



MERCADOS EMERGENTES EN CAMBIO CONSTANTE

Mahmood Pradhan conversa con Richard House y David Lubin sobre las perspectivas para este grupo de países

Los activos de mercados emergentes han demostrado una sorprendente resiliencia en el último año, frustrando las más alarmantes expectativas formuladas al inicio de la pandemia de COVID-19. No hay duda de que las cuantiosas inyecciones de liquidez de los bancos centrales han ayudado, pero algunas economías de mercados emergentes también han creado más margen para aplicar políticas, entre otras formas mediante políticas monetarias no convencionales que muchos creían solo al alcance de las economías avanzadas. De todas formas, la crisis deja huellas. La carga de la deuda de los mercados emergentes y los países de bajo ingreso está creciendo y se sitúa en niveles sin precedentes. ¿Aumentará el número de países que requieren asistencia financiera cuando cambien las tendencias de la liquidez mundial? ¿Estarán los inversionistas privados dispuestos a compartir esa carga?

Dos veteranos agentes del mercado —Richard House, director de inversiones en deuda de mercados emergentes de Allianz Global Investors, y David Lubin, jefe de economía de mercados emergentes de Citibank— explican por qué el vencimiento de esta clase de activos ayudó a limitar sus repercusiones y hace presagiar su resiliencia y el regreso a un entorno de liquidez mundial más normal. No obstante, sin duda creen necesario que el sector privado comparta la carga del ajuste en algunos países, y reclaman que el sector público, el FMI incluido, ayude a los países a aprovechar el crecimiento de la demanda de emisión de deuda respetuosa con las normas ambientales, sociales y de gobernanza.

F&D: ¿Les sorprende lo bien que les ha ido a los activos de mercados emergentes durante la pandemia?

RH: No, por dos motivos. Primero, porque estos mercados constituyen ahora una clase de activos mucho más diversificada. Segundo, porque su tenencia es mayoritariamente nacional. Cuando empecé, hace 25 años, solo había un puñado de países entre los que elegir y esta clase de activos estaba dominada por inversionistas extranjeros, como nosotros. Actualmente hay más de 80 países y la tenencia media de extranjeros se sitúa en torno al 20%, incluida la deuda corporativa. El amplio control nacional limita los contagios y ha mejorado la resiliencia de toda la clase de activos.

DL: La magnitud de la crisis sanitaria fue tan devastadora que los resultados podrían haber sido muy distintos. Sin embargo, la caída de las tasas de interés reales en Estados Unidos a partir de finales de marzo fue decisiva; 40 años de historia nos enseñan que, cuando esto ocurre, el capital fluye hacia las economías emergentes. Durante todo el año 2020, la emisión de eurobonos de prestatarios de economías emergentes fue de unos USD 800.000 millones, lo cual supone un incremento superior al 10% respecto de 2019. Esto sorprende especialmente, ya que muchas economías emergentes vieron reducidas sus necesidades de financiamiento externo debido a la disminución del déficit en cuenta corriente provocada por la recesión.



Richard House



David Lubin

F&D: ¿Qué ocurrirá cuando los rendimientos a largo plazo empiecen a normalizarse en las economías avanzadas y los bancos centrales comiencen a deshacer las compras de activos?

DL: Las subidas de las tasas de interés en Estados Unidos han sido una amenaza para los flujos de capital de los mercados emergentes desde la década de 1970. Recientemente, un pequeño incremento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años causó turbulencias, pero, desde la perspectiva histórica, un rendimiento negativo en términos reales de estos títulos es ridículamente bajo. Mientras se mantenga en esos niveles, habrá que contener el peligro de que se produzcan salidas de capital significativas.

F&D: Ustedes afirman que la mayor resiliencia de los mercados emergentes se debe a su menor dependencia de los inversionistas extranjeros. No obstante, ¿saben estos inversionistas diferenciar mejor entre países? ¿O es que la respuesta de política a gran escala de las economías avanzadas ha enturbiado las aguas?

RH: A principios del año pasado, se produjo una caída en casi todas las clases de activos, aunque repuntaron con fuerza. Las inyecciones de liquidez han enmascarado algunos problemas, pero no en todas partes. Aunque la creciente marea de liquidez ha levantado muchos barcos, los determinantes macroeconómicos y políticos son los que, en última instancia, rigen los precios de los activos. Se ha producido una diferenciación considerable, sobre todo en cuanto al crédito soberano y el tipo de cambio.

DL: La mayor sorpresa del año pasado fue que casi todas las economías emergentes lograron relajar su política monetaria, en gran parte gracias a la Reserva Federal, que en marzo de 2020 dijo: “Dejadnos a nosotros, lo tenemos controlado”, enviando una clara señal de que la política monetaria también podía acudir al rescate de los mercados emergentes. Más complicada fue la política fiscal, porque muchos países no disponían de las mismas herramientas que las economías avanzadas.

F&D: Si las tasas de interés a largo plazo suben impulsadas por el crecimiento en Estados Unidos, ¿podrían compensar los efectos del aumento de los costos del crédito?

DL: En circunstancias normales, diría que no. Cuando Estados Unidos endurece sus condiciones monetarias, las economías emergentes pierden por salidas de capital más de lo que ganan en exportaciones. Esto se debe a que, en los últimos años, el principal impulsor de inversiones mundiales y de los precios de las materias primas no ha sido Estados Unidos sino China. Las cuentas de capital de los mercados emergentes se ven influidas por las decisiones de Washington, pero en sus cuentas corrientes la influencia de Beijing es mayor.

Lo ideal sería una mayor debilidad de Estados Unidos, con tasas de interés bajas que empujen el capital hacia los mercados emergentes, combinada con una mayor pujanza de China que impulse el comercio y la inversión. Si el plan de infraestructura del presidente Biden lograra aumentar su influencia sobre el crecimiento de la inversión mundial, los países emergentes saldrían beneficiados, sobre todo si China da un giro hacia el consumo.

F&D: Los mercados emergentes hicieron mayor uso de políticas no convencionales. ¿Significa esto que algunos países disponen de un arsenal de herramientas más amplio de lo que se pensaba?

RH: Es difícil generalizar, ya que se han aplicado distintas formas de expansión cuantitativa. No obstante, comparado con hace tan solo unos años, todos los bancos centrales han actuado de forma no convencional. La narrativa de que los países emergentes no pueden aplicar la expansión cuantitativa porque si no se desata el infierno ya es historia.

DL: Hay una gran diversidad. India, por ejemplo, ha anunciado con éxito una política de expansión fiscal combinada con límites sobre los rendimientos de los bonos. Si otros lo intentasen, se producirían enormes salidas de capital. La diferencia suele estar en la confianza de los mercados en el potencial de crecimiento de cada país, así como en el grado de apertura de su cuenta de capital.

F&D: ¿Les preocupa el aumento de la carga de la deuda? ¿Podrán los mercados emergentes, y sobre todo los países de bajo ingreso, saldar sus deudas?

RH: Las consecuencias financieras de la COVID-19 son problemáticas en todo el mundo. Una preocupación más inmediata es la disparidad de crecimiento entre países. Lamentablemente, la distribución de vacunas en las economías emergentes será mucho más lenta que en las avanzadas. Los mercados no prestan atención a esa disparidad. Aunque las economías emergentes se recuperarán, no creo que la relación deuda/PIB pueda volver a los niveles de antes de la COVID-19 hasta dentro de muchos años.

DL: En esto coincido. Acumular grandes cantidades de deuda en divisas es mucho más peligroso. De todos modos, es algo que todavía queda lejos. Indicadores como el coeficiente de servicio de la deuda externa y la relación deuda/reservas de divisas no parecen excesivamente tensionados, en términos históricos. Un nivel bajo de las tasas de interés en Estados Unidos mantendrá reducido el costo del servicio de la deuda. El denominador común de las crisis de las décadas de 1980 y 1990 fue la falta de activos en dólares de las economías emergentes. En los últimos 20 años, muchas de ellas han hecho verdaderos esfuerzos para acumular reservas de divisas. En algunos países, el problema que plantea la deuda interna es peor. Los inversionistas y el FMI tienen poca experiencia y no saben qué repercusiones podría tener una crisis así. En los últimos 40 años, hemos lidiado sobre todo con la deuda externa.

RH: La principal diferencia es que, afortunadamente, los tipos de cambio fijos han pasado a la historia. Por eso, no creo que vuelva a producirse otra gran crisis sistémica en los mercados emergentes. Quizás en algunos países, a nivel de empresas, pero no a nivel soberano.

F&D: ¿Creen que muchos países van a necesitar asistencia financiera del FMI u otras instituciones multilaterales? ¿Puede el sector privado compartir la carga del ajuste?

RH: Las emisiones, tanto soberanas como corporativas, llegaron a niveles récord en los mercados emergentes en el primer trimestre de 2021, a pesar de la considerable revaloración de los títulos del Tesoro de Estados Unidos. Algunos países con problemas de liquidez o solvencia requerirán más asistencia del FMI y una posible participación del sector privado en la reestructuración. Cualquier persona con conocimientos básicos sobre análisis de balances soberanos lo sabe. No creo que vaya a haber contagios. No se produjeron después de las recientes quiebras o reestructuraciones en Argentina, Ecuador y Líbano. ¿Por qué tendrían que producirse ahora? Sin duda, el sector privado debe participar cuando la deuda sea claramente insostenible.

DL: A los gestores de cartera se les paga por evaluar riesgos. El FMI introdujo su política de concesión de préstamos a países con atrasos en la década de 1980. Si los acreedores privados todavía creen que el FMI los va a rescatar, es que no están haciendo bien su trabajo.

F&D: ¿Pueden los mercados emergentes y los países de bajo ingreso beneficiarse de la mayor demanda de préstamos acordes con las normas ambientales, sociales y de gobernanza (ESG)?

RH: Es una clase de activos incipiente, pero con un potencial enorme. Con un valor estimado de USD 16.000 millones, representa solo un 4% de

los fondos gestionados en mercados emergentes, pero ahora todos los inversionistas los quieren: tres de cada cuatro reuniones que tengo con clientes son para discutir nuestras estrategias en esta clase de inversiones.

El FMI puede ayudar a los países más pequeños a involucrarse, sobre todo teniendo en cuenta su compromiso de ayudarlos a alcanzar los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas. Existen principios de uso internacional sobre bonos verdes, sociales y sostenibles, con grandes cantidades de datos públicos y privados disponibles. El FMI puede ayudar a supervisar la participación y la información.

F&D: ¿Debe el FMI centrarse en ayudar a los países a desarrollar su capacidad de emisión de bonos verdes, o en la supervisión y el control?

RH: Los bancos de inversión están impacientes por ayudar a los países a emitir estos bonos. El FMI podría asistir en las tareas de supervisión y participación, especialmente en aspectos sociales y de gobernanza. Resulta alentador que el FMI haya abordado estas cuestiones en sus informes. Colaborar con los países es fundamental. Es lo que siempre plantean los inversionistas.

DL: Es un ámbito complicado, porque el dinero es fungible. Un país puede decir que está recaudando fondos para invertir en un proyecto verde, o para construir colegios en comunidades rurales pero, ¿cómo podemos estar seguros de que es así?

También es problemático que las calificaciones ESG guarden una estrecha correlación con el PIB per cápita. Me preocupa que, cuando los bonos verdes y de responsabilidad social se afiancen en los mercados mundiales, las consecuencias puedan ser perjudiciales. Los flujos de capital hacia países de menor ingreso podrían correr peligro.

F&D: Pero, ¿no se trata precisamente de eso, de ejercer presiones económicas sobre los gobiernos para que abandonen las malas prácticas?

DL: Los inversionistas están acostumbrados a evaluar los ESG en función del riesgo. Los aspectos social y de gobernanza siempre han formado parte del análisis, porque se incluyen en el riesgo de crédito, pero cada vez más las inversiones se basan en valores. “Este país trata muy mal a los periodistas; no voy a invertir allí hasta que el problema se solucione”, por ejemplo. Si esta forma de pensar se infiltra en el proceso de inversión, no sé quién va a salir ganando. La ventaja que puedan tener los inversionistas podría terminar perpetuando la situación. **FD**

MAHMOOD PRADHAN es Subdirector del Departamento de Europa del FMI.