

Una primera valoración de la vulnerabilidad externa de los emergentes

Hasta la fecha, la mayoría de los países emergentes están mostrando una evolución económica y financiera mejor de lo previsto, dado el importante tensionamiento de las condiciones financieras a escala global. Sin embargo, esta resiliencia no debe hacernos caer en la complacencia. Un factor que suele presionar a las economías emergentes es la apreciación del dólar, que desde principios de año acumula una revalorización cercana al 3% respecto a una amplia cesta de divisas.

En este sentido, estimaciones recientes del FMI señalan que una apreciación del 10% del dólar, en términos efectivos nominales, provoca dos trimestres más tarde un descenso del PIB real de estos países del 1,9% (frente al 0,5% en los avanzados) y la recuperación del crecimiento perdido tarda cerca de 10 trimestres en las economías emergentes (frente a tres en las desarrolladas).¹ No obstante, desde el propio organismo se apunta a que el impacto del aumento de la aversión al riesgo global no es igual en todos los países y la experien-

cia pasada revela que las más afectadas fueron, sobre todo, aquellas economías con una posición externa más frágil, caracterizada por déficits por cuenta corriente muy elevados y recurrentes, altos niveles de deuda externa y/o una dependencia excesiva de la financiación de la deuda a corto plazo.²

Monitor de Vulnerabilidad Externa

Ante esta circunstancia, hemos elaborado un monitor que muestra la posición externa de los principales países emergentes,³ resaltando sus puntos débiles. No pretende ser un modelo de valoración del riesgo país, ni una herramienta de asignación de probabilidades de crisis económicas o financieras, pero sí que ofrece pistas relevantes acerca de la dependencia del ahorro externo de cada país (y, en consecuencia, de su grado de vulnerabilidad relativa) en base a una serie de variables comunes a todos ellos. Por ejemplo, que China aparezca en la posición 10 de 21, no implica que

Monitor de Vulnerabilidad Externa

2023	Balanza por cuenta corriente	Deuda externa	Deuda externa c/p	Deuda externa c/p	Entradas IDE	Prima de riesgo de deuda externa emitida en dólares	Ranking de vulnerabilidad externa (*) (**)				
	(% del PIB)	(% del PIB)	(% de deuda externa)	(% de reservas)	(% del PIB)	(%)	2023	2018	2008	2007	2001
Turquía	-4,8	44,9	32,6	227,0	0,5	5,6	1	1	4	4	3
Argentina	-2,5	49,2	16,5	184,6	1,5	20,2	2	2	7	5	1
Malasia	2,1	64,6	41,8	100,4	1,6	0,3	3	3	5	9	15
Hungría	-1,3	82,0	9,8	48,6	-0,8	4,0	4	5	1	1	8
Chile	-1,6	70,6	8,5	52,3	3,6	1,4	5	6	6	7	10
Egipto	-2,6	45,8	9,5	62,3	2,0	7,0	6	14	20	21	19
Sudáfrica	-2,6	47,5	15,9	53,6	0,6	3,7	7	4	3	3	2
Colombia	-4,4	54,3	13,4	44,5	2,6	4,2	8	10	13	14	14
Tailandia	0,3	39,9	37,1	37,7	-1,9	1,5	9	9	8	6	9
China	1,5	13,7	53,0	45,0	-0,5	1,3	10	8	15	12	17
Polonia	1,1	48,3	15,4	38,1	2,4	0,2	11	7	2	2	12
Marruecos	-0,3	47,5	14,0	27,7	1,0	3,0	12	13	19	18	16
Indonesia	-0,5	29,6	11,9	35,0	1,1	1,5	13	11	9	10	4
México	-0,7	31,1	10,7	30,8	2,2	1,6	14	12	12	13	18
India	-1,6	17,9	20,8	23,8	0,7	1,5	15	15	11	15	21
Rusia	2,2	28,3	15,0	18,3	-1,0	2,9	16	20	14	11	6
Brasil	-1,7	26,2	12,4	20,1	2,1	2,6	17	18	18	17	11
Filipinas	-3,7	24,1	14,0	18,1	0,8	0,7	18	17	10	8	5
Perú	-2,0	33,0	-	-	3,3	2,1	19	19	16	16	13
Argelia	2,2	28,3	21,6	2,5	0,5	4,8	20	16	17	20	20
Arabia Saudita	4,2	20,6	19,8	10,1	-0,8	-	21	21	21	19	7

Notas: * El ranking de vulnerabilidad otorga una posición dependiendo del promedio del valor de las variables incluidas en la tabla para cada país: el puesto número 1 corresponde al promedio más elevado (mayor vulnerabilidad externa) y el puesto número 21, al promedio más bajo (menor vulnerabilidad externa).

** Las fechas de comparación corresponden a años en los que los principales países emergentes atravesaron notables crisis financieras, derivadas de riesgos idiosincráticos como devaluaciones de la divisa o cambios en el Gobierno, o resultado de cambios relevantes en la política monetaria en las economías avanzadas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Oxford Economics, vía Refinitiv.

1. Véase FMI (julio de 2023). External Sector Report: «[External Rebalancing in Turbulent Times](#)».

2. Véase FMI (junio de 2017). «[Assessing Country Risk: Selected Approaches](#)».

3. Los países elegidos pertenecen a la clasificación de «economías de mercados emergentes» realizada por el FMI. Adicionalmente hemos incluido Marruecos y Argelia por su relevancia para el mercado exterior de España.

el monitor le esté asignando una «mala nota» a su posición financiera externa; sencillamente indica que hay variables que se encuentran en una posición menos favorable que en el resto de los países considerados. De hecho, el FMI, en su External Sector Report, sitúa a China en el grupo de economías con una posición externa coherente con sus fundamentos a medio plazo.⁴

La variable tradicional para determinar la necesidad (o capacidad) de financiación de una economía es la balanza por cuenta corriente:⁵ si su saldo es negativo, el país paga más al exterior de lo que recibe y lo contrario si es positivo. O, lo que es lo mismo, el ahorro interno no cubre las necesidades de inversión del país. Sin embargo, el signo del saldo *per se* no es concluyente y puede reflejar situaciones muy diversas. Por ejemplo, Turquía y Colombia presentan abultados déficits por cuenta corriente, pero la valoración de su vulnerabilidad externa es muy distinta.

De hecho, para conocer la fragilidad de la posición externa de un país, también es necesario tener en cuenta la coyuntura económica de cada país junto con otras variables que capturen sus vínculos financieros con el resto de los países. A este respecto, es relevante conocer el nivel de deuda externa que acumula un país, entendida como la cantidad de su deuda (soberana y privada) en manos extranjeras, expresada en dólares y en términos de PIB. Cuanto mayor sea esta ratio, más vulnerable será el país a un cambio de sentimiento de los inversores extranjeros, ya que la salida de capitales puede llegar a poner en entredicho su capacidad para hacer frente a las obligaciones ya comprometidas con sus acreedores, así como debilitar el tipo de cambio de la divisa local. De igual manera, estos temores aumentarán cuanto mayor sea el porcentaje de esa deuda que vence a corto plazo, y cuanto más elevada sea su proporción en términos de reservas en divisa extranjera.

Otra variable que refleja bien la evolución del sentimiento del inversor es la prima de riesgo de la deuda soberana, entendida como la rentabilidad «extra» que los inversores exigen a las emisiones en dólares realizadas por el país de estudio respecto a una emisión, de vencimiento similar del Tesoro americano. Finalmente, incluimos la inversión directa extranjera (IDE), en términos de PIB, dado que nos ofrece información sobre el comportamiento de una fuente de financiación a medio y largo plazo, menos volátil ante episodios de inestabilidad financiera, lo que contribuye a aminsonar la vulnerabilidad exterior.

¿Qué información nos da el monitor?

En primer lugar, en los primeros puestos del *ranking* nos encontramos a los «sospechosos habituales». Es decir, países donde los desequilibrios económicos y financieros se han cronificado en los últimos 20 años, como resultado de políticas económicas poco eficaces, con gobiernos inestables que presentan una elevada propensión al endeudamiento y a la intervención en los mercados cambiarios. En suma, aspectos

4. El FMI estima una posición externa en línea con los fundamentos a medio plazo que incluye reformas estructurales y fiscales, así como la mayor flexibilidad del tipo de cambio de la moneda local para ayudar a la economía a absorber los *shocks* externos.

5. La balanza por cuenta corriente recoge todas las transacciones de un país con el exterior, en un periodo determinado, derivadas del intercambio de bienes y servicios (balanza comercial), del cobro o pago de dividendos de inversión (balanza de rentas) y de las transferencias.

que han mermado la calificación crediticia de estos países y han agravado su vulnerabilidad externa, siendo Turquía y Argentina los más destacados. De hecho, en ambos casos, sus divisas se han depreciado un 30% y un 50% frente al dólar, respectivamente, en lo que va de año. Malasia es un caso particular, ya que, pese a tener históricamente una balanza por cuenta corriente superavitaria,⁶ en los últimos años su deuda externa se ha incrementado notablemente; a corto plazo alcanza niveles que apenas cubrirían con las reservas de divisas existentes. Como resultado, su moneda se encuentra en su momento de mayor debilidad histórica frente al billete verde. No obstante, el país todavía goza de la confianza de los inversores extranjeros (las entradas de IDE se han incrementado en los últimos años) y las principales agencias de *rating* le otorgan los escalones más elevados dentro de la categoría de «grado de inversión».

En segundo lugar, los cinco primeros puestos del *ranking* están ocupados por países cuya deuda de corto plazo supera el 50% de su nivel de reservas, umbral que advierte de un elevado riesgo de impago de la deuda externa, presionando al alza las primas exigidas por los inversores, ampliación que será más intensa cuanto peor sea la calificación crediticia del país.

Y, en tercer lugar, son varios los países de las primeras posiciones del *ranking* que han recibido alguna clase de asistencia financiera del FMI desde la pandemia, como Argentina, Egipto o Sudáfrica, lo que enfatiza la debilidad de sus posiciones externas y sus problemas de acceso a los mercados de capitales internacionales.

Adicionalmente, si atendemos a la posición en el *ranking* en distintos momentos, se aprecian cambios positivos en aquellos países donde se han producido reformas de consolidación fiscal de gran calado (como Arabia Saudí), se han beneficiado de los ingresos por la exportación de materias primas (como Brasil y Angola) o han reducido su vulnerabilidad al tipo de cambio aumentando las emisiones de deuda en divisa local (como Rusia).

En suma, este monitor ofrece información relevante acerca de la vulnerabilidad externa estructural de una serie de países. Sin embargo, esta no es la única fuente potencial de inestabilidad financiera en un país y existen otros factores que también ofrecen información acerca de la fragilidad de un país, los riesgos geopolíticos y el encarecimiento de los bienes básicos, entre otros. Tampoco podemos pasar por alto el fuerte aumento del nivel de deuda, tanto a escala mundial como en los emergentes. De hecho, el propio FMI alerta de que casi un 20% de las economías emergentes tienen bonos soberanos que se están negociando en condiciones desfavorables (divisas muy debilitadas respecto al dólar, primas de riesgo muy elevadas y difícil acceso a los mercados de capitales internacionales) y que más de la mitad de los países de rentas bajas están sobreendeudados o expuestos a un riesgo muy elevado por sobreendeudamiento.⁷ Pero este tema tiene relevancia suficiente para ser tratado en otro informe.

Rita Sánchez Soliva y Beatriz Villafranca

6. Desde 2008, su ratio de superávit por cuenta corriente se ha reducido en casi 14 p. p. debido al impacto negativo sobre las exportaciones malayas (muy enfocadas en materias primas) de la caída de la demanda global tras las sucesivas crisis vividas en los últimos años y del abaratamiento de las *commodities*.

7. Véase FMI (13 de septiembre de 2023). «[La deuda mundial reanuda su tendencia ascendente](#)».