

Emergentes y COVID-19: ¿a las puertas de una crisis financiera?

- Los principales países emergentes están experimentando un rápido deterioro económico.
- Su situación financiera se está tensionando debido al dólar *crunch*, el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de las primas de riesgo soberano.
- La severidad de la crisis que experimentarán acabará dependiendo, en gran medida, de la evolución del crecimiento global y de la efectividad de las medidas de los grandes bancos centrales.

La pandemia de coronavirus está teniendo efectos muy significativos sobre las economías emergentes. Como después se detallará, el *shock* de la COVID-19 se está transmitiendo por canales reales y financieros de forma rápida e intensa. Como resultado, cerca de 100 países, la mayoría emergentes, están explorando obtener ayuda del FMI o ampliar la que ya tienen. ¿Qué está sucediendo? ¿Estamos adentrándonos en una nueva crisis emergente generalizada como la de las décadas de 1980 y 1990?

¿En qué posición afrontan los emergentes el *shock* de la COVID-19?

Hasta hace poco pensábamos que la salud económica de los emergentes era globalmente buena, con la excepción de unos pocos casos, los llamados frágiles, que ya teníamos detectados (por ejemplo, Sudáfrica y Turquía). Cuando se revisan los principales equilibrios macroeconómicos y financieros se constata que, en efecto, dicha premisa se mantiene (véase la primera tabla).

Sin embargo, esa valoración positiva de conjunto no esconde ciertas vulnerabilidades. La principal, de lejos, es que el endeudamiento de los emergentes, bien sea público o privado, en función del país, ha tendido a situarse en niveles mayores de lo deseable en la última década. Así sucede, por ejemplo, con los niveles de deuda pública de Brasil, Hungría e India o los de deuda externa de Turquía, Polonia, Hungría y Sudáfrica.

Estos niveles de endeudamiento no generaban excesiva preocupación mientras las condiciones macroeconómicas y financieras eran favorables. Pero desafortunadamente,

la pandemia ha cambiado por completo el contexto económico y financiero.

La transmisión real del *shock* de la COVID-19

Hay mucha incertidumbre alrededor del impacto que tendrán las medidas que se están tomando para luchar contra la COVID-19. Para valorar el impacto de la crisis actual en cada país emergente, además, es preciso tener en cuenta su exposición a determinados ámbitos que, previsiblemente, se verán especialmente afectados. A grandes rasgos, la recesión será mayor, cuanto mayor sea su relación comercial con EE. UU., China y la UE (zonas con mayor prevalencia de la pandemia); cuanto mayor sea su dependencia del turismo (sector especialmente sensible al cierre de fronteras); cuanto más importantes sean sus exportaciones de petróleo (que se han hundido por la combinación de caída de demanda y ruptura del control de la oferta por parte de los productores), y, finalmente, cuanto más dependa el país de los sectores más afectados por las estrategias de confinamiento (que prevemos que se acaben aplicando en casi todos los países).

Como se pone de manifiesto en el segundo cuadro adjunto, los principales países emergentes están expuestos, en mayor o menor medida, a estos ámbitos especialmente vulnerables. Destacan, sin embargo, México, Sudáfrica, Brasil, Rusia y Polonia, países para los que se espera que el deterioro económico sea especialmente pronunciado.

La transmisión financiera del *shock* de la COVID-19

Se han activado diferentes cadenas de transmisión financiera en estos últimos meses con una inusitada velocidad

Emergentes: fundamentales macroeconómicos y financieros

	India	Indonesia	Corea	Brasil	México	Sudáfrica	Turquía	Rusia	Polonia	Hungría
Saldo cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-2,7	4,5	-2,9	-0,2	-1,3	1,1	5,6	1,5	-0,9
Deuda externa (% del PIB)	20,0	36,0	24,0	35,0	37,0	52,0	63,0	29,0	61,0	76,0
Inflación (%)	6,6	3,0	1,0	4,0	3,3	4,6	9,8	2,5	4,7	3,9
Ratio reservas/Deuda externa c/p (%)	170,0	187,0	218,0	253,0	186,0	87,0	61,0	428,0	112,0	156,0
Saldo público (% del PIB)	-0,3	-0,3	1,3	-5,5	-2,3	-1,0	-2,1	2,8	0,5	-0,3
Deuda pública (% del PIB)	69,0	34,0	38,0	75,9	53,8	57,0	29,0	15,0	47,4	67,0
Tipo de interés de referencia (%)	4,7	4,5	0,8	3,8	6,5	4,3	11,9	6,0	0,5	0,9

Notas: En naranja se indican los niveles de las variables en zona de riesgo. Para la inflación, señala que no se está cumpliendo el objetivo del banco central nacional.

Para el tipo de referencia, se han marcado aquellos países con tipo de interés real negativo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de Refinitiv.

Principales canales reales de transmisión del shock de la COVID-19

	Canal comercial ¹	Canal turístico ²	Canal hidrocarburos ³	Canal confinamiento ⁴	Variación del PIB (%) (prev.)		Variación acumulada del PIB 2020-2021 (%)
					2020	2021	
India	4,4	4,7	-3,0	100,0	-2,0	5,0	2,9
Brasil	5,3	7,9	1,0	79,2	-3,7	1,3	-2,4
Rusia	15,1	4,9	15,0	85,7	-3,0	1,3	-1,7
Corea	15,9	4,1	-4,0	81,0	-1,2	3,4	2,2
México	31,9	16,1	2,0	90,5	-7,0	1,1	-6,0
Indonesia	5,3	5,8	1,0	76,2	-1,0	4,0	3,0
Turquía	13,2	11,7	0,0	85,7	-2,5	2,0	-0,5
Sudáfrica	10,8	9,0	0,0	100,0	-5,4	0,4	-5,0
Polonia	37,5	4,5	1,0	81,0	-4,6	4,2	-0,6
Hungría	65,7	8,0	2,0	90,5	-3,1	4,2	1,0

Notas: El sombreado naranja indica mayor intensidad relativa del shock. 1. Suma de exportaciones a EE. UU., UE y China, en porcentaje del PIB. 2. Aportación del sector turístico al PIB, en porcentaje del PIB total. 3. Exportaciones netas de energía, en porcentaje del PIB. 4. Índice de grado de confinamiento de la Universidad de Oxford, donde 100 es el máximo posible.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, de la Universidad de Oxford, de Barclays Capital y del FMI.

e intensidad. Así, los índices que intentan resumir cómo de tensionadas, o relajadas, están las condiciones financieras han experimentado un súbito endurecimiento recientemente. Según el índice de condiciones financieras globales de Goldman Sachs, por ejemplo, que tiene en cuenta, entre otros, la evolución de los tipos de interés y *spreads* de un conjunto de economías desarrolladas y emergentes, estas se han situado en niveles similares a los observados en 2008-2009. Este endurecimiento se ha visto acompañado de una brusca caída de las entradas netas de capitales extranjeros de una intensidad no vista desde dichos años y que tiene como reflejo una depreciación extrema de las principales divisas emergentes frente al dólar (respecto a principios de 2020, del orden del 20% en los casos de Sudáfrica, Brasil y México en el momento de escribir estas líneas).

Este episodio apunta a dos debilidades emergentes. La primera es la dependencia de la financiación exterior y, por tanto, su sensibilidad ante posibles paradas súbitas de entradas de capital. Aunque los déficits por cuenta corriente no son especialmente preocupantes en la mayor parte de los emergentes, lo cierto es que las necesidades de financiación externas, en términos brutos, son elevadas en Turquía, Sudáfrica, Hungría, Brasil, India e Indonesia, debido a que las amortizaciones de deuda pública y privada para 2020 son sustanciales. En los dos primeros países, además, el nivel de reservas es escaso, lo que puede acentuar los problemas de liquidez.

La segunda debilidad es la elevada exposición a la deuda denominada en dólares. De nuevo, aparecen los nombres de Sudáfrica y Turquía, pero tampoco pueden respirar tranquilas Polonia y Hungría si cambiamos el dólar por el euro o el franco suizo. La convicción de que es clave evitar la escasez de dólares ha propiciado que se reactivasen las líneas *swap* de la Reserva Federal con diversos bancos centrales emergentes. Una ayuda, sin duda, aunque tanto la experiencia de 2008-2009 como el grado de endeuda-

miento en dólares alcanzado nos advierten de que se trata solo de parte de la solución.

Junto al endurecimiento de las condiciones financieras y el dólar *crunch*, un tercer punto de presión deriva de las dudas relativas a la solvencia pública. Aunque, quizás con la salvedad de Brasil, la situación de las finanzas públicas en general no es enormemente alarmante, preocupa que una parte importante de la deuda pública está denominada en dólares u otras divisas internacionales (superior al 10% del PIB en los casos de Turquía, Hungría y Polonia). El aumento de las primas de riesgo de los bonos soberanos, como atestigua el incremento de las primas de los CDS y algunas revisiones a la baja de calificación crediticia (México y Sudáfrica, por ejemplo), apunta a lo que los inversores perciben como países de mayor riesgo: Indonesia, México (aquí el eslabón débil es la petrolera parapública Pemex), Brasil, Sudáfrica y Turquía.

¿Cuál es el margen de maniobra?

Por tanto, la lectura hecha hasta ahora destaca la importancia de los canales reales y sobre todo financieros en la transmisión del *shock* de la COVID-19 en los emergentes. ¿Pueden hacer algo al respecto? El margen de maniobra existente varía bastante en función del país y de la dimensión de política económica que se tome en consideración. Por lo que se refiere a la posición fiscal, con la salvedad de Brasil, el espacio disponible es razonablemente amplio, aunque quizás insuficiente para absorber plenamente un *shock* económico y financiero de la magnitud de la crisis de la COVID-19. Menos evidente es el margen de la política monetaria, ya que en la mayor parte de los emergentes el tipo de interés real es negativo o muy bajo y la incidencia de medidas de expansión monetaria no convencionales es, en la práctica, una incógnita, dado que es terreno inexplorado.

Por el momento, la mayor parte de los países emergentes están actuando desde su política fiscal mediante una

combinación de avales públicos, diferimiento de pagos tributarios y de la Seguridad Social y anticipo de transferencias sociales similares a las que conocemos en los avanzados. También se asemeja la respuesta fiscal de los emergentes a la de los países avanzados en el hecho de que es notablemente dispar en magnitud, de manera que algunos países están siendo poco ambiciosos, como sería el caso de México, mientras otros, como Rusia, están movilizando más recursos públicos. Y respecto a la política monetaria, el ataque está siendo vía reducción de tipos de referencia y algunas actuaciones macroprudenciales.

Un futuro incierto... y que puede mutar con rapidez

Estas actuaciones, aunque necesarias, no van a ser las únicas determinantes en la evolución macroeconómica y financiera de los emergentes en los próximos tiempos. La parte esencial del partido, ya mencionado con anterioridad, se juega fuera de casa: es clave que la recuperación del mundo avanzado sea lo más rápida posible y que las tensiones financieras se contengan. La incertidumbre es extrema en ambos aspectos, pero, incluso así, hay que aventurarse a dibujar algunos escenarios de futuro.

Si se cumplen los pronósticos de caída y recuperación del crecimiento, en términos generales los emergentes aquí analizados van a registrar recesiones graves en 2020 para después recuperar parte del terreno perdido en 2021. El peligro aquí, como en la mayor parte de las economías, es que la esperada temporalidad lo sea menos y que acaben produciéndose pérdidas de renta permanente, que podría tener repercusiones sociales y políticas importantes. Siendo grave, no es este el frente más peligroso, al menos a corto plazo.

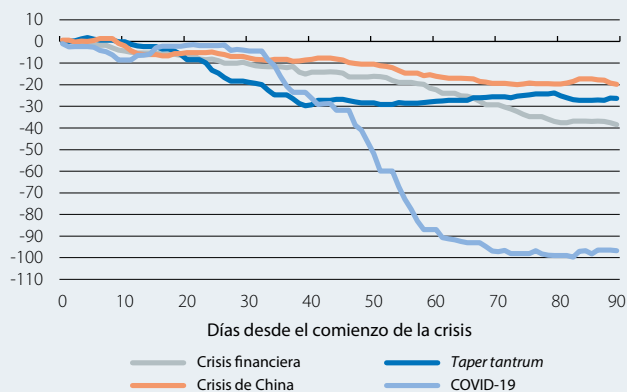
Donde radica el mayor peligro es en el hecho de que se produzca una crisis financiera de amplio calado. Aunque es casi imposible identificar las formas en las que esta podría materializarse, las vías de agua por las que podría producirse este hundimiento financiero quizá ya se han puesto de manifiesto: intensificación de las vulnerabilidades exteriores, dólar *crunch*, presión depreciatoria, nuevo tensionamiento de las condiciones financieras y dudas de solvencia soberana.

Retomemos la pregunta inicial: ¿estamos a las puertas de una crisis financiera de los emergentes de carácter global? Las probabilidades no son bajas. A diferencia de lo sucedido en el pasado inmediato, la gran conclusión de este Focus es que los emergentes potencialmente frágiles lo son todos, o casi todos. Si se recrudecen las tensiones financieras, como ha sucedido en otras crisis de gran intensidad como la de finales de 1990, el contagio sería probable y la duración incierta, casi seguro que con diferentes oleadas. Nada de esto es inevitable, pero por el bien de todos confiemos en que se siga actuando con celeridad y, por parte de los grandes bancos centrales, con ambición y coordinación.

Àlex Ruiz y Beatriz Villafranca

Evolución de los flujos de capital extranjeros hacia economías emergentes

(Agregado de miles de millones de dólares)



Nota: Mide la evolución del agregado diario de los flujos inversores extranjeros hacia las economías emergentes durante los primeros 90 días de cada crisis. «Crisis financiera» desde el 9 de agosto de 2008, «Taper tantrum» desde el 17 de mayo de 2013, «Crisis de China» desde el 26 de junio de 2015 y «COVID-19» desde el 21 de enero de 2020.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IIF.