

## Emergents i COVID-19: a les portes d'una crisi financera?

- Els principals països emergents experimenten un ràpid deteriorament econòmic.
- La seva situació financera es tensiona a causa del dòlar *crunch*, de l'enduriment de les condicions financeres i de l'augment de les primes de risc sobirà.
- La severitat de la crisi que experimentaran acabarà dependent, en gran part, de l'evolució del creixement global i de l'efectivitat de les mesures dels grans bancs centrals.

La pandèmia del coronavirus genera efectes molt significatius sobre les economies emergents. Com es detallarà més endavant, el xoc de la COVID-19 es transmet per canals reals i financers de manera ràpida i intensa. Com a resultat, gairebé 100 països, la majoria emergents, exploren com obtenir ajuda de l'FMI o com ampliar la que ja tenen. Què succeeix? Ens estem endinsant en una nova crisi emergent generalitzada com la de les dècades del 1980 i del 1990?

### En quina posició afronten els emergents el xoc de la COVID-19?

Fins fa poc pensàvem que la salut econòmica dels emergents era globalment bona, llevat d'uns pocs casos, els anomenats fràgils, que ja teníem detectats (per exemple, Sud-àfrica i Turquia). Quan es revisen els principals equilibris macroeconòmics i financers, es constata que, en efecte, aquesta premissa es manté (vegeu la primera taula).

No obstant això, aquesta valoració positiva de conjunt no amaga certes vulnerabilitats. La principal, sobretot, és que l'endeutament dels emergents, sigui públic o privat, en funció del país, ha tendit a situar-se en nivells superiors als desitjables en l'última dècada. Aquest és el cas, per exemple, dels nivells de deute públic del Brasil, d'Hongria i de l'Índia o dels nivells de deute extern de Turquia, de Polònia, d'Hongria i de Sud-àfrica.

Aquests nivells d'endeutament no generaven gaire preocupació mentre les condicions macroeconòmiques i financeres eren favorables. Desafortunadament, però, la pandèmia ha canviat per complet el context econòmic i financer.

### La transmissió real del xoc de la COVID-19

Hi ha molta incertesa al voltant de l'impacte que tindran les mesures que es prenen per lluitar contra la COVID-19. A més a més, per valorar l'impacte de la crisi actual en cada país emergent, cal tenir en compte la seva exposició als àmbits que, previsiblement, es veuran especialment afectats. A grans trets, la recessió serà més profunda com més gran sigui la relació comercial amb els EUA, amb la Xina i amb la UE (zones amb una major prevalença de la pandèmia); com més gran sigui la dependència del turisme (sector especialment sensible al tancament de fronteres); com més importants siguin les exportacions de petroli (que s'han enfonsat per la combinació de caiguda de demanda i de ruptura del control de l'oferta per part dels productors), i, finalment, com més depengui el país dels sectors més afectats per les estratègies de confinament (que preveiem que s'acabaran aplicant a gairebé tots els països).

Com es posa de manifest al segon quadre adjunt, els principals països emergents estan exposats, en major o menor mesura, a aquests àmbits especialment vulnerables. Destaquen, però, Mèxic, Sud-àfrica, el Brasil, Rússia i Polònia, països en què s'espera que el deteriorament econòmic sigui especialment intens.

### La transmissió financera del xoc de la COVID-19

En els últims mesos, s'han activat diferents cadenes de transmissió financera amb una inusitada velocitat i intensitat. Així, els índexs que intenten resumir fins a quin punt estan tensionades o relaxades les condicions financeres

### Emergents: fonamentals macroeconòmics i financers

	Índia	Indonèsia	Corea	Brasil	Mèxic	Sud-àfrica	Turquia	Rússia	Polònia	Hongria
Saldo compte corrent (% del PIB)	-0,9	-2,7	4,5	-2,9	-0,2	-1,3	1,1	5,6	1,5	-0,9
Deute extern (% del PIB)	20,0	36,0	24,0	35,0	37,0	52,0	63,0	29,0	61,0	76,0
Inflació (%)	6,6	3,0	1,0	4,0	3,3	4,6	9,8	2,5	4,7	3,9
Ràtio reserves/Deute extern c/p (%)	170,0	187,0	218,0	253,0	186,0	87,0	61,0	428,0	112,0	156,0
Saldo públic (% del PIB)	-0,3	-0,3	1,3	-5,5	-2,3	-1,0	-2,1	2,8	0,5	-0,3
Deute públic (% del PIB)	69,0	34,0	38,0	75,9	53,8	57,0	29,0	15,0	47,4	67,0
Tipus d'interès de referència (%)	4,7	4,5	0,8	3,8	6,5	4,3	11,9	6,0	0,5	0,9

**Notes:** En taronja s'indiquen els nivells de les variables en zona de risc. Per a la inflació, indica que no es compleix l'objectiu del banc central nacional. Per al tipus de referència, s'han marcat els països amb tipus d'interès real negatiu.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Refinitiv.

### Principals canals reals de transmissió del xoc de la COVID-19

	Canal comercial <sup>1</sup>	Canal turístic <sup>2</sup>	Canal hidrocarburs <sup>3</sup>	Canal confinament <sup>4</sup>	Variació del PIB (%) (prev.)		Variació acumulada del PIB 2020-2021 (%)
					2020	2021	
Índia	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
Rússia	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
Mèxic	31,9	16,1	2,0	90,5	-7,0	1,1	-6,0
Indonèsia	5,3	5,8	1,0	76,2	-1,0	4,0	3,0
Turquia	13,2	11,7	0,0	85,7	-2,5	2,0	-0,5
Sud-àfrica	10,8	9,0	0,0	100,0	-5,4	0,4	-5,0
Polònia	37,5	4,5	1,0	81,0	-4,6	4,2	-0,6
Hongria	65,7	8,0	2,0	90,5	-3,1	4,2	1,0

**Notes:** L'ombregat taronja indica més intensitat relativa del xoc. 1. Suma d'exportacions als EUA, a la UE i a la Xina, en percentatge del PIB. 2. Aportació del sector turístic al PIB, en percentatge del PIB total. 3. Exportacions netes d'energia, en percentatge del PIB. 4. Índex de grau de confinament de la Universitat d'Oxford, on 100 és el màxim possible.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, de la Universitat d'Oxford, de Barclays Capital i de l'FMI.

han experimentat, recentment, un enduriment sobtat. Per exemple, segons l'índex de condicions financeres globals de Goldman Sachs, que té en compte, entre d'altres, l'evolució dels tipus d'interès i dels *spreads* d'un conjunt d'economies desenvolupades i emergents, s'han situat en nivells similars als observats el 2008-2009. Aquest enduriment ha anat acompanyat d'una caiguda brusca de les entrades netes de capitals estrangers d'una intensitat no vista des d'aquests anys i que té com a reflex una depreciació extrema de les principals divises emergents enfront del dòlar (en relació amb el començament del 2020, de l'ordre del 20% en els casos de Sud-àfrica, del Brasil i de Mèxic en el moment d'escriure aquestes línies).

Aquest episodi apunta a dues febleses emergents. La primera és la dependència del finançament exterior i, per tant, la seva sensibilitat a possibles parades sobtades de les entrades de capital. Malgrat que els dèficits per compte corrent no són especialment preocupants a la major part dels emergents, la veritat és que les necessitats de finançament externes, en termes bruts, són elevades a Turquia, a Sud-àfrica, a Hongria, al Brasil, a l'Índia i a Indonèsia, pel fet que les amortitzacions de deute públic i privat per al 2020 són substancials. Als dos primers països, a més a més, el nivell de reserves és escàs, la qual cosa pot intensificar els problemes de liquiditat.

La segona feblesa és l'elevada exposició al deute denominat en dòlars. De nou, apareixen els noms de Sud-àfrica i de Turquia, però, si canviem el dòlar per l'euro o pel franc suís, tampoc poden respirar tranquils països com Polònia i Hongria. La convicció que és clau evitar l'escassetat de dòlars ha propiciat que es reactivessin les línies *swap* de la Reserva Federal amb diversos bancs centrals emergents, la qual cosa és una ajuda, sens dubte, però tant l'experiència del 2008-2009 com el grau d'endeutament en dòlars assolit ens adverteixen que es tracta, només, d'una part de la solució.

A més de l'enduriment de les condicions financeres i del dòlar *crunch*, un tercer punt de pressió deriva dels dubtes sobre la solvència pública. Tot i que, potser amb l'excepció del Brasil, la situació de les finances públiques no és, en general, enormement alarmant, preocupa que una part important del deute públic està denominada en dòlars o en altres divises internacionals (superior al 10% del PIB en els casos de Turquia, d'Hongria i de Polònia). L'augment de les primes de risc dels bons sobirans, com ho testifiquen l'increment de les primes dels CDS i algunes revisions a la baixa de la qualificació creditícia (Mèxic i Sud-àfrica, per exemple), apunta al fet que els inversors perceben com a països amb més risc: Indonèsia, Mèxic (aquí la baula feble és la petroliera parapública Pemex), el Brasil, Sud-àfrica i Turquia.

#### Quin és el marge de maniobra?

Per tant, la lectura feta fins ara destaca la importància dels canals reals i, sobretot, financers en la transmissió del xoc de la COVID-19 als emergents. Poden fer quelcom? El marge de maniobra existent varia força en funció del país i de la dimensió de política econòmica que es consideri. Pel que fa a la posició fiscal, amb l'excepció del Brasil, l'espai disponible és raonablement ampli, tot i que potser insuficient per absorbir plenament un xoc econòmic i financer de la magnitud de la crisi de la COVID-19. Menys evident és el marge de la política monetària, ja que, a la major part dels emergents, el tipus d'interès real és negatiu o molt baix i la incidència de les mesures d'expansió monetària no convencionals és, a la pràctica, una incògnita, ja que és un terreny inexplorat.

Ara com ara, la major part dels països emergents actuen des de la política fiscal mitjançant una combinació d'avalis públics, ajornament dels pagaments tributaris i a la Seguretat Social i avançament de transferències socials similars als que coneixem als avançats. La resposta fiscal dels emergents també s'assembla a la dels països avançats en

el fet que és notablement dispar en magnitud, de manera que alguns països són poc ambiciosos (aquest seria el cas de Mèxic), mentre que uns altres (com Rússia) mobilitzen més recursos públics. I, pel que fa a la política monetària, l'atac és per la via de la reducció dels tipus de referència i d'algunes actuacions macroprudencials.

### Un futur incert... i que pot mutar amb rapidesa

Aquestes actuacions, tot i que necessàries, no seran les úniques determinants en l'evolució macroeconòmica i financera dels emergents en els propers temps. La part essencial del partit, ja esmentada més amunt, es juga fora de casa: és clau que la recuperació del món avançat sigui el més ràpida possible i que les tensions financeres es continguin. La incertesa és extrema en els dos aspectes, però, fins i tot així, cal aventurar-se a dibuixar alguns escenaris de futur.

Si es compleixen els pronòstics de caiguda i de recuperació del creixement, en termes generals, els emergents aquí analitzats registraran recessions greus el 2020 i recuperaran una part del terreny perdut el 2021. El perill aquí, com a la major part de les economies, és que la situació s'allargui i que s'acabin produint pèrdues de renda permanents, la qual cosa podria tenir repercussions socials i polítiques importants. Tot i ser greu, aquest front no és el més perillós, si més no a curt termini.

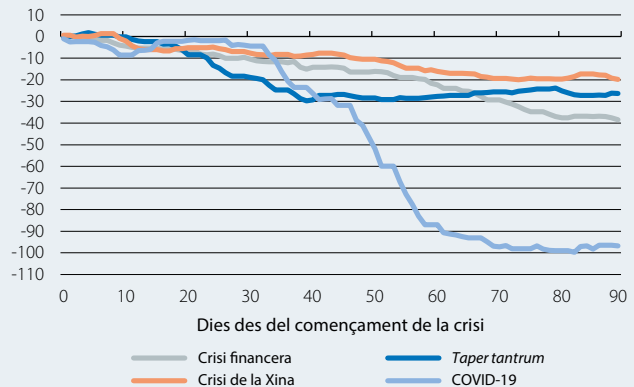
El perill més greu és que es produeixi una crisi financera profunda. Malgrat que és gairebé impossible identificar les formes en què es podria materialitzar, les vies d'aigua per les quals es podria produir aquest enfonsament financer potser ja s'han posat de manifest: intensificació de les vulnerabilitats exteriors, dòlar *crunch*, pressió depreciadora, nou tensionament de les condicions financeres i dubtes sobre la solvència sobirana.

Reprenquem la pregunta inicial: som a les portes d'una crisi financera dels emergents de caràcter global? Les probabilitats no són baixes. A diferència del que ha succeït en el passat immediat, la gran conclusió d'aquest Focus és que tots els emergents són potencialment fràgils, o gairebé tots. Si les tensions financeres empitjoren, com ha succeït en altres crisis de gran intensitat, com la del final del 1990, el contagi seria probable i la durada, incerta, gairebé segur que amb diferents onades. Res d'això és inevitable, però, pel bé de tothom, confiem que es continuï actuant amb celeritat i, per part dels grans bancs centrals, amb ambició i coordinació.

Àlex Ruiz i Beatriz Villafranca

### Evolució dels fluxos de capital estrangers cap a les economies emergents

(Agregat de milers de milions de dòlars)



**Nota:** Mesura l'evolució de l'agregat diari dels fluxos inversors estrangers cap a les economies emergents durant els 90 primers dies de cada crisi. «Crisi financera», des del 9 d'agost del 2008; «Taper tantrum», des del 17 de maig del 2013; «Crisi de la Xina», des del 26 de juny del 2015, i «COVID-19», des del 21 de gener del 2020.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'IMF.