

Las tensiones financieras experimentadas recientemente por algunas economías emergentes reflejan la creciente interdependencia global, que ha acentuado la exposición de estos países a los eventos económicos y financieros internacionales. En concreto, en el último año, las economías emergentes se han visto sometidas a los efectos de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, y a los que se derivan de la combinación de políticas fiscales y monetarias en este último país, que han propiciado una apreciación del dólar y un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales<sup>1</sup>.

No obstante, el deterioro observado en los indicadores financieros de las economías emergentes no ha sido homogéneo, sino que los inversores han tenido en cuenta, en sus decisiones de cartera, el grado de vulnerabilidad de los distintos países, como ya sucedió en episodios de turbulencias anteriores ligados a cambios en las condiciones financieras de Estados Unidos, como el denominado *taper tantrum*, entre mayo y agosto de 2013. Concretamente, en el episodio desarrollado entre abril y septiembre de 2018, las tensiones financieras han afectado especialmente a aquellas economías que presentaban vulnerabilidades elevadas, en particular en términos de una posición exterior débil (véanse gráficos 1.1 y 1.2). En concreto, los dos países que sufrieron en mayor medida esta fase de inestabilidad fueron Argentina y Turquía, que ya han sido objeto de un análisis detallado reciente<sup>2</sup>.

En este recuadro se evalúa el grado de vulnerabilidad que subsiste en la actualidad en las economías emergentes consideradas en su conjunto, antes de poner el foco en algunos de los países más relevantes, bien por su peso en la actividad mundial y su relevancia sistémica —como es el caso de China—, bien por su importancia para la economía española —Brasil y México—<sup>3</sup>.

Los indicadores utilizados habitualmente para examinar las vulnerabilidades de las economías emergentes incluyen algunos relacionados con su posición exterior (la balanza por cuenta corriente, la deuda externa y las reservas internacionales), su situación fiscal (déficit y deuda pública), su evolución macroeconómica (crecimiento de la actividad e inflación), la solidez de su sistema bancario (crecimiento del crédito, financiación tradicional vía depósitos frente a la procedente del exterior) y los

riesgos políticos<sup>4</sup>. En términos agregados, cuando se considera este conjunto de indicadores, el diagnóstico acerca de si el grado de vulnerabilidad es mayor o menor en la actualidad en comparación con el episodio de 2013 mencionado anteriormente no es claro, ya que algunos de esos indicadores han mejorado, pero otros han experimentado un deterioro (véase gráfico 1.3). En particular, la inflación se ha reducido respecto a cinco años atrás (del 5% al 3,8%), la tasa de crecimiento se ha mantenido elevada (ligeramente por encima del 5% en ambos casos) y la situación del sector bancario es más sólida [los activos netos exteriores de sus bancos han aumentado del 0,5% al 2% del producto interior bruto (PIB)]. En sentido contrario, el margen fiscal es ahora menor (el déficit promedio ha pasado del -2,1% del PIB en 2013 al -3,5% en el primer trimestre de 2018), las ratios de deuda pública y deuda externa han aumentado, las reservas internacionales se han reducido y los indicadores de riesgo geoestratégico y tensiones políticas internas son mayores que en 2013<sup>5</sup>. Por otra parte, desde una perspectiva temporal más reducida, la vulnerabilidad de las economías emergentes ha aumentado en el terreno exterior y fiscal desde comienzos de 2017.

Con respecto a las tres economías individuales consideradas, en el caso de Brasil, los principales riesgos se sitúan en el terreno fiscal, pues el déficit público se mantiene por encima del 7% del PIB desde hace tres años y la deuda pública ha alcanzado el 77,2% del PIB, un máximo histórico (véase gráfico 1.4). En este contexto, resulta fundamental frenar el elevado crecimiento esperado del gasto de la Seguridad Social, a través de la reforma del sistema de pensiones, cuya aprobación está pendiente desde hace más de un año<sup>6</sup>. Por otro lado, existen varios elementos de vulnerabilidad de algunas instituciones financieras, lo que incluye los bancos y los fondos de inversión, que han absorbido una proporción muy elevada de las nuevas emisiones de deuda pública, y la banca pública, por la segmentación de los mercados de crédito —donde casi la mitad del total de los préstamos han sido concedidos a tipos de interés subvencionados por parte de aquella, frente al resto, otorgados a tipos más elevados y con márgenes mayores por la banca privada, que se concentran en segmentos como el crédito al consumo—. Estos factores han dado lugar a un deterioro de la valoración del sector por parte de analistas e inversores. Sin embargo, otros indicadores han

1 Las tensiones experimentadas este año por estas economías se describen en el recuadro 2 («Las recientes turbulencias en los mercados emergentes») del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/18, Banco de España.

2 Véase la referencia en la nota al pie 1.

3 Véase L. Molina, E. Alberola y E. López (2016), «El posicionamiento exterior de la economía española», Documentos Ocasionales, n.º 1602, Banco de España, donde se establece una jerarquía de la relevancia de las distintas economías para España, a partir de datos de exportaciones de bienes, ingresos por turismo, exportaciones de servicios no turísticos y activos de inversión directa.

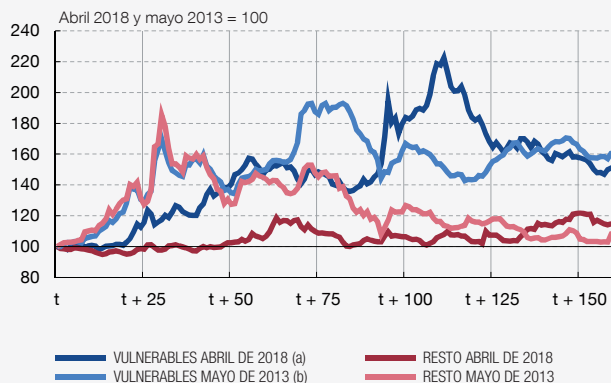
4 La identificación de estas variables se basa en diversos modelos de crisis cambiarias y bancarias: P. Krugman (1979), «A model of Balance of Payments crisis», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11; M. Obstfeld (1986), «Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises», *American Economic Review*, vol. 76(1); B. Eichengreen y R. Hausmann (1999), *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER WP 7418.

5 En algunos de estos indicadores, el deterioro observado se explica por la economía china. En concreto, si se excluye este país, se observa un aumento de las reservas internacionales y una disminución del déficit por cuenta corriente de casi 0,6 puntos de PIB.

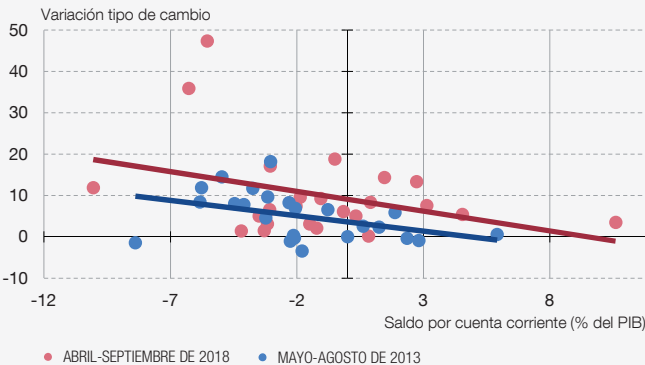
6 Para mayor detalle, véase «Informe de economía latinoamericana: segundo semestre 2016», *Boletín Económico*, octubre, 2016 Banco de España.

Gráfico 1  
VULNERABILIDADES EN MERCADOS EMERGENTES

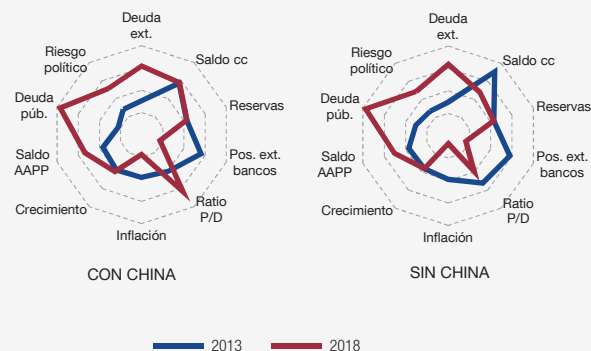
1 CDS SOBERANOS



2 VULNERABILIDADES Y DEPRECIACIÓN CAMBIARIA



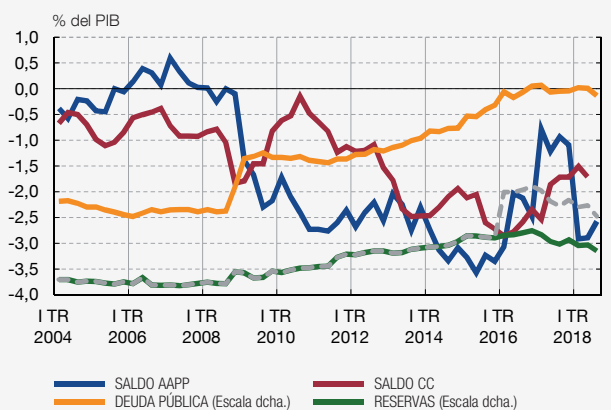
3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE EMERGENTES (c)



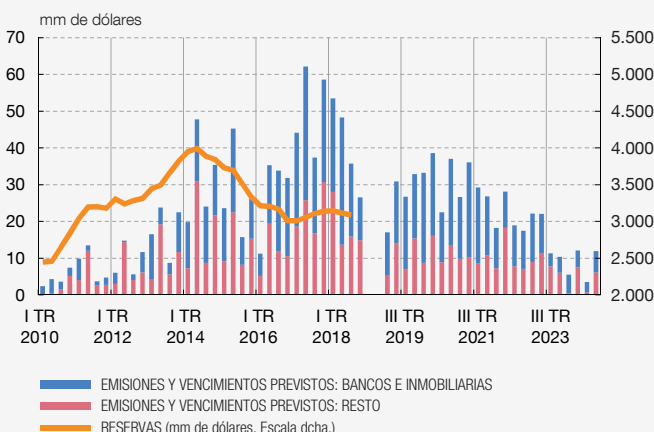
4 VULNERABILIDADES Y FORTALEZAS EN BRASIL



5 VULNERABILIDADES Y FORTALEZAS EN MÉXICO (d)



6 VULNERABILIDADES Y FORTALEZAS EN CHINA



FUENTES: Banco de España, Datastream, IIF y JP Morgan.

- a Argentina, Brasil, Turquía, Túnez y Nigeria.
- b India, Indonesia, Brasil, Sudáfrica y Turquía.
- c Series estandarizadas con la media y la desviación típica desde 2008. Un movimiento hacia afuera de las variables implica una mayor vulnerabilidad.
- d La línea punteada representa las reservas como porcentaje del PIB si México recibiera los 88 mm de dólares de la Flexible Credit Line (FCL) firmada con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

tendido a mejorar recientemente. Los indicadores habituales de riesgo político, que habían repuntado debido a la incertidumbre generada en torno a las elecciones presidenciales, han disminuido tras la celebración de las mismas. Además, Brasil ha logrado ajustar su déficit por cuenta corriente en los últimos años (desde un 4,4 % del PIB a comienzos de 2015 hasta un 0,5 % en 2018) (véase gráfico 1.4), con lo que la deuda externa ha disminuido ligeramente. Por su parte, la inflación se ha reducido sustancialmente, del 10,8 %, en el promedio de 2015, al 4,5 % en septiembre de 2018. Por último, las reservas están en máximos históricos (338 mm de dólares), con una exposición del sector público al exterior muy reducida.

La situación fiscal es también un elemento de vulnerabilidad en México, aunque los desajustes son muy inferiores en relación con Brasil: el déficit público se ha mantenido entre el 2,5 % y el 3 % del PIB desde 2010, mientras que la deuda pública aumentó en más de 10 puntos porcentuales entre 2010 y 2016, estabilizándose desde entonces en torno al 45 % del PIB (véase gráfico 1.5). Por el contrario, el desequilibrio por cuenta corriente y la deuda externa se han ajustado a lo largo de los dos últimos años, y las reservas internacionales, a pesar de haber disminuido, se mantienen por encima de la media histórica. Además, en este último terreno, México cuenta con una línea de financiación contingente del FMI (una FCL) por valor de 88 mm de dólares, la mitad de las actuales reservas.

En el caso de China, las principales vulnerabilidades derivan de las tensiones comerciales con Estados Unidos y, desde una perspectiva más estructural, del proceso de reequilibrio de la economía hacia un modelo de crecimiento basado más en el sector servicios y el consumo privado, y menos en la inversión y las exportaciones, con unas tasas muy elevadas de endeudamiento empresarial. En la transición entre ambos modelos, las autoridades chinas se están enfrentando, en el actual contexto de condiciones externas menos favorables, al dilema de elegir entre mantener el ritmo del proceso de transformación, por un lado, y apoyar el crecimiento económico, por otro, aunque ello frene la corrección de los desequilibrios macrofinancieros. Con este trasfondo, la ratio de endeudamiento

corporativo ha superado el 150 % del PIB en 2017, si bien se ha reducido dentro de ella la proporción que representa la banca en la sombra en favor del crédito bancario, que ha crecido a ritmos reales del 9 % en los dos últimos años<sup>7</sup>.

Las vulnerabilidades financieras de la economía china son también relevantes. En primer lugar, los bancos se financian cada vez más en los mercados (la emisión de certificados de depósitos en 2017 y 2018 se multiplicó por dos), lo que, junto con la desaceleración de los depósitos, ha elevado la ratio préstamos/depósitos hasta cerca de la unidad. En segundo lugar, a lo largo de 2017 se observó un fuerte aumento de las emisiones de los bancos y las inmobiliarias del país en los mercados internacionales, lo que podría conllevar ciertos riesgos a la hora de afrontar los vencimientos de la deuda externa de estos sectores, la mayoría de los cuales se concentran en los próximos tres años (véase gráfico 1.6). A pesar de todo ello, China sigue contando con un elevado volumen estimado de reservas internacionales (3,1 billones de dólares) y tiene unos niveles de deuda externa y de deuda pública reducidos, que le otorgan un importante margen de actuación.

En definitiva, el análisis de las vulnerabilidades de las principales economías emergentes apunta a un incremento de los desequilibrios en el terreno fiscal en los casos de Brasil y, en menor medida, México, y a un elevado endeudamiento del sector empresarial en China. No obstante, los grandes volúmenes de reservas en China y Brasil (junto con la disponibilidad de una facilidad de financiación contingente del FMI en México) y la posición saneada de estas economías en el ámbito externo son elementos que ofrecen una cierta protección para mitigar la incidencia de los posibles riesgos que pudieran presentarse en un entorno de condiciones globales de financiación más restrictivas e incertidumbre acerca de la evolución del comercio internacional.

7 Véase al respecto el recuadro 3, «*Algunas implicaciones de la anunciada orientación expansiva de las políticas macroeconómicas de China*», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2018, Banco de España.