

Una primera valoració de la vulnerabilitat externa dels emergents

Fins avui, la majoria de països emergents estan mostrant una evolució econòmica i financera millor del que es preveia, atès l'important tensionament de les condicions financeres a escala global. No obstant això, aquesta resiliència no ens ha de fer caure en la complaença. Un factor que sol pressionar les economies emergents és l'apreciació del dòlar, que, des de l'inici d'enguany, acumula una revaloració pròxima al 3% en relació amb una àmplia cistella de divises.

En aquest sentit, estimacions recents de l'FMI assenyalen que una apreciació del 10% del dòlar, en termes efectius nominals, provoca dos trimestres més tard un descens del PIB real d'aquests països de l'1,9% (en relació amb el 0,5% als avançats), i la recuperació del creixement perdut triga prop de 10 trimestres a les economies emergents (en relació amb tres a les desenvolupades).¹ No obstant això, des del mateix organisme, s'apunta al fet que l'impacte de l'augment de l'avversió al risc global no és igual a tots els països, i

l'experiència passada revela que les més afectades van ser, sobretot, les economies amb una posició externa més fràgil, caracteritzada per dèficits per compte corrent molt elevats i recurrents, per nivells alts de deute extern i/o per una dependència excessiva del finançament del deute a curt termini.²

Monitor de Vulnerabilitat Externa

Atesa aquesta circumstància, hem elaborat un monitor que mostra la posició externa dels principals països emergents³ i en destaca els punts febles. No pretén ser un model de valoració del risc país, ni una eina d'assignació de probabilitats de crisis econòmiques o financeres, però sí que ofereix pistes rellevants sobre la dependència de l'estalvi extern de cada país (i, en conseqüència, del seu grau de vulnerabilitat relativa) sobre la base d'una sèrie de variables comunes a tots ells. Per exemple, que la Xina aparegui en la posició 10

Monitor de Vulnerabilitat Externa

2023	Balança per compte corrent	Deute extern	Deute extern c/t	Deute extern c/t	Entrades IDE	Prima de risc de deute extern emès en dòlars	Rànquing de vulnerabilitat externa (*) (**)				
	(% del PIB)	(% del PIB)	(% del deute extern)	(% de reserves)	(% del PIB)	(%)	2023	2018	2008	2007	2001
Turquia	-4,8	44,9	32,6	227,0	0,5	5,6	1	1	4	4	3
Argentina	-2,5	49,2	16,5	184,6	1,5	20,2	2	2	7	5	1
Malàisia	2,1	64,6	41,8	100,4	1,6	0,3	3	3	5	9	15
Hongria	-1,3	82,0	9,8	48,6	-0,8	4,0	4	5	1	1	8
Xile	-1,6	70,6	8,5	52,3	3,6	1,4	5	6	6	7	10
Egipte	-2,6	45,8	9,5	62,3	2,0	7,0	6	14	20	21	19
Sud-àfrica	-2,6	47,5	15,9	53,6	0,6	3,7	7	4	3	3	2
Colòmbia	-4,4	54,3	13,4	44,5	2,6	4,2	8	10	13	14	14
Tailàndia	0,3	39,9	37,1	37,7	-1,9	1,5	9	9	8	6	9
Xina	1,5	13,7	53,0	45,0	-0,5	1,3	10	8	15	12	17
Polònia	1,1	48,3	15,4	38,1	2,4	0,2	11	7	2	2	12
el Marroc	-0,3	47,5	14,0	27,7	1,0	3,0	12	13	19	18	16
Indonèsia	-0,5	29,6	11,9	35,0	1,1	1,5	13	11	9	10	4
Mèxic	-0,7	31,1	10,7	30,8	2,2	1,6	14	12	12	13	18
Índia	-1,6	17,9	20,8	23,8	0,7	1,5	15	15	11	15	21
Rússia	2,2	28,3	15,0	18,3	-1,0	2,9	16	20	14	11	6
Brasil	-1,7	26,2	12,4	20,1	2,1	2,6	17	18	18	17	11
Filipines	-3,7	24,1	14,0	18,1	0,8	0,7	18	17	10	8	5
Perú	-2,0	33,0	-	-	3,3	2,1	19	19	16	16	13
Algèria	2,2	28,3	21,6	2,5	0,5	4,8	20	16	17	20	20
Àrabia Saudita	4,2	20,6	19,8	10,1	-0,8	-	21	21	21	19	7

Notes: * El rànquing de vulnerabilitat atorga una posició en funció de la mitjana del valor de les variables incloses a la taula per a cada país: el lloc número 1 correspon a la mitjana més elevada (més vulnerabilitat externa) i el lloc número 21, a la mitjana més baixa (menys vulnerabilitat externa).

** Les dates de comparació corresponen a anys en què els principals països emergents van travessar notables crisis financeres, derivades de riscos idiosincràtics, com devaluacions de la divisa o canvis en el Govern, o de canvis rellevants en la política monetària a les economies avançades.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Oxford Economics, via Refinitiv.

1. Vegeu FMI (juliol del 2023), External Sector Report, «[External Rebalancing in Turbulent Times](#)».

2. Vegeu FMI (juny del 2017), «[Assessing Country Risk: Selected Approaches](#)».

3. Els països triats pertanyen a la classificació d'«economies de mercats emergents» realitzada per l'FMI. Addicionalment, hem inclòs el Marroc i Algèria per la seva rellevància per al mercat exterior d'Espanya.

de 21 no implica que el monitor li estigui assignant una «mala nota» a la seva posició financera externa; senzillament indica que hi ha variables que es troben en una posició menys favorable que a la resta de països considerats. De fet, l'FMI, al seu External Sector Report, situa la Xina al grup d'economies amb una posició externa coherent amb els seus fonaments a mitjà termini.⁴

La variable tradicional per determinar la necessitat (o capacitat) de finançament d'una economia és la balança per compte corrent:⁵ si el seu saldo és negatiu, el país paga més a l'exterior del que rep, i el contrari si és positiu. O, el que és el mateix, l'estalvi intern no cobreix les necessitats d'inversió del país. No obstant això, el signe del saldo *per se* no és conclouent i pot reflectir situacions molt diverses. Per exemple, Turquia i Colòmbia presenten dèficits importants per compte corrent, però la valoració de la seva vulnerabilitat externa és molt diferent.

De fet, per conèixer la fragilitat de la posició externa d'un país, també és necessari tenir en compte la conjuntura econòmica de cada país, juntament amb altres variables que capturin els seus vincles financers amb la resta de països. Pel que fa a aquesta qüestió, és rellevant conèixer el nivell de deute extern que acumula un país, entès com la quantitat del seu deute (sobirà i privat) en mans estrangeres, expressat en dòlars i en termes de PIB. Com més elevada sigui aquesta ràtio, més vulnerable serà el país a un canvi de sentiment dels inversors estrangers, ja que la sortida de capitals pot arribar a posar en dubte la seva capacitat per afrontar les obligacions ja compromeses amb els seus creditors i pot afeblir el tipus de canvi de la divisa local. De la mateixa manera, aquests temors augmentaran com més elevat sigui el percentatge d'aquest deute que venç a curt termini i com més elevada sigui la seva proporció en termes de reserves en divisa estrangera.

Una altra variable que reflecteix bé l'evolució del sentiment de l'inversor és la prima de risc del deute sobirà, entesa com la rendibilitat «extra» que els inversors exigeixen a les emissions en dòlars realitzades pel país d'estudi en relació amb una emissió de venciment similar del Tresor nord-americà. Finalment, incloem la inversió directa estrangera (IDE), en termes de PIB, ja que ens ofereix informació sobre el comportament d'una font de finançament a mitjà i a llarg termini, menys volàtil davant episodis d'instabilitat financera, la qual cosa contribueix a reduir la vulnerabilitat exterior.

Quina informació ens dona el monitor?

En primer lloc, al principi del rànquing, trobem els «sospitosos habituals». És a dir, països on els desequilibris econòmics i financers s'han cronificat en els 20 últims anys, per polítiques econòmiques poc eficaces i per la gestió de governs inestables que presenten una elevada propensió a l'endeutament i a la intervenció als mercats canviaris. En suma, aspectes que han reduït la qualificació creditícia d'aquests països i

que han agreujat la seva vulnerabilitat externa. En aquest sentit, Turquia i l'Argentina són els més destacats. De fet, en els dos casos, les seves divises s'han depreciat el 30% i el 50% en relació amb el dòlar, respectivament, des de l'inici d'enguany. Malàisia és un cas particular, ja que, malgrat tenir històricament una balança per compte corrent amb superàvit,⁶ en els últims anys, el seu deute extern s'ha incrementat de forma notable; i, a curt termini, s'assoleix nivells que amb prou feines cobririen amb les reserves de divises existents. En conseqüència, la seva moneda es troba en el seu moment de major feblesa històrica en relació amb el bitllet verd. No obstant això, el país gaudeix encara de la confiança dels inversors estrangers (les entrades d'IDE s'han incrementat en els últims anys), i les principals agències de ràting li atorguen els graus més elevats dins la categoria de «grau d'inversió».

En segon lloc, els primers cinc països del rànquing presenten un deute a curt termini que supera el 50% del seu nivell de reserves, llindar que adverteix d'un risc elevat d'impagament del deute extern i que pressiona a l'alça les primes exigides pels inversors, ampliació que serà més intensa a mesura que empitjori la qualificació creditícia del país.

I, en tercer lloc, són diversos els països de les primeres posicions del rànquing que, des de la pandèmia, han rebut alguna classe d'assistència financera de l'FMI, com l'Argentina, Egipte o Sud-àfrica, fet que emfatitza la feblesa de les seves posicions externes i els seus problemes d'accés als mercats de capitals internacionals.

Adicionalment, si tenim en compte la posició en el rànquing en diferents moments, s'aprecien canvis positius als països on s'han produït reformes de consolidació fiscal de gran importància (com l'Aràbia Saudita), que s'han beneficiat dels ingressos per l'exportació de primeres matèries (com el Brasil i Angola) o que han reduït la seva vulnerabilitat al tipus de canvi augmentant les emissions de deute en divisa local (com Rússia).

En suma, aquest monitor ofereix informació rellevant sobre la vulnerabilitat externa estructural d'una sèrie de països. No obstant això, aquesta no és l'única font potencial d'instabilitat financera en un país, i hi ha altres factors que també ofereixen informació sobre la seva fragilitat, sobre els riscos geopolítics i sobre l'encariment dels béns bàsics, entre d'altres. Tampoc podem passar per alt el fort augment del nivell de deute, tant a escala mundial com als emergents. De fet, el mateix FMI alerta que gairebé el 20% de les economies emergents tenen bons sobirans que s'estan negociant en condicions desfavorables (divises molt afeblides en relació amb el dòlar, primes de risc molt elevades i accés difícil als mercats de capitals internacionals) i que més de la meitat de països amb rendes baixes estan sobreendeutats o exposats a un risc molt elevat per sobreendeutament.⁷ Però aquest tema té prou rellevància per ser tractat en un altre informe.

Rita Sánchez Soliva i Beatriz Villafranca

4. L'FMI estima una posició externa en línia amb els fonaments a mitjà termini que inclou reformes estructurals i fiscals, així com la major flexibilitat del tipus de canvi de la moneda local per ajudar l'economia a absorbir els xocs externs.

5. La balança per compte corrent recull totes les transaccions d'un país amb l'exterior, en un període determinat, derivades de l'intercanvi de béns i de serveis (balança comercial), del cobrament o del pagament de dividendes d'inversió (balança de rendes) i de les transferències.

6. Des del 2008, la seva ràtio de superàvit per compte corrent s'ha reduït en gairebé 14 p. p. a causa de l'impacte negatiu sobre les exportacions de Malàisia (molt enfocades en primeres matèries) de la caiguda de la demanda global després de les successives crisis viscudes en els últims anys i de l'abaratiment de les *commodities*.

7. Vegeu FMI (13 de setembre del 2023), «[El deute mundial reprèn la seva tendència ascendent](#)».