

## ANÁLISIS

● El hundimiento de las divisas de Turquía, Argentina y Brasil puede ser el primer síntoma de una crisis financiera que afectaría mucho a España por su exposición a estos países

# La amenaza emergente

**FERNANDO  
FACES**

Instituto  
Internacional  
San Telmo



En lo que va de año el peso argentino se ha depreciado un 70% y la lira turca más del 40%. El resto de los países emergentes también han visto depreciarse sus monedas. El factor detonante ha sido la subida de tipos de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed). La causa profunda es el alto endeudamiento de estos países, sus desequilibrios económicos y sus políticas económicas inadecuadas. Vamos a asistir a un final de un año de turbulencias financieras y de alta volatilidad, con el temor creciente de una alerta ante una nueva crisis financiera. La negativa del presidente de Turquía a subir los tipos de interés y a aceptar el auxilio financiero del FMI ha provocado que la libra turca se haya depreciado más de un 11% a lo largo del mes de agosto. En Argentina el Banco Central se ha visto obligado a subir el tipo de interés hasta el 60% para detener la salida de capitales. A pesar de todo, el peso se ha depreciado en esta última semana más de un 20% con respecto al dólar. La solicitud de anticipo de la segunda entrega de la ayuda del FMI ha disparado la desconfianza de los inversores. El contagio se ha propagado a Sudáfrica y Brasil y en menor medida a Rusia e India.

Las crisis de divisas de los países emergentes casi siempre han venido precedidas de un amplio periodo de flujos de entrada de capitales desde los países desarrollados, atraídos por las altas rentabilidades. Así fue en la crisis asiática de los 90 y también en la última gran recesión. La ingente cantidad de dinero inyectada por los bancos centrales ha acabado desviándose a los emergentes, inundándolos de liquidez. La consecuencia ha sido un alto y creciente endeudamiento en moneda extranjera (dólares y euros), inversiones de bajo rendimiento y desacople de los plazos de financiación (a corto plazo) y de inversión (a largo plazo). A esto hay que añadir que los bajos tipos de interés han propiciado inversiones de alto riesgo y baja rentabilidad. El problema surge cuando los bancos centrales de los países desarrollados, ante la recuperación económica, empie-



zan a subir los tipos de interés. El efecto inmediato es que los flujos de capital se invierten, huyendo de los países emergentes a refugiarse en los desarrollados, que aportan más seguridad y rentabilidad. La subida de los tipos de interés viene acompañada de una reprecación de la divisa en la que se han endeudado, lo cual contribuye a que la carga financiera y el servicio de la deuda aumenten, haciéndose insostenible y provocando suspensiones de pagos en las empresas y en las corporaciones públicas.

Aunque el efecto desencadenante de la crisis cambiaria emergente es la subida de los tipos de interés, la causa profunda es el exceso de deuda externa e interna y los desequilibrios macroeconómicos acumulados: alta inflación, exceso de gasto, bajo ahorro, déficits en las balanzas en cuenta corriente, baja productividad y políticas procíclicas inadecuadas. Para hacer una aproximación a la gravedad y el potencial de contagio de la crisis de divisas de los países emergentes, hay que tener en cuenta tanto las expectativas de tipos de interés de los países desarrollados, como el nivel de endeudamiento y reservas de divisas de cada uno de los países, la profundidad de los desequilibrios básicos, y la calidad e idoneidad de las políticas aplicadas. De este análisis se extrae la conclusión de la heterogeneidad entre países, siendo los más vulnerables Turquía, Argentina y Sudáfrica, que son los que

tienen mayor deuda externa a corto plazo, menores coberturas en reservas de divisas y déficits altos y crecientes en su balanza en cuenta corriente. Les sigue Brasil, por su alto endeudamiento y riesgo geopolítico antes las próximas elecciones, pero con una posición más sólida en las reservas de divisas y en la evolución de la balanza en cuenta corriente. India y México disfrutaron en una mejor posición financiera y de crecimiento. El mayor riesgo se localiza en China, que en los últimos meses está asistiendo a una depreciación del renminbi y a flujos de salidas de capitales por las dudas en cuanto a la desaceleración de su crecimiento y al impacto de la guerra arancelaria con Estados Unidos. A su favor habría que señalar que la alta deuda de China es fundamentalmente en moneda local.

## PRUDENCIA

Los bancos centrales están procediendo a una subida prudente, gradual y anunciada de los tipos de interés, dando prioridad a la evolución de sus economías. Una subida brusca y anticipada podría dar al traste con la recuperación. Por el contrario, un retraso en la normalización de los tipos de interés podría disparar la inflación de bienes, fomentar el excesivo endeudamiento, y aumentar la alta inflación de los precios de los activos en los mercados financieros, hasta que las burbujas exploten. Por esta razón, la Fed continuará con el aumento gra-

dual de los tipos de interés, con dos subidas más este año y tres el año que viene, hasta alcanzar el 3,5%. El riesgo que perciben los mercados financieros es que la Fed no pueda mantener su compromiso ante el alto crecimiento (4,1%) y bajo desempleo (3,9%), y una inflación que empieza a despuntar. La política fiscal expansiva de Trump, en una situación de pleno empleo, va a disparar la inflación. El endeudamiento público va a aumentar en más de un billón de dólares en 2019. Este escenario de posible recalentamiento de la economía, determina que no se pueda descartar una subida más fuerte de los tipos de interés a lo largo de 2019 y 2020. El BCE acabará en diciembre con la inyección de liquidez, para empezar a subir los tipos de interés a partir de 2019. Si la inflación se dispara, ni la Fed ni el BCE podrían dar más tiempo de ajuste a los países emergentes. Los bancos centrales necesitan subir los tipos de interés para tener un margen de maniobra ante una nueva crisis financiera. De momento se encuentran (excesivamente) complacientes con su política monetaria. Los bancos centrales están avanzando por un camino nunca antes transitado.

Los tipos de interés reales todavía siguen siendo negativos, el endeudamiento global sigue creciendo y la excesiva asunción de riesgos sigue alimentando las burbujas financieras e inmobiliarias. Los bancos centrales no

pueden esperar más. Los ciclos económicos nunca mueren de vejez, normalmente son asesinados por una subida, retrasada y brusca, de los tipos de interés.

## ITALIA, ESPAÑA

Los países del sur de Europa están viéndose especialmente afectados por la crisis cambiaria. Preocupa la situación de Italia y España. Las razones son varias: su alto endeudamiento interno y externo, en Italia agravado por el creciente déficit en la balanza en cuenta corriente, y la ausencia de reformas estructurales y políticas de consolidación fiscal. Ambos son especialmente vulnerables a un shock externo proveniente de una crisis cambiaria. El caso de Italia es el más grave por su altísima deuda pública que supera el 130% del PIB, por su creciente déficit en la balanza en cuenta corriente, por su bajo crecimiento y por que no piensa cumplir con el objetivo de déficit en 2019. Ambos países se encuentran, por razones políticas, en una situación de parálisis en la implantación de las reformas estructurales pendientes. Si no fuera por el euro, que está actuando de escudo protector, la situación financiera y cambiaria sería similar a la de los países emergentes. España se está viendo especialmente afectada dada la gran presencia de sus empresas en Latinoamérica, Turquía y China. El negocio que las empresas del Ibex mantienen en los países emergentes alcanza el 21,9%. México y Brasil son los mercados donde las empresas tienen la mayor parte de sus ingresos: el 8,9% en el caso de México y el 7,4% en el caso de Brasil. BBVA obtiene el 14,8% de sus ingresos en Turquía. Diez empresas del Ibex superan el 30% de sus ingresos en los países emergentes. Destaca la presencia de los grandes bancos: BBVA con el 46%, Santander con el 36%

Ante la vulnerabilidad de España por su alto endeudamiento y alta exposición a los países emergentes, además del previsible impacto del Brexit y el contagio de Italia, resulta incomprensible que no se esté dando prioridad a las políticas de estabilidad y consolidación fiscal. Sorprende que con un crecimiento del 3% del PIB se solicite a Bruselas el aplazamiento de la senda de corrección del déficit. España sigue siendo muy vulnerable financieramente. La política de estabilidad para la corrección de los desequilibrios y la consolidación fiscal siguen siendo prioritarias. La mejor manera de blindar el estado del bienestar es dar prioridad a las políticas de estabilidad, para así conseguir un bienestar sostenible. Lo demás es pan para hoy y hambre para mañana.