

Desde que en mayo de 2013 se produjera el episodio denominado *taper tantrum*¹ hasta la última primavera, los mercados emergentes han mostrado una notable estabilidad. Aunque se observaron reacciones negativas puntuales ante perturbaciones tanto globales como idiosincrásicas, estas tendieron, con el paso del tiempo, a ser cada vez de menor entidad y duración, y a circunscribirse a un ámbito geográfico más reducido (véase gráfico 1). La disminución de las vulnerabilidades de estas economías en diversas áreas — como la reducción de la inestabilidad política, la mayor solidez de sus sistemas bancarios o la menor dependencia de la financiación externa —, la ausencia de sorpresas de política monetaria en los mercados avanzados y el repunte del crecimiento y del comercio globales explicarían, en buena medida, esta evolución.

Sin embargo, la situación cambió a mediados de abril de 2018. En Estados Unidos, la realimentación entre el proceso de normalización de la política monetaria y la expansión fiscal aprobada por la actual administración se reflejó en un incremento de los tipos a corto y largo plazo de esa economía, en intensas entradas de capitales en ese país y en una fuerte apreciación del dólar, factores que han tensionado las condiciones financieras globales. Este nuevo contexto es especialmente adverso para aquellas economías emergentes que aún mantienen fuertes desequilibrios externos (elevados déficits por cuenta corriente y endeudamiento en moneda extranjera) y volúmenes reducidos de reservas internacionales.

El deterioro de los mercados financieros emergentes se agudizó durante los meses de verano, ante el aumento de los temores asociados a la adopción de medidas proteccionistas y el repunte de las tensiones geopolíticas. El empeoramiento se produjo en dos fases, con un episodio transitorio inicial de incremento de la volatilidad hacia mediados de junio y otro posterior, a partir de finales de julio, cuyo desencadenante fueron los problemas específicos de Argentina y de Turquía y, en menor grado, los de otras grandes economías emergentes. Esta evolución tuvo su reflejo, en el conjunto del tercer trimestre del año, en una fuerte salida de capitales (25 mm de dólares, especialmente en fondos de bolsa, como se puede apreciar en el gráfico 2) y en una paralización de las emisiones de renta fija (con una reducción del 54 % respecto al verano del pasado año).

A pesar de que la mayor parte de los países emergentes se han visto afectados por estos acontecimientos, se ha observado una cierta discriminación por mercados (véase gráfico 3). Así, las cotizaciones bursátiles que más se han corregido han sido las de aquellos países más integrados en el comercio global y, en particular, en la cadena productiva de China. En concreto, el conjunto del mercado bursátil asiático descendió desde mediados de abril

un 11 % (con retrocesos más intensos en Hong Kong, Corea y la propia China). Por su parte, las monedas que más se han depreciado frente al dólar han sido las de los países con mayores vulnerabilidades internas o externas, como el peso argentino (-29 %), la lira turca (-27 %), el rand sudafricano (-13 %), el rublo (-11 %) y el real brasileño (-8,5 %)² —véase gráfico 4—. Por el contrario, el peso mexicano se ha apreciado casi un 7 % desde mediados de junio, tras la celebración de las elecciones presidenciales y el principio de acuerdo para un nuevo tratado comercial con Estados Unidos. Frente a estos desarrollos en los mercados bursátiles y cambiarios, los diferenciales soberanos y las probabilidades de impago implícitas en las cotizaciones de los CDS soberanos apenas se han alterado, salvo en los casos de Turquía y de Argentina.

En su conjunto, la intensidad de la etapa de turbulencias más reciente es comparable a la observada cuando la bolsa china experimentó una profunda corrección en 2015, si bien dicha intensidad es todavía claramente inferior a la que se evidenció durante el *taper tantrum* (véase gráfico 1), sin que, además, a diferencia de aquel evento, se aprecie un contagio generalizado. Entre los factores que estarían conteniendo la magnitud del episodio actual de volatilidad en el conjunto de economías emergentes se encontrarían el elevado volumen de reservas internacionales —que, excluyendo a China, se sitúa en un nivel muy próximo al máximo histórico de 2013 (véase gráfico 5)—, la mejora de los fundamentos económicos y, especialmente, la respuesta de las autoridades ante las turbulencias.

Sin embargo, Turquía y Argentina, las dos economías más afectadas, presentan ciertos elementos de vulnerabilidad idiosincrásicos. En concreto, en Turquía, cuyo PIB creció un 7,3 % en 2017, su inflación ronda el 18 % y su déficit por cuenta corriente se sitúa alrededor del 6 % del PIB. El principal foco de vulnerabilidad viene dado por el endeudamiento del sector privado no financiero en moneda extranjera, canalizado, en parte, a través de los bancos, cuyo balance presenta, no obstante, una carga de deuda en moneda extranjera a corto plazo muy elevada y creciente —reflejada en un fuerte deterioro de su posición exterior neta (véase gráfico 6)—. La dependencia de la financiación exterior se ha visto acrecentada por las garantías otorgadas por el Estado a la concesión de ciertos préstamos. Aunque las posiciones netas de financiación en divisas de los bancos estarían cubiertas en sus balances, algunos de estos préstamos en moneda extranjera se otorgaron a empresas de sectores no comercializables y, por tanto, con escasas coberturas naturales frente al fuerte desajuste del tipo de cambio que está experimentando esta economía, lo cual podría derivar en un aumento de su morosidad. En este contexto, las dudas sobre la independencia del banco central y la escalada de la tensión política con Estados Unidos, que desembocó en una serie de sanciones comerciales, determinaron una reacción muy negativa de los mercados. Inicialmente, la respuesta de las autoridades se concentró en aliviar la situación a corto plazo del sector bancario, introduciendo cambios regulatorios que suavizan los criterios para clasificar los

1 Se conoce como *taper tantrum* el período de inestabilidad en los mercados financieros que siguió al anuncio, por parte de la Reserva Federal, de reducción gradual de los volúmenes de adquisición de bonos del Tesoro estadounidense en el marco de su programa de expansión cuantitativa. La reacción de los mercados financieros al anuncio incluyó una pronunciada apreciación del dólar frente a las monedas emergentes y elevadas salidas de capitales de estas economías.

2 Al cierre del 14 de septiembre.

Gráfico 1
REACCIÓN DE LOS MERCADOS DURANTE EPISODIOS DE TURBULENCIAS (a)

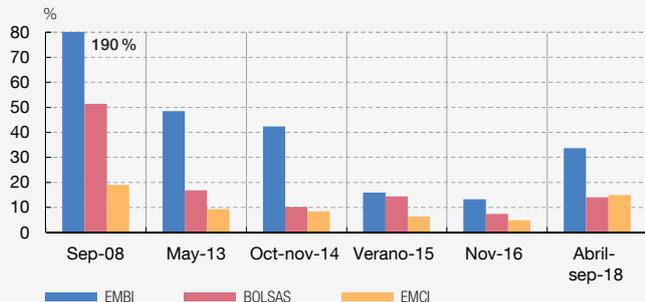


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES (b)

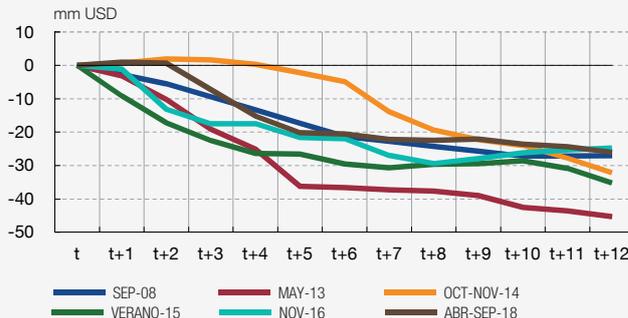


Gráfico 3
BOLSAS EMERGENTES

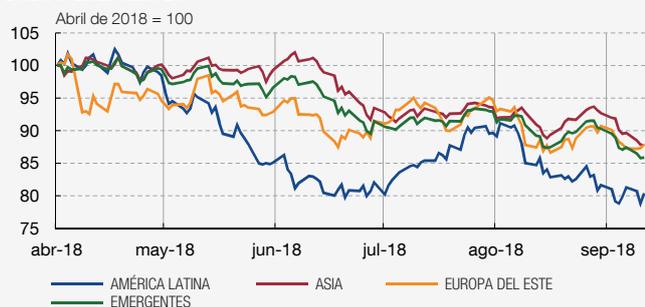


Gráfico 4
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

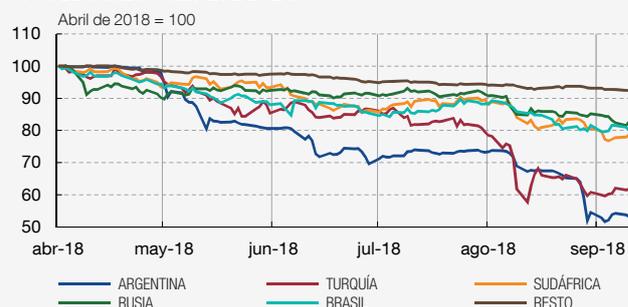


Gráfico 5
RESERVAS INTERNACIONALES

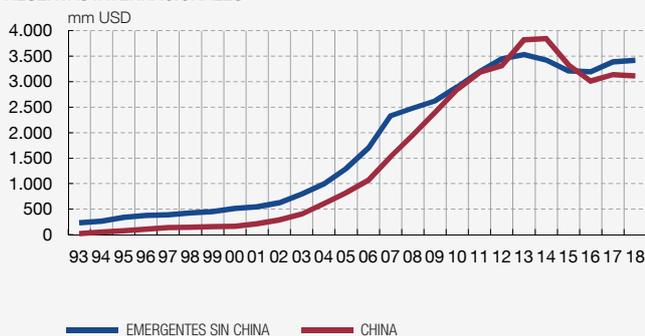


Gráfico 6
INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE TURQUÍA (c)

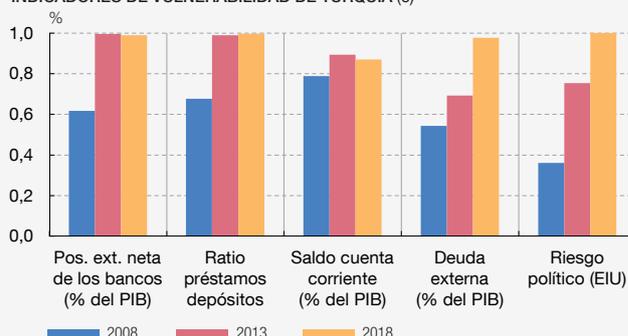


Gráfico 7
INDICADORES DE VULNERABILIDAD DE ARGENTINA (c)

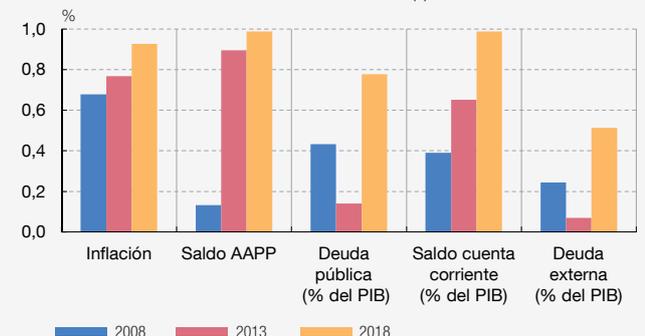
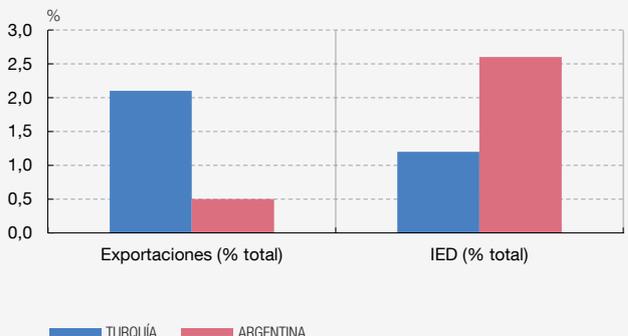


Gráfico 8
EXPOSICIÓN DE ESPAÑA A TURQUÍA Y A ARGENTINA



FUENTES: Banco de España, Datastream, Institute of International Finance y JP Morgan.

- a. Las barras indican un aumento de la prima de riesgo, una caída de las bolsas y una depreciación de los tipos de cambio. Las fechas se refieren a la quiebra de Lehman (septiembre de 2008), el *taper tantrum* (mayo de 2013), la caída brusca del precio del petróleo (octubre y noviembre de 2014), el desplome de la bolsa china (julio y agosto de 2015) y la victoria de Trump en las presidenciales de Estados Unidos (noviembre de 2016).
- b. Evolución semana a semana tras la aparición del evento señalado en la nota (a).
- c. Percentil de riesgo en una distribución histórica desde 1993 en el que se situaba cada indicador en los años representados. Un incremento representa un aumento del riesgo.

préstamos impagados, permitiendo el cálculo del capital con un tipo de cambio fuera de mercado, aumentando el coste de las posiciones cortas en liras y proporcionando liquidez al sistema mediante la reducción de los requisitos de reservas, además de la firma de un préstamo bilateral con Catar, que anunció inversiones directas en Turquía por valor de 15 mm de dólares, junto con un acuerdo *swap* entre los bancos centrales por valor de otros 3 mm de dólares.

En Argentina, tanto las fuentes de vulnerabilidad como la respuesta de las autoridades han sido distintas. En concreto, el sector que había aumentado significativamente su endeudamiento en los últimos años había sido el de las Administraciones Públicas, gracias a la abundante liquidez internacional y al elevado apetito global por el riesgo (véase gráfico 7). El nuevo Gobierno se propuso reducir los abultados desequilibrios heredados a través de un programa presupuestario cuyo ritmo de ajuste era, no obstante, tan gradual que apenas permitió reducir el déficit estructural primario. La confianza en la corrección de los desequilibrios se vio dañada adicionalmente cuando el Gobierno relajó sus objetivos de inflación y el banco central redujo los tipos de interés. Con este trasfondo, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y una fuerte sequía, que redujo la producción y las exportaciones agrícolas, generaron una fuerte salida de capitales y una depreciación del peso que las autoridades han tratado de contrarrestar mediante la intervención en los mercados cambiarios, subidas de los tipos oficiales y, finalmente, la solicitud de asistencia al Fondo Monetario Internacional (FMI).

La exposición de la economía española a estas dos economías a través del canal comercial es moderada, siendo más relevante por lo que respecta a los canales de inversión exterior y bancario (véase gráfico 8). En concreto, en 2017, Turquía fue el undécimo mer-

cado de exportación para España (el cuarto fuera de la UE) y Argentina el 35.º. En ese año, las exportaciones españolas de bienes a Turquía, constituidas fundamentalmente por manufacturas, representaron el 2,1 % del total (el 0,5 % del PIB, ligeramente inferior al 0,6 % de la UE) y crecieron a menor ritmo que las importaciones. Por su parte, las ventas de bienes a Argentina representaron solamente el 0,5 % de las exportaciones totales de bienes de España (0,1 % del PIB), aunque crecieron por encima de las importaciones. En cuanto a las relaciones financieras, Turquía es el 19.º mercado más relevante en el caso de la inversión directa, con el 1,2 % del total de activos españoles en el exterior, concentrados en los sectores bancario (40 % del total) y de seguros (12 % del total). Argentina, por su parte, supone el 2,6 % del total de activos de inversión directa (puesto 12.º), con una mayor preponderancia de los sectores financiero y de telecomunicaciones.

Durante las primeras semanas de septiembre, los mercados emergentes han tendido, en su conjunto, a estabilizarse. A ello habría contribuido la respuesta de algunos bancos centrales en forma de elevaciones de tipos oficiales (República Checa, Indonesia, India, Filipinas) o intervención en los mercados cambiarios (India, Hong Kong), así como una serie de medidas adoptadas en China para sostener el crecimiento a corto plazo y estabilizar el renminbi. Además, en los dos países más afectados por las turbulencias también se han adoptado medidas económicas ortodoxas. En el caso de Turquía, el banco central elevó los tipos de interés significativamente, hasta el 24 %, mientras que en Argentina la autoridad monetaria aumentó el tipo de interés oficial hasta el 60 % y el Gobierno anunció un importante ajuste fiscal (que persigue el equilibrio presupuestario en 2019 y un superávit primario del 1 % del PIB en 2020), al tiempo que solicitó un adelanto de los desembolsos de los fondos previstos en el acuerdo con el FMI.