

Perspectives de les economies emergents: una recuperació desigual

Les economies emergents experimentaran una recuperació clara del creixement el 2021 i el 2022. Si deixem a part la Xina, un país amb una dinàmica idiosincràtica diferent, i ja analitzat recentment en aquesta publicació, el grup d'emergents principals va experimentar una caiguda del PIB del 5,1% el 2020.¹ Segons les nostres últimes projeccions, aquesta recessió anirà seguida d'un creixement del 4,8% el 2021 i del 3,8% el 2022. No obstant això, l'autèntica clau del moment dels emergents no és la recuperació en si, sinó fins a quin punt serà desigual. Aquesta asimetria comportarà economies emergents «guanyadores» i altres de «perdedores», i, entre aquestes últimes, un grup de països que, a més de perdre peu en matèria de creixement, viuran un tensionament dels desequilibris macroeconòmics (parafresant l'expressió «emergents fràgils», habitual abans de la pandèmia, els anomenarem «perdedors fràgils»).

Perspectives de la pandèmia

La disparitat en la trajectòria econòmica emergent el 2021 i el 2022 dependrà de l'evolució de la pandèmia, de com s'ancoren els emergents als diferents focus de creixement mundial i de la seva capacitat de pal·liar xocs econòmics adversos. Així, en termes relatius a la població, els cinc emergents més afectats (Hongria, el Brasil, Polònia, l'Argentina i Xile) registren una incidència que dobla amb escreix la mitjana dels països emergents menys afectats.

A més, les perspectives de vacunació també són enormement diferents entre els emergents. D'entrada, les dosis administrades mostren grans disparitats (per exemple, Sud-àfrica ha vacunat el 0,5% de la població, mentre que Hongria ha arribat al 38%), i, el que és més preocupant, els països que menys vacunes estan dispensant també són els que menys coberta tenen la seva població en termes de dosis contractades.

Cal reconèixer, però, que hi ha una certa correspondència entre els emergents més afectats per la pandèmia i aquells que s'han garantit un major nombre de dosis. Així i tot, les perspectives de la pandèmia continuen sent especialment delicades a Sud-àfrica, a Turquia, a Indonèsia, a l'Índia, a Malàisia, a Colòmbia i al Brasil.²

Ancoratge emergent amb els motors de l'expansió global

El segon àmbit que generarà asimetria en la recuperació emergent és la pròpia naturalesa de l'expansió mundial. Atès que, el 2021 i el 2022, circularan a velocitats molt diferents els tres grans motors econòmics mundials (la Xina, els EUA i la zona de l'euro), també es registrarà un dinamisme diferent en la demanda externa dels emergents, en funció de la importància que aquests mercats compradors tenen per a ells, tant en termes d'exportacions de béns (en general, primeres matèries) com de serveis (el més freqüent, el turisme).

Economies emergents: canals de pandèmia i real

	Canal de la pandèmia			Canal exportador ⁴			Canal turístic ⁵	Creixement		
	Incidència ¹	Població coberta ²	Ritme de vacunació ³	Xina	EUA	UE		2020	2021 (p)	2022 (p)
Turquia	54,0	33	15,8	0,4	1,2	8,0	11,3	1,6	4,0	3,4
Rússia	32,1	500	7,8	3,2	0,8	8,3	5,0	-3,1	3,0	2,2
Sud-àfrica	26,5	50	0,5	2,7	1,8	4,7	9,0	-7,0	3,5	1,9
Polònia	72,5	165	20,5	0,5	1,3	25,9	4,5	-2,7	3,7	4,3
Hongria	79,1	98	38	1,0	1,9	45,6	8,0	-5,1	3,9	4,0
Índia	12,0	23	8,7	0,6	1,9	1,5	6,8	-7,0	10,6	7,3
Indonèsia	6,0	61	4,3	2,5	1,6	1,1	5,7	-2,0	4,3	5,8
Malàisia	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
Mèxic	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
Xile	60,5	92	41,8	8,0	3,4	2,2	3,3	-5,8	6,1	3,8
Colòmbia	53,9	61	5,6	1,4	3,8	1,2	2,0	-6,8	5,1	3,6

Notes: 1. Milers de casos per milió (abril del 2021). 2. Percentatge de la població que es podrà vacunar en funció de les dosis contractades (març del 2021). 3. Percentatge de la població que ha rebut, com a mínim, una dosi (abril del 2021). 4. Exportacions de béns en percentatge del PIB, en dòlars dels EUA (2019). 5. Aportació al PIB (2019 o últim any disponible). (p) Indica previsió. L'ombrejat indica feblesa o vulnerabilitat en l'àmbit en qüestió i, si és creixement, menor avanç del PIB.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de DOTS-FMI, del WEO-FMI, de fonts nacionals, de l'OMS i del World Travel & Tourism Council.

1. Aquest conjunt l'integren Turquia, Rússia, Sud-àfrica, Polònia, Hongria, l'Índia, Indonèsia, Malàisia, el Brasil, Mèxic, l'Argentina, Xile i Colòmbia.

2. El Brasil, malgrat que, nominalment, està força ben cobert amb les vacunes contractades, presenta dificultats idiosincràtiques (logístiques i institucionals) que justifiquen que sigui considerat com un país amb perspectives sanitàries fràgils.

En aquest àmbit, considerem més ben posicionats els països que exporten molt a la Xina o als EUA o que tenen una exposició turística relativament menor (o el seu mercat d'origen és asiàtic o nord-americà). En conseqüència, la llista de potencials països amb perspectives més preocupants la integrarien Turquia, Rússia, Polònia i Hongria.

Desequilibris macroeconòmics, marge de política econòmica i vulnerabilitat davant xocs adversos

Per finalitzar, el tercer àmbit que pot originar asimetria és el dels desequilibris macroeconòmics i, en particular, si l'«herència» de la COVID-19 és un augment d'aquests desequilibris que situa en una posició de vulnerabilitat els països davant eventuais xocs adversos. Com ho hem fet amb anterioritat, primer identificarem la sensibilitat del grup d'emergents de referència a un xoc advers per, després, entrar en el detall de les asimetries en funció del país.

Quin és el xoc més preocupant que poden afrontar els emergents? Atès que el cicle de creixement emergent dels últims anys s'ha beneficiat de forma molt clara d'unes condicions financeres globals molt acomodaticies i que han afavorit una entrada important de capitals, un enduriment d'aquestes condicions seria un canvi considerable que, previsiblement, llastaria les perspectives d'aquest grup d'economies. Aquesta és una tessitura que es podria donar, per exemple, si la recuperació als EUA fos molt més forta del que es preveu i es produís un ajust de la política monetària que enfortís el dòlar i provoqués un augment del tipus d'interès. Aquest conjunt de factors potser llastaria les entrades de capitals en els emergents i tensionaria les condicions financeres.

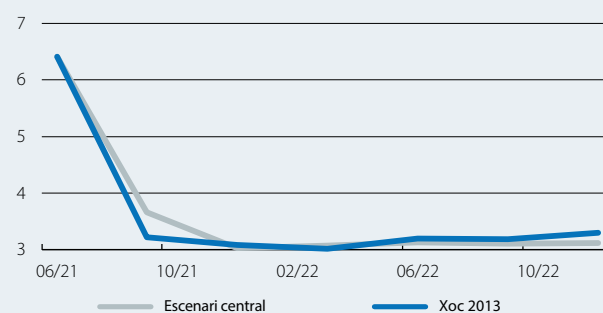
Per afinar una mica més la valoració de l'impacte que podria tenir l'enduriment de les condicions financeres sobre el creixement dels emergents, analitzem les funcions d'impuls-resposta d'un model SVAR, en un episodi d'increment notable d'aquestes condicions, el del *taper tantrum* del 2013. Es tracta d'un exercici il·lustratiu, i, de fet, és raonable pensar que el tipus de reactivació després de la pandèmia podria acabar revestint característiques que l'allunyin de precedents històrics. Així i tot, tal com es pot apreciar al gràfic, el creixement dels principals països emergents és molt sensible a les condicions financeres globals, en especial a curt termini, i això indica que és rellevant plantejar-se si, dins el grup d'emergents, pot haver-hi països en situacions més vulnerables.

En aquest context, per determinar situacions nacionals delicades, ens plantejem dues preguntes més específiques: i) com cal esperar que evolucionin les mesures de risc país als principals països emergents el 2021 i el 2022?, i ii) quins emergents combinen un nivell de desequilibris relativament elevat amb un marge de maniobra més just per absorbir els possibles xocs negatius?

Per respondre el primer interrogant, utilitzem dades històriques per estimar la nota creditícia que es correspondria

Creixement emergent en diferents escenaris d'enduriment de les condicions financeres globals

Variació interanual (%)



Nota: S'estima un SVAR d'ordre 4 que inclou, per a un conjunt representatiu d'economies emergents, dades trimestrals de PIB, de deute extern, de deute públic i d'inflació i un índex de condicions financeres global. L'escenari central es desprèn de les previsions actuals de CaixaBank Research.

Font: CaixaBank Research.

amb les principals variables macroeconòmiques i la comparem amb l'actual.³ D'aquest exercici es deriva que hi ha dos països, Indonèsia i Colòmbia, amb una evolució macroeconòmica que suggereix un increment de les pressions sobre la solvència sobirana i un altre grup, ampli, amb una situació que no ens deixa totalment tranquils (Sud-àfrica, Rússia, l'Índia, el Brasil, Mèxic, Xile i Malàisia).

Pel que fa a la segona pregunta que ens hem plantejat, en analitzar els desequilibris macroeconòmics i el marge d'absorció per part de la política econòmica (vegeu la segona taula), d'entrada, apareix un grup de països que ostenten la delicada posició d'exhibir desequilibris més elevats. En particular, en aquests moments, el desequilibri central és el de l'endeutament, el qual pot adoptar diverses formes. Pot ser, majoritàriament, públic o de caràcter privat o més o menys dependent del finançament exterior (i, per extensió, de les condicions financeres globals). A més a més, en alguns casos, el problema es veu agreujat per una situació de liquiditat més estressada. Doncs bé, quan es combina una posició delicada en aquests fronts amb un marge de maniobra menor, els noms que apareixen són Turquia, Sud-àfrica, Indonèsia i, malgrat que amb un balanç de vulnerabilitats una mica diferent, Malàisia, el Brasil i Rússia.⁴

Recapitem l'anàlisi anterior. Quan es revisen els tres àmbits que poden originar una asimetria en la recuperació econòmica dels emergents, apareixen tres grans grups

3. Utilitzem un model estimat mitjançant mínims quadrats ordinaris que permet assignar una nota creditícia a cada país en funció de l'evolució d'un conjunt de variables macroeconòmiques. Més detalladament, aquestes variables són el PIB *per capita*, el deute públic, la inflació, la previsió de creixement del PIB durant els quatre trimestres posteriors, la volatilitat del creixement del PIB durant els tres últims anys i una variable binària igual a 1 si en el trimestre anterior es produeix una baixada de ràting.

4. Malgrat les vulnerabilitats que presenta, Hongria, per les seves particularitats, quedaria probablement exclòs d'aquest grup. En una situació oposada se situaria Rússia, amb una exposició elevada al risc geopolític que intensifica un balanç de vulnerabilitats una mica menys complex que el d'altres emergents fràgils.

d'emergents. El primer el formen els «guanyadors», és a dir, els països que es beneficien d'unes perspectives sanitàries força bones, que estan més integrats comercialment amb els països o amb les regions que creixeran més i que mantenen uns desequilibris escassos. En aquesta categoria, se situen molts emergents, en especial els asiàtics. Un segon grup l'integren els «perdedors», que, com a mínim, en termes relatius, pateixen una situació sanitària complicada i estan més palanquejats amb mercats menys dinàmics. En aquesta categoria, se situen els emergents europeus. Però és el tercer grup el més preocupant, el dels «perdedors fràgils», és a dir, aquells emergents que no solament estan pitjor posicionats en matèria de pandèmia i d'arrossegament de les economies més dinàmiques, sinó que també mostren uns desequilibris macroeconòmics més intensos. En aquesta desafortunada situació hi ha els acabats d'esmentar (Turquia, Sud-àfrica, Indonèsia, Colòmbia, el Brasil, Rússia i Malàisia).

En definitiva, el món emergent, que va entrar de forma força sincronitzada en el xoc de la COVID-19, experimentarà una recuperació a diferents velocitats, que, al seu torn, generarà riscos diferenciats. I això, malgrat que no sigui evident, té una cosa positiva, ja que, si amb prou feines uns mesos enrere semblava que els emergents vulnerables eren gairebé tots, ara les situacions idiosincràtiques han canviat.

Àlex Ruiz i Beatriz Villafranca

Economies emergents: vulnerabilitats i marge de maniobra

	Última dada	Canvi des de 2T 2013 (p. p.)	Cinc pitjors països
Desequilibris interns i externs			
Saldo per compte corrent	1,16	3,43	Colòmbia, Turquia, Brasil, Argentina i Perú
Deute extern (% del PIB)	48,22	9,13	Xile, Hongria, Argentina, Malàisia i Polònia
Deute extern a c/termini (% del PIB)	34,63	2,77	Malàisia, Turquia, Argentina, Hongria i Sud-àfrica
Inflació (%)	5,86	0,60	Argentina, Turquia, Índia, Rússia i Brasil
Credit-to-GDP gap (% en relació amb tendència)	3,19	0,01	Xile, Malàisia, Aràbia Saudita, Argentina i Brasil
Factors mitgadors d'un xoc advers			
Ràtio divises entre deute extern a c/t	3,28	-0,91	Aràbia Saudita, Rússia, Brasil, Índia i Indonèsia
Saldo públic (% del PIB)	-5,92	-4,30	Hongria, Rússia, Argentina, Sud-àfrica i Indonèsia
Deute públic (% del PIB)	54,77	18,83	Argentina, Brasil, Hongria, Sud-àfrica i Malàisia
Tipus d'intervenció (%)	5,26	-0,05	Argentina, Turquia, Mèxic, Rússia i Índia

Nota: Les dades es corresponen amb la mitjana simple de les variables calculada per a una mostra de països emergents, composta per Turquia, Rússia, Sud-àfrica, Polònia, Hongria, l'Aràbia Saudita, l'Índia, Indonèsia, Malàisia, el Brasil, Mèxic, el Perú, Colòmbia, l'Argentina i Xile.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv, del BIS i de l'FMI.