



## Recuadro 2

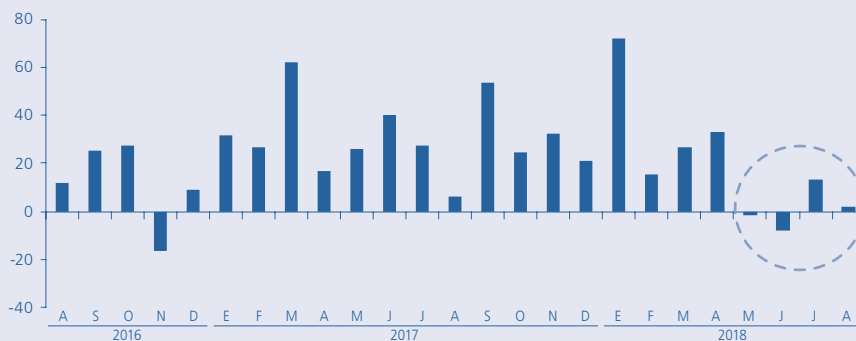
### EL PAPEL DE LOS FUNDAMENTOS MACROECONÓMICOS Y LAS VULNERABILIDADES ANTE PERIODOS DE INCERTIDUMBRE EN ECONOMÍAS EMERGENTES

En los últimos meses se ha registrado una mayor incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial asociada principalmente a los efectos negativos de un incremento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus socios, particularmente China<sup>1</sup>. Así, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de las economías emergentes junto con la caída de los precios de los principales *commodities*, han contribuido a que se registre una mayor volatilidad en los mercados financieros emergentes.

No obstante, el efecto de dicha mayor incertidumbre sobre las economías emergentes no es uniforme, y más bien está condicionado a la evolución de los fundamentos macroeconómicos, los cuales se encuentran íntimamente asociados a la implementación de políticas macroeconómicas en el pasado. En este recuadro se analiza la evolución de los activos financieros y monedas de las principales economías emergentes, y se evalúa los efectos observados en relación a los fundamentos macroeconómicos de dichos países.

Si bien hoy en día se espera que el crecimiento mundial se mantenga, este sería menos sincronizado que lo esperado inicialmente. El crecimiento mundial se encontraría liderado por la recuperación en Estados Unidos, debido al estímulo fiscal realizado en dicho país, que ha impulsado a un mayor incremento en las tasas de interés en dólares y una apreciación del dólar, al esperarse que la Reserva Federal (Fed) continúe con el retiro de su impulso monetario. Al mismo tiempo se espera que otros bancos centrales de las principales economías del mundo continúen llevando a cabo una política monetaria más expansiva.

#### FLUJO DE CAPITALES DE PORTAFOLIO A ECONOMÍAS EMERGENTES (Miles de millones de US\$)



Fuente: Institute of International Finance (IIF).

1 La actual administración de Estados Unidos ha empezado con una política de imposición de tarifas a las importaciones provenientes de sus principales socios comerciales (China, Canadá, México, Unión Europea y Japón), los cuales han reaccionado con medidas de represalia, excepto Japón, imponiendo también tarifas a productos de Estados Unidos.

Históricamente, periodos de incrementos de las tasas de interés en dólares conjuntamente con la apreciación del dólar han sido episodios desafiantes para las economías emergentes. Ello debido a que en dicho contexto estas economías enfrentan potenciales salidas de capitales motivadas por los mejores retornos que ofrecen las inversiones denominadas en dólares. Así, en este escenario actual de incertidumbre, el flujo de capitales a economías emergentes se ha reducido de forma significativa.

En este contexto, los países más afectados son aquellos cuyos fundamentos macroeconómicos son relativamente más débiles y, como consecuencia de ello, presentan una mayor vulnerabilidad frente a choques externos. Entre los fundamentos macroeconómicos más importantes para elaborar un diagnóstico apropiado para cada país destacan: (i) el saldo de cuenta corriente, (ii) la proporción de deuda en moneda extranjera y deuda de corto plazo, (iii) el nivel de reservas internacionales, (iv) la solidez fiscal y (v) la resiliencia del sistema financiero.

Así, economías emergentes con dichas variables deterioradas suelen registrar las mayores salidas de capitales y se encuentran expuestas con una mayor probabilidad de ocurrencia a ataques especulativos en los periodos de estrés en los mercados financieros internacionales. Como resultado de ello, en estas economías los activos domésticos y el valor de la moneda se encuentran bajo un nivel de presión significativa, al considerarse estos sobrevalorados en relación a sus fundamentos.

#### ECONOMÍAS EMERGENTES: INDICADORES DE VULNERABILIDAD

	Brasil	Colombia	México	Argentina	Sudáfrica	India	Turquía	Indonesia	Perú
Cuenta Corriente (% PBI), 2018*	-0,1	-3,1	-1,4	-5,0	-3,7	-2,4	-6,2	-2,1	1,6
[Deuda Ext. CP + Vencimientos Deuda Ext. LP + Depósitos (1 año) No Residentes] (% de RIN), 2018*	44,0	89,6	52,9	135,9	96,9	64,9	228,2	51,3	22,1
Deuda Ext. de corto plazo (% Deuda Ext.), 2018*	9	14	14	25	21	15	25	15	11
Deuda Externa (% PBI), 2018*	32	40	39	41	48	23	57	35	34
Deficit Fiscal (% PBI), 2018*	-7,0	-1,7	-2,5	-4,9	-4,1	-3,3	-2,0	-2,6	-2,8
Deuda Pública Bruta (% PBI), 2018*	87,3	49,3	53,5	54,1	54,9	68,9	27,8	29,6	25,7
Tenencia de extranjeros en deuda local del gobierno**	12%	27%	33%	n.d.	41%	4%	19%	40%	42%
IPC (%)**	4,2	3,1	4,9	34,4	5,1	3,7	17,9	3,2	1,1
Elecciones Parlamentarias o Presidenciales	Oct.18	--	Jul.18	Oct.19	Ago.19	May.19	--	--	--

\* Proyección: Moody's, IIF, FMI y BCRP (Perú).

\*\* Información disponible (en algunos casos a diciembre de 2017 y en otros a julio o agosto de 2018).

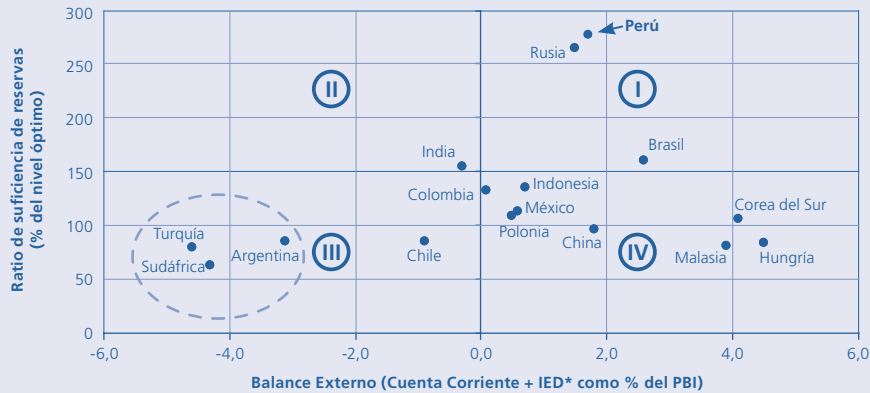
Fuente: Moody's, FMI, IIF y Bloomberg.

El siguiente gráfico ilustra la vulnerabilidad externa de las principales economías emergentes utilizando las variables más relevantes de las anteriormente mencionadas. En particular destaca la sólida posición de Perú, que cuenta con un balance externo favorable y un nivel alto de reservas internacionales.





### RATIO DE SUFICIENCIA DE RESERVAS INTERNACIONALES (FMI) Y BALANCE EXTERNO (2017)

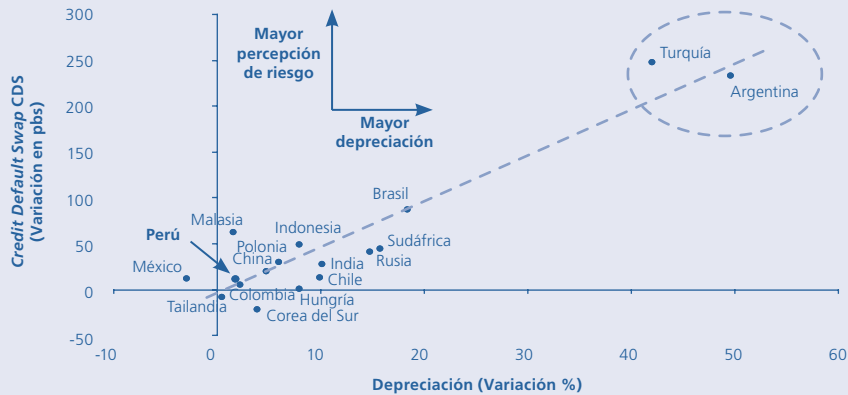


\*IED: Inversión Extranjera Directa.  
Fuente: FMI y Moody's.

En línea con lo anterior, el siguiente gráfico captura la percepción de riesgo por parte de los mercados financieros internacionales, a través de los *Credit Default Swaps* (CDS)<sup>2</sup>, observándose que las economías con los fundamentos más débiles, tienen la mayor percepción de riesgo y sus monedas han sufrido importantes depreciaciones, siendo los países más afectados Turquía y Argentina.

Adicionalmente, es importante remarcar el riesgo de un posible efecto contagio para el resto de economías emergentes, a través de los mercados financieros, en caso de agravarse este escenario negativo. Ello podría presentarse en el caso de países donde la percepción de riesgo es mayor, debido a que presentan una mayor vulnerabilidad externa, o debido a que cuentan con una mayor interrelación comercial o financiera con las economías afectadas en primer lugar.

### DEPRECIACIÓN Y SPREAD CDS A 5 AÑOS (2018\*)



\* Al 31 de agosto.  
Fuente: Bloomberg.

2 El CDS es un instrumento derivado usado para cubrir el riesgo de impago sobre un bono. Así una mayor prima (precio) para obtener dicho instrumento implica una mayor percepción de riesgo en la probabilidad de impago de un país.

Por el lado de las cuentas externas, Perú se ubica entre los países emergentes menos vulnerables, registrando una sólida posición con un déficit de cuenta corriente relativamente pequeño, un financiamiento estable, y un alto nivel de reservas. Asimismo, las exportaciones de Perú están relativamente diversificadas, con otros metales relevantes aparte del cobre, como oro y zinc. Respecto a las cuentas fiscales, la reducción esperada del déficit contribuiría a incrementar el ahorro. Perú es la única entre las seis economías más grandes de América Latina que no ha registrado un cambio en su calificación o en su perspectiva de riesgo en los últimos años. Todos estos factores fortalecen la posición macroeconómica del país.

Perú cuenta con un nivel de reservas de 27,2 por ciento del PBI, el mayor entre las seis economías más grandes de América Latina. Asimismo, las reservas internacionales de Perú representan 4 veces el saldo de los adeudados externos de corto plazo. El déficit de cuenta corriente de la economía peruana registrado en 2017 (1,1 por ciento del PBI) fue el segundo más bajo de la región. Por otra parte, los saldos de deuda pública bruta y neta de Perú alcanzaron el 25 y 10 por ciento del PBI en 2017, respectivamente, únicamente superados por Chile.



Cabe destacar que, en los últimos años, el BCRP ha venido implementando medidas adicionales de corte macroprudencial para promover la desdolarización del crédito al sector privado, que ha pasado de 80 por ciento a fines de 2000 a 28 por ciento a agosto de 2018, con lo cual se ha reducido la vulnerabilidad e incrementado la resiliencia del sistema financiero frente a la ocurrencia de choques financieros externos y la mayor incertidumbre global.

