

Los emergentes ante las subidas de tipos de EE. UU. y las últimas turbulencias financieras

La Fed se ha visto obligada a dar una respuesta contundente para contener el avance de la inflación y anclar sus expectativas: en ningún otro ciclo de subidas anterior, el tipo de referencia había subido tanto (500 p. b.) en un espacio de tiempo tan breve (poco más de un año), lo que ha provocado un importante tensionamiento de las condiciones financieras a nivel mundial. ¿Qué repercusiones tiene esto sobre las economías emergentes?

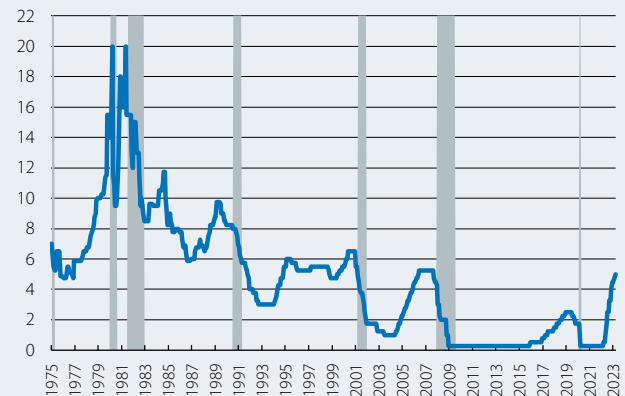
En las últimas cuatro décadas, los países emergentes han sufrido diversas crisis a lo largo de los distintos ciclos de endurecimiento monetario en EE. UU., con un coste económico y financiero muy elevado. Si bien las causas de cada episodio son diferentes (las subidas de tipos de la Fed sí que están más directamente relacionadas con las crisis de deuda en América Latina a comienzos de los ochenta y la del peso mexicano en 1994), lo que es cierto es que las decisiones de política monetaria de la Fed inciden en las condiciones financieras globales, y esto tiene un efecto potencialmente negativo sobre las economías emergentes más vulnerables.

Además, el impacto de una subida de tipos sobre los mercados financieros globales no siempre es el mismo, sino que depende del motivo de esta subida, como ha analizado recientemente el Banco Mundial.¹ Según su informe, los detonantes a seguir son (i) un *shock* de inflación, (ii) la anticipación de los mercados de un mayor tensionamiento de la política monetaria o (iii) un *shock* positivo en el crecimiento. La experiencia histórica nos señala que, si las subidas de tipos tienen que ver con los dos primeros aspectos, es más probable asistir a efectos indirectos adversos sobre los mercados emergentes, ya que en ambas situaciones concurren la desaceleración económica en EE. UU. y el deterioro de la confianza de los inversores. Lo contrario ocurre cuando las subidas de tipos responden a un *shock* positivo de crecimiento. La mala noticia es que el ciclo de subidas de tipos iniciado por la Fed en 2022 responde, principalmente, a los dos primeros grupos de factores.

Además, en estas circunstancias, las economías emergentes que se ven presionadas acostumbran a atravesar episodios de pérdida de valor de sus divisas. En este sentido, durante 2022, distintas divisas emergentes sufrieron una depreciación significativa respecto al dólar, superior al 15% en el caso de la lira turca, el peso colombiano, el peso argentino y la libra egipcia, y otras divisas de los emergentes frontera y de baja renta.

1. Véase World Bank Group. Diciembre de 2022. «[How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends](#)».

EE. UU.: tipos de interés de la política monetaria (%)

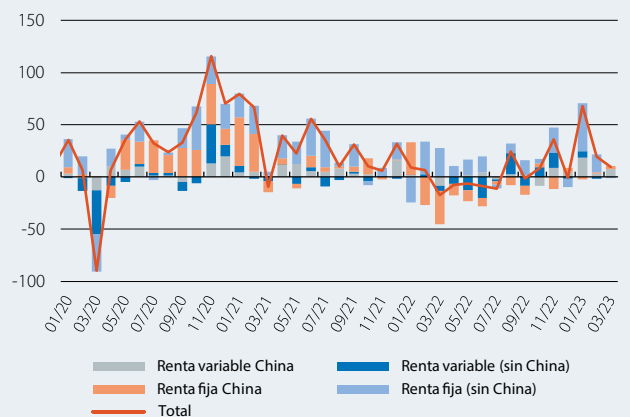


Nota: En sombreado gris marcamos los periodos de recesión económica en EE. UU. según el National Bureau of Economic Research.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y del National Bureau of Economic Research.

Mercados emergentes: entradas netas de capital extranjero

(Miles de millones de dólares)



Nota: Flujos de cartera netos de inversores extranjeros a economías emergentes.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IIF.

Primeras consecuencias para los mercados emergentes

El impacto del tensionamiento de las condiciones monetarias en EE. UU. no había sido tan intenso como en ciclos anteriores hasta que la inestabilidad en la banca estadounidense, a comienzos de marzo, provocó una sacudida en los mercados financieros globales. Hasta esa fecha, el adelanto en la normalización de las políticas monetarias de buena parte de los emergentes (en algunos casos, como en América Latina, comenzó a finales de 2021) favoreció la ampliación de los diferenciales de tipos reales respecto a los de las economías avanzadas, contribuyendo a la resistencia de los mercados emergentes durante gran

parte de 2022. Sin embargo, los últimos acontecimientos de inestabilidad financiera han intensificado la reducción de ese diferencial, en detrimento de los emergentes. Esta corrección es especialmente acusada en América Latina, donde, además (y más allá de casos extremos como los sufridos en Venezuela y Argentina), la inflación persiste en niveles elevados más de lo deseado, pese a las subidas de tipos de los bancos centrales.

Otro aspecto relevante es el impacto que las decisiones de la Fed habrían tenido sobre los flujos de inversión extranjera hacia las economías emergentes. Desde comienzos de este año, un menor apetito por el riesgo, ante el temor a una desaceleración de la economía mundial, unido al estrechamiento de los diferenciales soberanos emergentes respecto a los *treasuries* hace menos atractivas las inversiones en los activos financieros de estos países, y en especial en aquellos denominados en divisa local. Por otro lado, durante el mes de marzo, las turbulencias financieras vividas en EE. UU. y Europa tras la caída del Silicon Valley Bank aumentaron significativamente la inestabilidad de los mercados financieros, pero pese a que el impacto fue más notable en los mercados de las economías desarrolladas que en los mercados emergentes, estos últimos no han salido indemnes.²

De hecho, según datos del Instituto Internacional de Finanzas (IIF), debido a este fuerte aumento de la aversión al riesgo, solo en marzo los flujos netos de inversión en emergentes descendieron un 52%, con una concentración de las mayores reducciones en la renta fija (pública y privada). Así, la futura evolución de la inversión extranjera en estos países se enfrenta a importantes riesgos, en un entorno ya exigente. De una parte, su nivel de deuda se encuentra en máximos históricos³ tras varios años de condiciones de financiación laxas. Y de otra, desde la pandemia, los inversores discriminan con mayor rigor sus inversiones de acuerdo con la calificación crediticia de los países emisores. Esto explica que las nuevas emisiones de deuda de aquellos países con mayores déficits externos sean casi inexistentes.

China, un caso particular

A diferencia de buena parte de las economías emergentes, China no se ha visto obligada a endurecer sus condiciones monetarias para contener la inflación, ya que la aplicación de su política de COVID cero provocó un importante enfriamiento de su economía, con el consiguiente

2. En parte, gracias a la distinta composición de los balances de la banca en emergentes, donde la presencia de depósitos minoristas y de deuda a medio plazo es predominante, frente a una cartera de activos *mark to market* (a precios corrientes de mercado) menos relevante, contrariamente a lo que ocurre en la banca de las economías avanzadas.

3. Según el IIF, en 2022 la deuda de los países emergentes alcanzó la cifra récord de 98 billones de dólares, un 30% superior a la de 2019; y la ratio de deuda sobre PIB se situó en el 250%.

Mercados emergentes: índice de condiciones financieras

Desviación típica (puntos)



Nota: Calculado con indicadores financieros de 13 economías emergentes.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Capital Economics y de Refinitiv.

impacto desinflacionista: el promedio en 2022 fue del 2,0% y en el año ha descendido hasta el 0,7%. De hecho, su banco central ha estado aplicando una política claramente expansiva para sostener el crecimiento de la economía en este contexto de política sanitaria cuyos efectos se vieron intensificados por la desaceleración de la demanda de sus principales socios comerciales. Además, China tampoco tiene un problema de acceso al crédito en los mercados financieros, dado que su deuda externa apenas representa un 15% del PIB, y, además, su nivel de reservas supera, en más de un 15%, su *stock* total de deuda externa. Por tanto, China es menos vulnerable a episodios de inestabilidad financiera global o a un tensionamiento de las condiciones financieras globales. No obstante, uno de los principales problemas del sistema financiero chino es su elevada exposición a la deuda corporativa: en el 3T 2022 era casi un 160% del PIB. La mayor parte de esta deuda está emitida por empresas de naturaleza pública (con niveles de apalancamiento elevado) y con un calendario de vencimientos muy concentrado en el corto plazo. Este problema es especialmente relevante en los bancos regionales y el propio banco central de China reconocía que había unas 300 entidades de alto riesgo.

En conclusión, parece que el aumento de la inestabilidad financiera afecta, principalmente, a aquellas economías emergentes más dependientes del ahorro externo para financiarse. Aspectos como elevados déficits por cuenta corriente o altos porcentajes de deuda externa a corto plazo son una fuente de fragilidad para sus divisas, cuya depreciación sería uno de los principales indicadores de su riesgo. En este sentido, y como se desarrollará en un próximo Focus, podemos avanzar que en 2023 entre las economías más expuestas a un cambio en el sentimiento de los inversores destacan Turquía, Argentina, Malasia, Chile, Perú, Colombia, Sudáfrica y Egipto.

Beatriz Villafranca y Rita Sánchez Soliva