

Emergentes bajo presión



Tras más de dos años de un muy buen desempeño de los países emergentes, asistimos a un escenario de volatilidad e incertidumbre acompañado de salidas de flujos de inversión, que ha llevado a un incremento de la prima de riesgo.

Nereida González @nereidaglopez | Consultora del área de Mercados de Afi

Desde mediados de abril los mercados emergentes han vuelto a situarse en el punto de mira de los inversores. Se han observado salidas de flujos de inversión tanto en renta fija como en renta variable (las estimaciones del *Institute of International Finance*, IIF, apuntan a cerca de 9.000 millones de dólares desde mediados de abril) en paralelo a una relativamente intensa corrección de los principales activos de estos países.

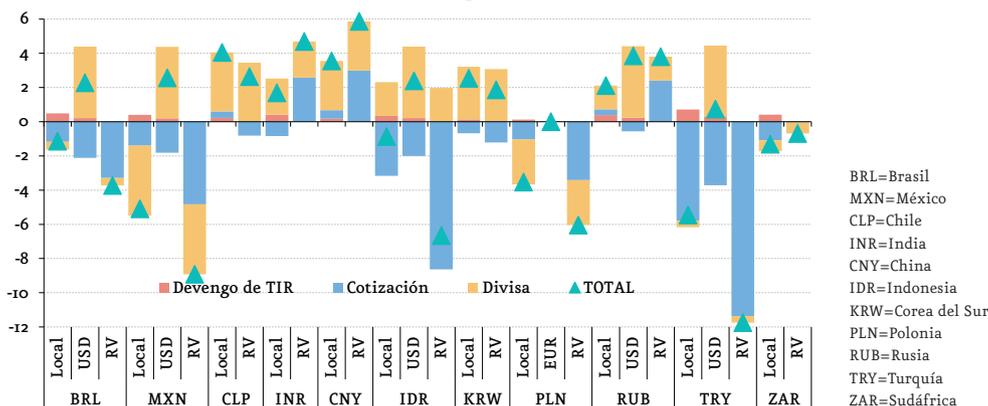
Las mayores cesiones se han producido en renta variable y deuda en divisa local. Son precisamente estos activos en los que el componente de riesgo emergente es máximo (por el activo y por la divisa) a diferencia de en la deuda denominada en divisa fuerte (dólar EE.UU. por lo general), donde se mitiga el riesgo de depreciación de la moneda local. Para el caso de un inversor en euros, las cesiones en esta última clase de activo han sido menos abultadas, debido a la apreciación del dólar.

El análisis del castigo reciente a los activos emergentes por país permite extraer conclusiones sobre los factores subyacentes al mismo. Por un lado, los países más castigados en este último episodio –Turquía, Argentina, Brasil y México– comparten una sensibilidad elevada a un repunte de los tipos de interés del dólar EE.UU. y a la apreciación de esta divisa. La razón principal tras la espe-

cial sensibilidad de este grupo de países a los tipos y la divisa EE.UU. es un elevado nivel de deuda externa (pública y privada). En un segundo nivel, no tan determinante, el reducido stock de reservas de divisas ha pesado también. En el otro extremo del espectro de castigo financiero reciente a países emergentes encontramos a aquellos que comparten una sensibilidad limitada ante elevaciones en los tipos de interés del dólar EE.UU. y una vinculación a la evolución de las materias primas. Es el caso de Rusia, Colombia y Chile.

El caso de Argentina, que ha vuelto a apelar a la ayuda del FMI, si bien, con carácter preventivo, es un ejemplo del primer grupo, aunque con problemas estructurales más profundos y urgentes que implican una posición de partida más débil. La necesidad de defender el peso para frenar el encarecimiento de la deuda externa y la imposibilidad de seguir haciéndolo a través de la venta de reservas oficiales (comprometidas en su mayor parte para el repago de la deuda recientemente emitida) derivó en una drástica elevación de los tipos de interés por parte del Banco Central (del 27% al 40% en apenas una semana). La insostenibilidad de la situación derivó en la petición de ayuda financiera al FMI, abriéndose unas negociaciones de duración y resultado final inciertos.

Rentabilidad de renta fija, bolsa y divisa emergente en el último episodio de corrección en mercados iniciada el 18 de abril del 2018 (%, expresada en EUR)

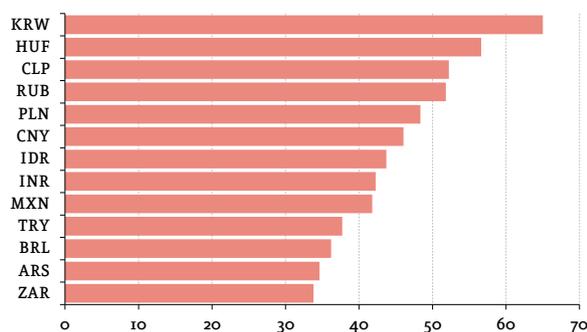


Fuente: Afi, Bloomberg.

El contexto de volatilidad e incertidumbre actual en torno a las economías emergentes es propicio para realizar un repaso a las variables clave para su evolución, y la de sus activos financieros, a medio plazo. Destacamos cuatro pilares: desempeño económico, comercio mundial, incertidumbre geopolítica y tipos de interés en economías desarrolladas (aspecto este último ya comentado).

La evolución macroeconómica reciente refleja un desempeño algo peor de lo inicialmente esperado, común a la eurozona y, en menor medida, EE.UU. Este deterioro está sin embargo localizado en economías concretas como Rusia, Turquía y sobre todo, Argentina. En este último país cabe esperar que las recetas del FMI profundicen en el ajuste económico a corto y medio plazo. Aunque el riesgo de contagio al conjunto de la región de América Latina es moderado dado el bajo peso relativo de la economía argentina en el área (9%), la exposición de Brasil, vía sector exportador, es significativa. Es difícil, por tanto, manejar como escenario central un episodio de crisis económico-financiera generalizado en estas economías.

Índice de participación en las cadenas de producción globales (%)



KRW=Corea del Sur, HUF= Hungría, CLP=Chile, RUB=Rusia, PLN=Polonia, CNY=China, IDR=Indonesia, INR=India, MXN=México, TRY=Turquía, BRL=Brasil, ARS=Argentina, ZAR=Sudáfrica.

Fuente: Afi, OCDE.

La escalada proteccionista, de materializarse finalmente de forma generalizada, supone un serio riesgo para las economías emergentes en su conjunto, pero sobre todo hacia la economía China, en plena transición de modelo de crecimiento y amenazada por una deuda muy elevada; y a aquellos países que participan en mayor medida de las cadenas de valor global (Corea, Hungría o Chile destacan en este sentido). En este punto, y asumiendo que las negociaciones entre EE.UU. y China se extenderán durante al menos un par de meses, se impone el escepticismo y la prudencia.

La geopolítica también es un factor clave para los emergentes. A las próximas elecciones en México, Brasil o Turquía se unen las sanciones a Rusia por parte de EE.UU. y la creciente inestabilidad en Oriente Medio, a la que contribuye especialmente la reciente retirada del acuerdo nuclear iraní por parte de EE.UU. Un deterioro material de la situación en Oriente Medio tiene implicaciones claras sobre precios de la energía y, en caso de elevación intensa, sobre el ciclo económico global, al que los emergentes muestran una beta superior a la unidad. En México, la posible victoria del candidato de corte (en principio) populista, López Obrador, se une a la incertidumbre de la renegociación del NAFTA. En Brasil, la incertidumbre electoral es mayor si cabe tras la entrada en prisión de Lula da Silva. Sin lugar a dudas e independientemente de que el resultado de estas citas sea positivo o no, la incertidumbre hasta su desenlace debería actuar de freno a los flujos de inversión en estas economías, tanto en cartera como en inversión directa extranjera.

En conclusión, tras más de dos años de muy buen desempeño por parte de los activos emergentes en general, el año 2018 se está desarrollando por derroteros que justifican una elevación de la prima de riesgo que los inversores deben asociar a este *asset class*, cuyas perspectivas a largo plazo son, en ausencia de materialización de escenarios de cola, positivas ::