

Perspectivas de las economías emergentes: una recuperación desigual

Las economías emergentes van a experimentar una recuperación del crecimiento clara en 2021 y 2022. Si dejamos aparte China, un país con una dinámica idiosincrática distinta y que ya ha sido analizada recientemente en esta publicación, el grupo de emergentes principales experimentó una caída del PIB del 5,1% en 2020.¹ Según nuestras últimas proyecciones, esta recesión dará paso a un crecimiento del 4,8% en 2021 y del 3,8% en 2022. Sin embargo, la auténtica clave del momento de los emergentes no es la recuperación en sí, sino lo desigual que va a ser. Esta asimetría va a comportar economías emergentes «ganadoras» y otras «perdedoras», y, entre estas últimas, un grupo de países que, además de perder pie en materia de crecimiento, van a ver sus desequilibrios macroeconómicos tensionados (los llamaremos los «perdedores frágiles», parafraseando la expresión «emergentes frágiles», habitual antes de la pandemia).

Perspectivas de la pandemia

La disparidad en la trayectoria económica emergente en 2021 y 2022 dependerá de la evolución de la pandemia, de cómo se anclan los emergentes a los diferentes focos de crecimiento mundial y de su capacidad de paliar *shocks* económicos adversos. Así, en términos relativos a la población, los cinco emergentes más afectados (Hungría, Brasil, Polonia, Argentina y Chile) registran una incidencia que más que dobla el promedio de los países emergentes menos afectados.

Además las perspectivas de vacunación también son enormemente distintas entre los emergentes. De entrada, las dosis administradas muestran grandes disparidades (por ejemplo, Sudáfrica ha vacunado a un 0,5% de su población, mientras que Hungría alcanza al 38%) y, lo que es más preocupante, los países que menos vacunas están dispensando también son los que menos cubierta tienen a su población en términos de dosis contratadas.

Hay que reconocer, no obstante, que existe una cierta correspondencia entre los emergentes más afectados por la pandemia y aquellos que se han garantizado un mayor número de dosis. Con todo, las perspectivas de la pandemia siguen siendo especialmente delicadas en Sudáfrica, Turquía, Indonesia, India, Malasia, Colombia y Brasil.²

Anclaje emergente con los motores de la expansión global

El segundo ámbito que va a generar asimetría en la recuperación emergente es la propia naturaleza de la expansión mundial. Dado que en 2021 y 2022 van a circular a velocidades muy distintas los tres grandes motores económicos mundiales (China, EE. UU. y la eurozona), también se va a registrar un distinto dinamismo en la demanda externa de los emergentes en función del grado en que estos mercados compradores son importantes para ellos, tanto en términos de exportaciones de bienes (por lo general, materias primas) como de servicios (el más frecuente, turismo).

Economías emergentes: canales de pandemia y real

	Canal de la pandemia			Canal exportador ⁴			Canal turístico ⁵	Crecimiento		
	Incidencia ¹	Población cubierta ²	Ritmo de vacunación ³	China	EE. UU.	UE		2020	2021 (p)	2022 (p)
Turquía	54,0	33	15,8	0,4	1,2	8,0	11,3	1,6	4,0	3,4
Rusia	32,1	500	7,8	3,2	0,8	8,3	5,0	-3,1	3,0	2,2
Sudáfrica	26,5	50	0,5	2,7	1,8	4,7	9,0	-7,0	3,5	1,9
Polonia	72,5	165	20,5	0,5	1,3	25,9	4,5	-2,7	3,7	4,3
Hungría	79,1	98	38	1,0	1,9	45,6	8,0	-5,1	3,9	4,0
India	12,0	23	8,7	0,6	1,9	1,5	6,8	-7,0	10,6	7,3
Indonesia	6,0	61	4,3	2,5	1,6	1,1	5,7	-2,0	4,3	5,8
Malasia	12,0	10	2,4	9,2	6,3	5,1	5,9	-5,6	6,5	6,0
Brasil	67,0	133	12,9	3,4	1,6	1,7	7,7	-4,1	3,0	2,5
México	18,0	102	9,4	0,6	29,5	1,6	15,5	-8,2	3,5	2,2
Argentina	62,5	73	14	1,5	0,9	1,5	9,8	-10,0	5,8	2,5
Chile	60,5	92	41,8	8,0	3,4	2,2	3,3	-5,8	6,1	3,8
Colombia	53,9	61	5,6	1,4	3,8	1,2	2,0	-6,8	5,1	3,6

Notas: 1. Miles de casos por millón, abril de 2021. 2. Porcentaje de la población que se podrá vacunar en función de las dosis contratadas, marzo de 2021. 3. Porcentaje de la población que ha recibido al menos una dosis, abril de 2021. 4. Exportaciones de bienes en porcentaje del PIB, en dólares de EE. UU., 2019. 5. Aportación al PIB, 2019 o último año disponible. (p) Indica previsión. El sombreado indica debilidad o vulnerabilidad en el ámbito en cuestión y si es crecimiento, menor avance del PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DOTS-FMI, del WEO-FMI, de fuentes nacionales, de la OMS y del World Travel & Tourism Council.

1. Este conjunto lo integran Turquía, Rusia, Sudáfrica, Polonia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Brasil, México, Argentina, Chile y Colombia.

2. Brasil, a pesar de que nominalmente está bastante bien cubierto con las vacunas contratadas, presenta dificultades idiosincráticas (logísticas e institucionales) que justifican considerarlo como país de perspectivas sanitarias frágiles.

En este ámbito, consideramos mejor posicionados a aquellos países que exportan mucho a China o EE. UU. o que tienen una exposición turística relativamente menor (o su mercado de origen es asiático o norteamericano). En consecuencia, la lista de potenciales países con perspectivas más preocupantes la integrarían Turquía, Rusia, Polonia y Hungría.

Desequilibrios macroeconómicos, margen de política económica y vulnerabilidad ante shocks adversos

Para finalizar, el tercer ámbito que puede originar asimetría es el de los desequilibrios macroeconómicos y en particular si la «herencia» de la COVID-19 es un aumento de dichos desequilibrios que sitúa en una posición de vulnerabilidad a los países frente a eventuales shocks adversos. Como hemos hecho anteriormente, primero vamos a identificar la sensibilidad del grupo de emergentes de referencia ante un shock adverso para luego entrar en el detalle de las asimetrías en función del país.

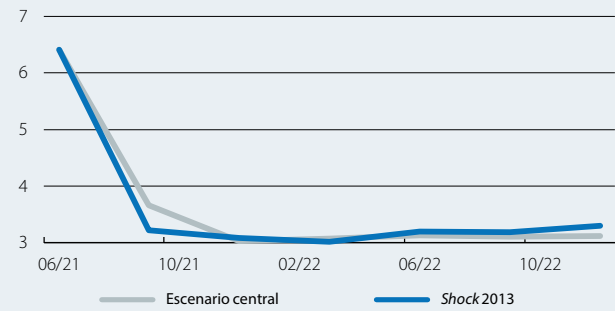
¿Cuál es el shock más preocupante que pueden afrontar los emergentes? Dado que el ciclo de crecimiento emergente de los últimos años se ha beneficiado de forma muy clara de unas condiciones financieras globales muy acomodaticias y que han favorecido una entrada de capitales importante, un endurecimiento de estas representaría un cambio considerable que previsiblemente lastraría las perspectivas de este grupo de economías. Esta es una tesis que se podría dar, por ejemplo, si la recuperación en EE. UU. fuese mucho más fuerte de lo previsto y se produjese un ajuste de la política monetaria que fortaleciese al dólar y provocase un aumento del tipo de interés. Este conjunto de factores tal vez lastraría las entradas de capitales en los emergentes y tensionaría las condiciones financieras.

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 SVAR, en un episodio de notable incremento de dichas condiciones, el del *taper tantrum* de 2013. Se trata de un ejercicio ilustrativo y, de hecho, es razonable pensar que el tipo de reactivación tras la pandemia podría acabar revistiendo características que lo alejen de precedentes históricos. Con todo, tal y como se puede apreciar en el gráfico, el crecimiento de los principales países emergentes es muy sensible a las condiciones financieras globales, especialmente a corto plazo, y esto indica que es relevante plantearse si dentro del grupo de emergentes pueden existir países en situaciones más vulnerables.

En este contexto, a fin de determinar situaciones nacionales delicadas, nos planteamos dos preguntas más específicas: i) ¿cómo cabe esperar que evolucionen las medidas de riesgo país en los principales países emergentes en 2021 y 2022? y ii) ¿qué emergentes combinan un nivel de desequi-

Crecimiento emergente en diferentes escenarios de endurecimiento de las condiciones financieras globales

Variación interanual (%)



Nota: Se estima un SVAR de orden 4 que incluye datos trimestrales para un conjunto representativo de economías emergentes de PIB, deuda externa, deuda pública e inflación y un índice de condiciones financieras global. El escenario central son las actuales previsiones de CaixaBank Research.

Fuente: CaixaBank Research.

librios relativamente elevado con un margen de maniobra más justo para absorber posibles shocks negativos?

Para responder al primer interrogante, utilizamos datos históricos para estimar la nota crediticia que se correspondería con las principales variables macroeconómicas y la comparamos con la actual.³ De este ejercicio se deriva que hay dos países, Indonesia y Colombia, cuya evolución macroeconómica sugiere mayores presiones sobre la solvencia soberana, y otro grupo, amplio, cuya situación no deja totalmente tranquilo (Sudáfrica, Rusia, India, Brasil, México, Chile y Malasia).

Por lo que se refiere a la segunda pregunta que nos planteábamos, al analizar los desequilibrios macroeconómicos y el margen de absorción por parte de la política económica (véase la segunda tabla), de entrada, aparecen un grupo de países que ostentan la delicada posición de exhibir desequilibrios más elevados. En particular, el desequilibrio central en estos momentos es el del endeudamiento. Este puede tomar diversas formas. Puede ser en su mayoría público o de carácter privado o más o menos dependiente de la financiación exterior (y, por extensión, de las condiciones financieras globales). Además, en algunos casos, el problema se ve agravado por una situación de liquidez más estresada. Pues bien, cuando se combina una posición delicada en estos frentes con un margen de maniobra menor, los nombres que aparecen son Turquía, Sudáfrica, Indonesia y, aunque con un balance de vulnerabilidades algo distinto, Malasia, Brasil y Rusia.⁴

Recapitemos el análisis anterior. Cuando se revisan los tres ámbitos que pueden originar una asimetría en la recu-

3. Utilizamos un modelo estimado mediante mínimos cuadrados ordinarios que permite asignar una nota crediticia a cada país según la evolución de un conjunto de variables macroeconómicas. Más en detalle, estas variables son el PIB per cápita, deuda pública, inflación, previsión de crecimiento del PIB durante los cuatro trimestres posteriores, volatilidad del crecimiento del PIB durante los últimos tres años y una variable binaria igual a 1 si en el trimestre anterior se da una bajada de rating.

peración económica de los emergentes, aparecen tres grandes grupos de emergentes. El primero son los «ganadores», es decir, países que se benefician de unas perspectivas sanitarias bastante buenas, que están más integrados comercialmente con los países o regiones que más van a crecer y que mantienen unos desequilibrios escasos. En esta categoría se sitúan muchos emergentes, en especial los asiáticos. Un segundo grupo son los «perdedores», que, al menos en términos relativos, padecen de una situación sanitaria complicada y están más apalancados con mercados menos dinámicos. En esta categoría se situarían los emergentes europeos. Pero es el tercer grupo el más preocupante, el de los «perdedores frágiles», es decir, aquellos emergentes que no solo están peor posicionados en materia de pandemia y arrastre de las economías más dinámicas, sino que también muestran unos desequilibrios macroeconómicos más acusados. En esta desafortunada situación están los acabados de mencionar (Turquía, Sudáfrica, Indonesia, Colombia, Brasil, Rusia y Malasia).

En definitiva, el mundo emergente, que entró de forma bastante sincronizada en el *shock* de la COVID-19, va a experimentar una recuperación a diferentes velocidades que, a su vez, generarán riesgos diferenciados. Y esto, aunque no sea evidente, tiene algo positivo, ya que si hace apenas unos meses parecía que los emergentes vulnerables eran prácticamente todos, ahora las situaciones idiosincráticas han cambiado.

Àlex Ruiz y Beatriz Villafranca

Economías emergentes: vulnerabilidades y margen de maniobra

	Último dato	Cambio desde 2T 2013 (p. p.)	Cinco peores países
Desequilibrios internos y externos			
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	1,16	3,43	Colombia, Turquía, Brasil, Argentina y Perú
Deuda externa (% del PIB)	48,22	9,13	Chile, Hungría, Argentina, Malasia y Polonia
Deuda externa c/plazo (% del PIB)	34,63	2,77	Malasia, Turquía, Argentina, Hungría y Sudáfrica
Inflación (%)	5,86	0,60	Argentina, Turquía, India, Rusia y Brasil
Credit-to-GDP gap (% respecto tendencia)	3,19	0,01	Chile, Malasia, Arabia Saudita, Argentina y Brasil
Factores mitigantes de un shock adverso			
Ratio divisas entre deuda externa a c/p	3,28	-0,91	Arabia Saudita, Rusia, Brasil, India e Indonesia
Saldo público (% del PIB)	-5,92	-4,30	Hungría, Rusia, Argentina, Sudáfrica e Indonesia
Deuda pública (% del PIB)	54,77	18,83	Argentina, Brasil, Hungría, Sudáfrica y Malasia
Tipo de intervención (%)	5,26	-0,05	Argentina, Turquía, México, Rusia e India

Nota: Los datos se corresponden con la media simple de las variables calculada para una muestra de países emergentes, compuesta por Turquía, Rusia, Sudáfrica, Polonia, Hungría, Arabia Saudí, India, Indonesia, Malasia, Brasil, México, Perú, Colombia, Argentina y Chile.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv, del BIS y del FMI.

4. Hungría, por sus particularidades, quedaría probablemente excluido de este grupo a pesar de las vulnerabilidades que presenta. En situación opuesta estaría Rusia, cuya elevada exposición al riesgo geopolítico intensifica un balance de vulnerabilidades algo menos complejo que el de otros emergentes frágiles.