

FOCUS · Crecimiento en los emergentes y condiciones financieras globales: una relación comprometida

Las economías emergentes están experimentando una etapa dulce en materia de crecimiento: desde la Gran Recesión de 2009, y hasta 2017, crecieron algo más de un 5% anual y en esas cotas se mantendrán en los próximos cinco años, si las previsiones que manejan los analistas se cumplen. Como ya se comentó en el Focus «Ciclo expansivo en los emergentes: algo nuevo, algo viejo y algo prestado»,¹ parece indudable que parte del estímulo al crecimiento proviene de la extraordinaria relajación de las condiciones financieras globales que se inició tras la Gran Recesión. Pero ahora que la política monetaria de los países avanzados transita, cada una a su ritmo, hacia una lenta, pero continuada, senda de normalización, la pregunta clave es hasta qué punto el futuro endurecimiento de las condiciones financieras globales puede afectar su crecimiento y convertir las previsiones anteriores en poco más que un brindis al sol.

Históricamente, la relación entre el crecimiento de los emergentes y los índices de condiciones financieras globales ha sido muy estrecha.² Ciertamente, correlación no implica causalidad, pero si utilizamos técnicas econométricas más sofisticadas, la relación entre ambas variables sigue siendo muy elevada. Concretamente, analizamos la capacidad de explicar el crecimiento del PIB de los países emergentes en función de tres indicadores de referencia: las condiciones financieras,³ los factores geopolíticos⁴ y la volatilidad financiera (VIX). La varianza del crecimiento explicada por estos factores globales es muy elevada, del 70% durante el periodo comprendido entre 2007 y 2012, el más afectado por la Gran Recesión y por el inicio de la política monetaria no convencional, y del 55% entre 2013 y 2017. Del total de la varianza explicada, las condiciones financieras son el factor con un mayor peso durante los dos periodos y, además, este gana importancia a medida que nos alejamos de la crisis (véase el primer gráfico).

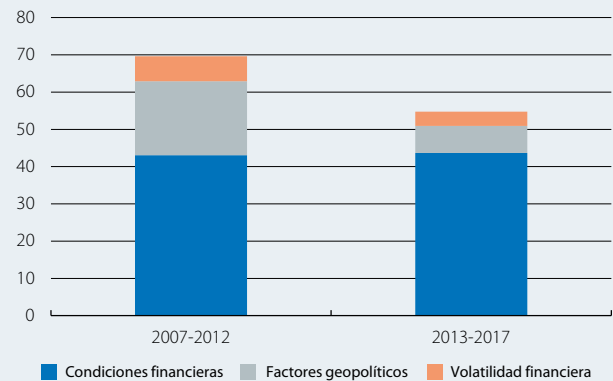
Para afinar un poco más la valoración del impacto que podría tener el endurecimiento de las condiciones financieras sobre el crecimiento de los emergentes, analizamos las funciones de impulso-respuesta de un modelo VAR (véase el segundo gráfico). El *shock* al que sometemos las econo-

mías emergentes corresponde a un endurecimiento del índice de condiciones financieras utilizado de 1,5 puntos. Esta magnitud parece razonable si analizamos la evolución histórica de las condiciones financieras en épocas de aumento de tipos de interés en EE. UU., y el escenario previsto para los próximos años.⁵ Pues bien, un endurecimiento de las condiciones financieras de este calibre, si se produjera de forma repentina, tendría un impacto sobre el crecimiento de los emergentes de alrededor de 1 p. p. al cabo de dos trimestres. Una magnitud para nada desdeñable.

Naturalmente, esperamos que el endurecimiento de las condiciones financieras se produzca de forma mucho más gradual, lo que debería permitir que las economías emergentes sigan manteniendo un ritmo de crecimiento elevado. Pero si la Fed tiene que acelerar el ritmo de subidas de tipos, porque las presiones salariales y/o inflacionistas acaban aumentando más de lo esperado, por ejemplo, el impacto en los países emergentes podría no ser menor.

Factores globales que explican el crecimiento de los emergentes

Contribución de cada factor a la varianza explicada (%)



Fuente: CaixaBank Research.

Respuesta del crecimiento de los emergentes a un shock financiero global

(p. p.)



Nota: Se estima un vector autorregresivo de cuarto orden que incluye datos trimestrales del crecimiento de los emergentes, el índice de condiciones financieras globales y el VIX. Las líneas discontinuas representan un intervalo de confianza del 95%.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de FMI, Goldman Sachs y Thomson Reuters Datastream.

1. Véase el IM02/2018.

2. La disponibilidad de índices de condiciones financieras globales es escasa. En este análisis de regresión, se utilizará el índice de condiciones financieras globales (ICF) de Goldman Sachs. Dicho índice sintetiza las condiciones financieras mediante la integración de la información que ofrecen diferentes activos financieros (tipo de interés, *spreads*, cotizaciones bursátiles y tipo de cambio) relativa a un conjunto de países, avanzados y emergentes.

3. Incluimos el ICF de Goldman Sachs, el ICF de la Reserva Federal de Chicago, el S&P 500, el índice MSCI de los mercados emergentes y el índice de las bolsas emergentes de Bloomberg.

4. Se utiliza el índice de riesgos de Iacoviello y Caldara, el índice de conflictos de CaixaBank Research y el índice de incertidumbre política global de Baker, Bloom y Davis.

5. Sirva también de referencia que, en abril de 2013, en el episodio conocido como *taper tantrum*, este índice aumentó 1 p. p. en tan solo dos meses.