriment major del previst de la política monetària de la Fed i, en conseqüència, de les condicions financeres globals. En aquest escenari, es podrien veure especialment perjudicades economies amb un elevat deute denominat en divisa estrangera, com Malàisia, així com les economies amb importants necessitats de finançament exterior, com Indonèsia, l'Índia o Sud-àfrica. En segon lloc, pel que fa a la Xina, s'espera una desacceleració molt gradual, a causa de l'ampli marge del qual disposen les autoritats (com l'elevat matalàs de reserves i la possibilitat de realitzar polítiques monetàries i fiscals més expansives). No obstant això, les estimacions suggereixen que una intensificació de les tensions comercials amb els EUA podria arribar a detreure 1 p. p. al creixement xinès. En aquest escenari, l'impacte sobre el bloc emergent seria heterogeni, però afectaria de manera directa i clara els productors de metalls industrials (com el Brasil, Xile i Sud-àfrica) i els països de l'est asiàtic més vinculats a les cadenes de valor globals que pivoten sobre la Xina (com Malàisia, Taiwan o Corea del Sud). Finalment, si el preu del petroli es continua incrementant de manera sostinguda, ens trobaríem en un escenari amb guanyadors (exportadors nets que ara figuren a les llistes d'economies fràgils, com el Brasil i Colòmbia) i perdedors (importadors de cru, com l'Índia, que veurien incrementat el dèficit per compte corrent).⁹

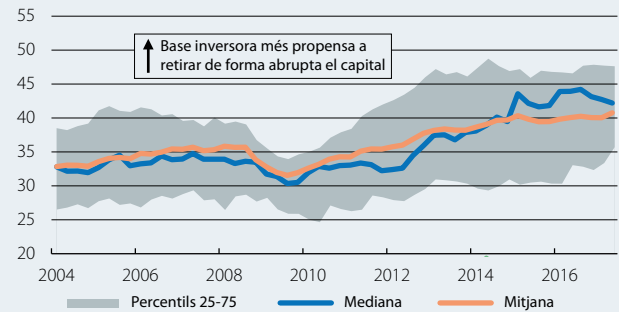
Segons les estimacions presentades en les anàlisis que hem publicat anteriorment,¹⁰ aquests escenaris podrien restar entre 0,3 p. p. i 1 p. p. al creixement del bloc emer-

8. Per exemple, la majoria disposa de matalassos de reserves adequats, mentre que hi ha més heterogeneïtat pel que fa al marge de política fiscal (des d'una situació relativament delicada al Brasil a posicions més folgades a l'Àsia emergent).

9. En aquest escenari, la situació de l'Índia mereix un esment a part. El seu compte corrent és molt sensible a les fluctuacions del petroli, i, a més a més, l'encariment de les importacions podria generar malestar social en un 2019 en què el president Modi persegueix la reelecció.

Economies emergents: índex de risc de la base inversora

Índex (0-100)



Nota: L'índex de risc de la base inversora d'Arslanalp, S. i Tsuda, T. (2012), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debts», captura la probabilitat de patir sortides brusques de capital en funció del tipus d'inversor.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Informe d'estabilitat financera global de l'FMI de l'abril del 2018.

Economies emergents: PIB

Variació interanual (%)



Nota: Escenaris construïts a partir de les sensibilitats estimades als articles «Quins factors expliquen l'encariment del petroli?», a l'IM07/2018; «Xina: en la prosperitat i en l'adversitat», a l'IM06/2018, i «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018.

Font: CaixaBank Research.

gent en els dos propers anys (vegeu l'últim gràfic), xifres significatives davant de les quals cal estar alerta, tot i que, aparentment, no són prou perjudicials per fer perillar l'expansió de l'economia mundial. Això reflecteix la visió que, en conjunt, els emergents estan millor que 10 anys enrere i, en especial, millor que en els infausts anys noranta. Hi ha algunes excepcions patològiques, agreujades per males decisions de política econòmica (Turquia i l'Argentina), i, en un context global més complex, és probable que els actius financers de les economies emergents es continuïn veient afectats negativament. No obstant això, els seus fonaments i la discriminació mostrada fins ara pels inversors haurien d'evitar que s'activin dinàmiques de càstig generalitzadament severes.

10. Vegeu el Focus «Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa», a l'IM05/2018, «Xina: en la prosperitat i en l'adversitat», a l'IM06/2018, i «Quins factors expliquen l'encariment del petroli?», a l'IM07/2018.