

Desaceleración en los mercados emergentes e impacto sobre la recuperación de España

Sara Baliña, Cristina Colomo y Matías Lamas*

La reciente inestabilidad en algunos mercados emergentes amenaza con socavar la recuperación de las principales economías desarrolladas, en particular de España y otros países de la eurozona, ya que la solidez de la demanda externa sigue siendo un factor clave para el crecimiento económico.

En este artículo analizamos los principales canales de contagio de la desaceleración de los mercados emergentes sobre la economía española. El canal comercial es el más obvio, sobre todo teniendo en cuenta la importancia de estos mercados para el crecimiento de las exportaciones durante los últimos años. Pero no es el único. Otro vínculo importante entre España y los mercados emergentes es el valor de las inversiones de las empresas españolas en el exterior así como el flujo de ingresos de estas en el resto del mundo. Una de las conclusiones que extraemos es que las perspectivas de crecimiento para España se mantendrán intactas incluso aunque se intensifique el estrés financiero en los mercados emergentes. Una desaceleración intensa en estos países, sin embargo, podría erosionar significativamente el crecimiento. La demanda interna no está preparada todavía para tomar el relevo del sector exterior como motor del crecimiento de la economía.

El año ha comenzado con brotes de inestabilidad en algunas economías emergentes. La reducción de las compras de deuda por parte de la Reserva Federal ha tenido su principal manifestación en el castigo a los mercados emergentes. Entre 2010 y 2012, coincidiendo con una expansión del balance de la Reserva Federal de dos billones de dólares, los países emergentes recibieron flujos de capital privado por un 6% del PIB. La mitad de dichos flujos se materializó en decisiones de inversión extranjera directa (IED),

con vocación de permanencia, pero la otra mitad (inversión de cartera y crédito bancario) respondió a la búsqueda de rentabilidad en un contexto de tipos de interés reducidos en las mayores economías desarrolladas. El Banco Mundial ha señalado que el 60% de las entradas de capital se debió a los efectos de la política monetaria de la Reserva Federal, el *quantitative easing*.

Sin menospreciar la importancia de la estrategia de retirada monetaria de la Reserva Federal

* Afi –Analistas Financieros Internacionales, S.A.

sobre las condiciones de financiación del bloque emergente, lo cierto es que, a diferencia de otros episodios de estrés, la posición de cada país en función de las perspectivas de crecimiento económico, vulnerabilidad exterior y rigor de la política económica será determinante en el castigo relativo que puedan sufrir estos mercados en adelante.

Atendiendo a estos criterios, pueden distinguirse cinco grupos de países. Un primer grupo estaría constituido por economías como Argentina, Ucrania o Venezuela que, bajo un escenario de inestabilidad política y económica preocupante, comparten una gestión heterodoxa de su política interna que las hace especialmente vulnerables a un escenario de incremento de la volatilidad. Un segundo grupo lo formarían países con un déficit por cuenta corriente abultado o elevada sensibilidad de su patrón de crecimiento al ciclo mundial de materias primas y que, además, están asistiendo a una desaceleración de sus registros de crecimiento. Turquía, Sudáfrica, Chile o Perú, cuyas divisas han experimentado depreciaciones abultadas en lo que llevamos de año, conformarían este grupo.

Países de Europa del Este como Hungría o Rumanía, con fuertes vínculos financieros con la

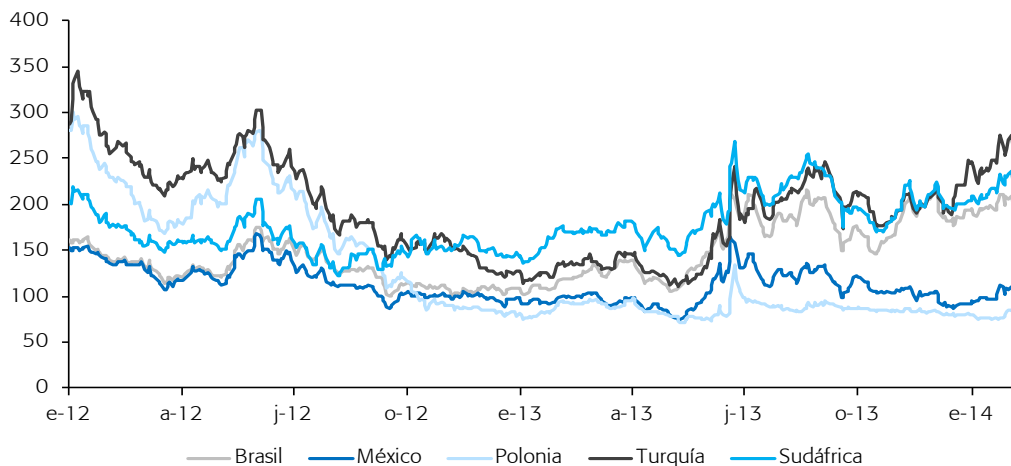
eurozona a través de su sector bancario y una parte no desdeñable de financiación privada denominada en divisa extranjera, son sensibles a un rebrote de la inestabilidad en la periferia del euro.

El cuarto grupo lo componen los BRIC (Brasil, Rusia, India y China), con problemas estructurales internos de distinta índole pero con un denominador común: los riesgos que entraña la pasividad reformista en ámbitos clave para garantizar un crecimiento económico a medio plazo alineado con el promedio de la última fase expansiva. En el caso de Brasil, la combinación de una tasa de inflación próxima al 6% y un crecimiento reducido está poniendo en duda la estrategia de endurecimiento monetario de su banco central. En China, el potencial desestabilizador de la banca "en la sombra" y la reorientación incompleta de su esquema de crecimiento hacia la demanda doméstica amenazan con lastrar la recuperación mundial.

En el último grupo, estarían países como Corea, México o Polonia, con perspectivas económicas sólidas, ausencia de desequilibrios internos y una estructura de financiación menos dependiente de la liquidez global que, a buen seguro, serán los que mejor sorteen los efectos del *tapering*.

Gráfico 1

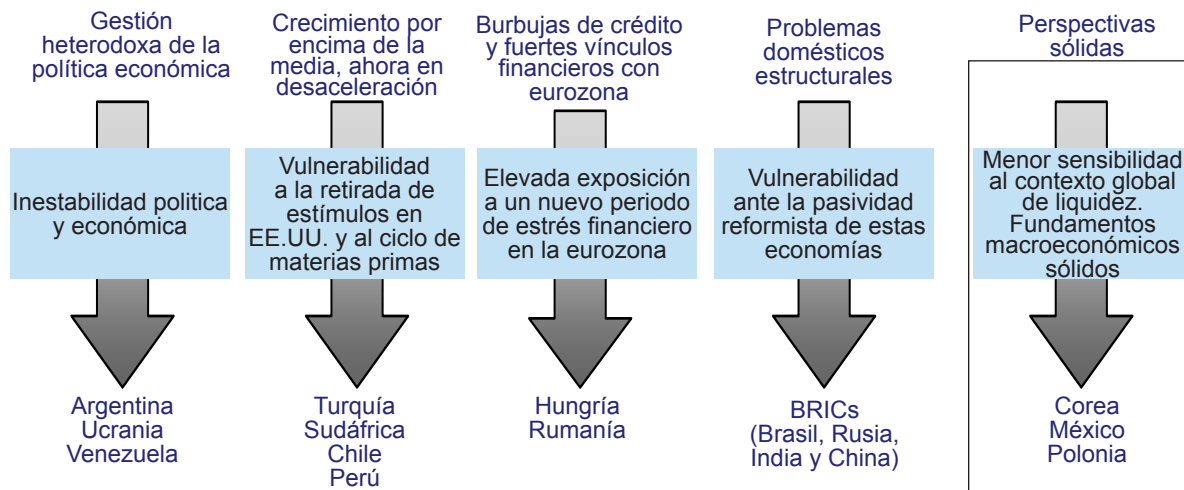
CDS soberanos de economías emergentes (5 años, puntos básicos)



Fuentes: AFI, Datastream.

Gráfico 2

Grupos de economías emergentes



Fuente: Afi.

Economía española: canales de contagio de la desaceleración en los mercados emergentes

La inestabilidad reciente de algunos mercados emergentes amenaza con comprometer la recuperación de economías desarrolladas clave, y particularmente de la eurozona, en un momento en el que el sector exterior juega todavía un papel crucial a la hora de impulsar el crecimiento de la actividad.

La inestabilidad reciente de algunos mercados emergentes amenaza con comprometer la recuperación de economías desarrolladas clave, y particularmente de la eurozona, en un momento en el que el sector exterior juega todavía un papel crucial a la hora de impulsar el crecimiento de la actividad.

La desaceleración de las exportaciones españolas en la segunda mitad de 2013, sobre todo de las dirigidas a destinos fuera de la eurozona, introduce un riesgo significativo, al cual debemos

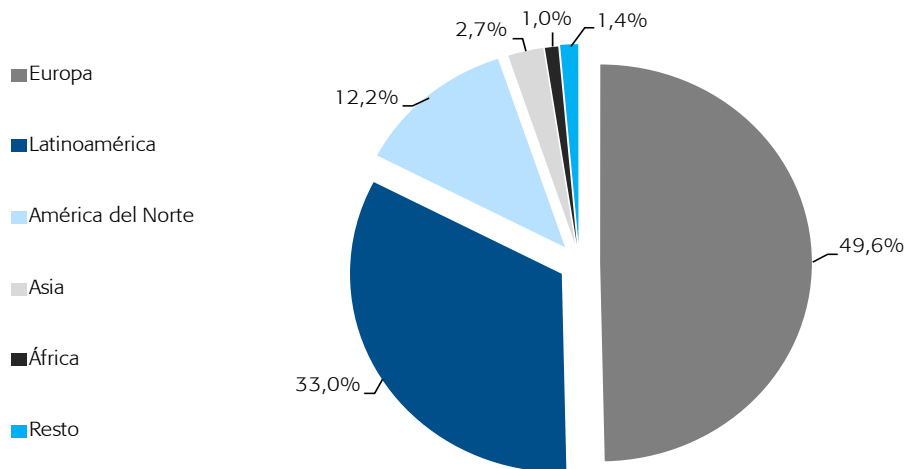
añadir otros dos. Primero, la caída de valor de las inversiones realizadas por las compañías españolas en economías que experimentan una fuerte depreciación de sus divisas. Y segundo, el impacto del menor crecimiento de dichas economías sobre el flujo de ingresos de las compañías internacionalizadas.

El castigo diferencial a las cotizaciones de las empresas del IBEX con presencia elevada en Latinoamérica (en concreto, a Argentina, Brasil y México) y Turquía (zonas que están concentrando las tensiones financieras y cambiarias), junto con el efecto indirecto que sobre el comercio mundial puede tener un crecimiento más reducido del bloque emergente, justifican la revisión de la exposición agregada de España a estos países.

Valor de las inversiones españolas en el exterior. Análisis de la exposición a los países latinoamericanos

En 2011, la inversión extranjera directa en el exterior se situó en los 440.000 millones de euros, más del 40% del PIB. En los últimos años de la

Gráfico 3

Stock de inversión extranjera directa (IED) de España en el exterior (2011, último dato disponible)

Fuentes: Afi, Datainvox.

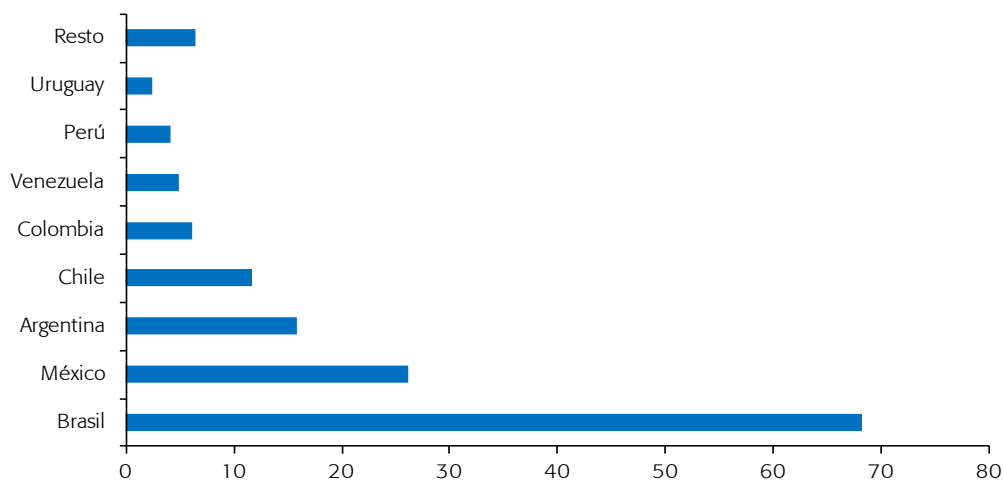
década de los noventa, Latinoamérica (Latam) concentró el grueso de las decisiones de IED. Con la entrada en la eurozona y la expansión económica de Europa del Este, Europa ha sustituido a Latam como principal destino de la IED española.

en la región, la posición de España en Latam continúa siendo clave. Brasil, México, Chile y Argentina son las economías que concentran el 85% del stock de IED de España en esta zona.

Pese a la pérdida de importancia relativa en el stock total (próxima a un 30% del total) y a la significativa reducción del flujo de nuevas inversiones

Los sectores regulados han concentrado la exposición de las compañías españolas a Latam. Con datos a 2011, los servicios financieros representaban cerca del 50% de la IED en países como

Gráfico 4

Posición de inversión de España en Latinoamérica (2011, miles de millones de euros)

Fuentes: Afi, Datainvox.

Brasil y México, mientras que la extracción de gas y petróleo y el sector de las telecomunicaciones suponían cerca del 20% y del 30% de la IED en Chile y Argentina, respectivamente.

La experiencia ha demostrado que, a la hora de alcanzar éxito en los proyectos de inversión en el extranjero, la selección del país es más importante incluso que las decisiones relacionadas con el sector en el que la empresa desea competir.

Los proyectos de inversión en las economías que lideran el crecimiento de la región han sido los más rentables. Por su estabilidad macroeconómica y política, Chile, Perú y, en menor medida, Colombia han sido elecciones acertadas para los proyectos de la empresa española en el exterior.

Los países con menor atractivo son aquellos que han seguido un esquema de política económica heterodoxa en años recientes, como Argentina y Venezuela. En la mayoría de estas economías, las autoridades han impuesto controles de capital y restricciones a la repatriación de dividendos. En algunos casos extremos, han iniciado procesos de nacionalización que se han traducido en un deterioro del valor de los proyectos

de inversión para las compañías multinacionales, erosionando la confianza en estos mercados.

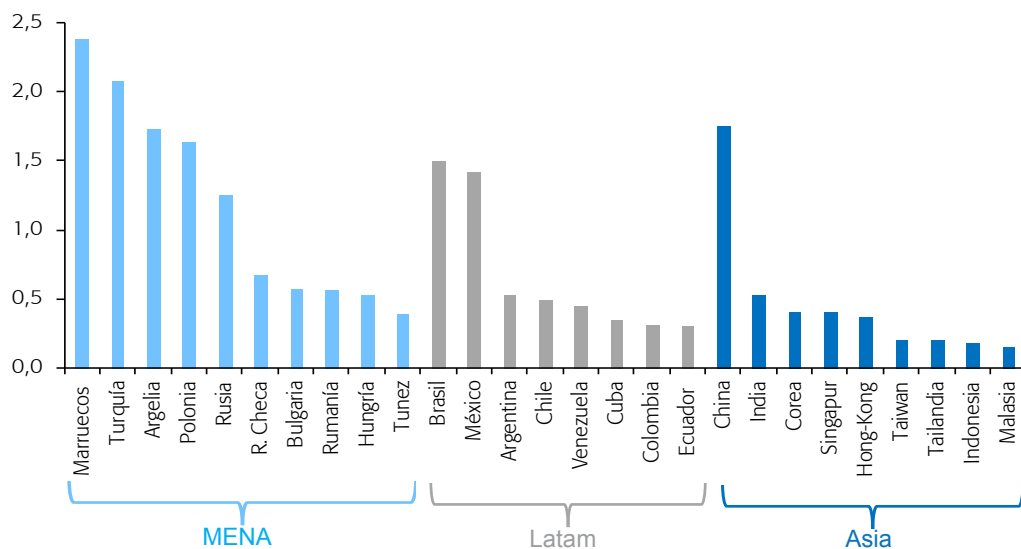
Exposición comercial de España a los mercados emergentes

La exposición comercial de España a los mercados emergentes (en términos del volumen de exportaciones) es reducida, ya que solo supone un 5% del PIB. Sin embargo, cuando comparamos la exposición de otros mercados desarrollados a los emergentes, encontramos que los intereses de España en ese bloque de economías no son tan reducidos. De hecho, de las cuatro principales economías de la eurozona (Alemania, Francia, Italia y España), España es la segunda que más exportaciones concentra (sobre el total) a las zonas emergentes. Algo más de un 25% de estas se dirigen a estos países, un porcentaje similar al de Alemania (cerca del 26%), y ligeramente más alto que Francia o Italia (20%).

Un punto importante a tener en cuenta es que el sector exterior ha sido la principal fuente de crecimiento de España desde el inicio de la

Gráfico 5

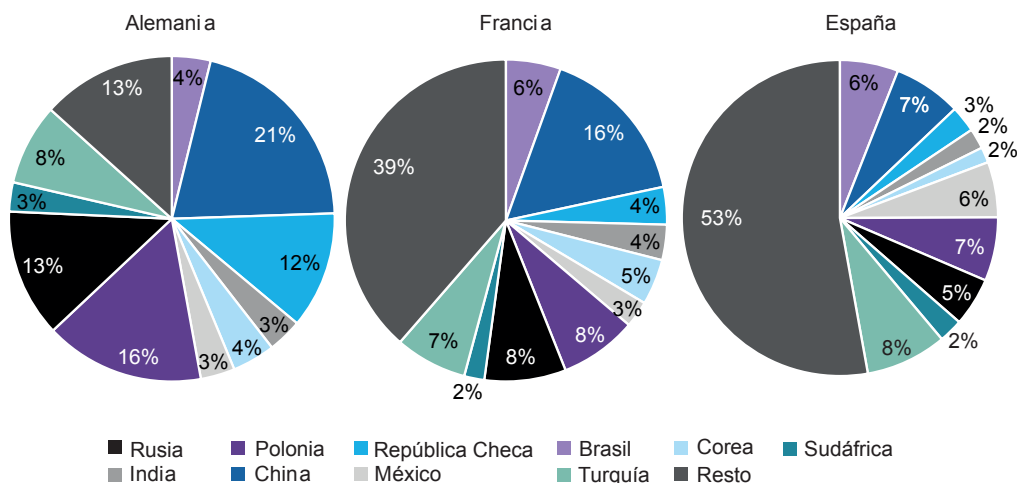
Exportaciones de bienes de España a los países emergentes (% sobre el total)



Fuentes: Ministerio de Economía, Afi.

Gráfico 6

Exportaciones de Alemania, Francia y España a los mercados emergentes. Distribución



Nota: Peso de cada país emergente sobre las exportaciones totales al bloque emergente. En el caso de Francia y España, el "resto" incluye fundamentalmente países del norte de África.

Fuentes: Afi, Datastream.

crisis. El peso de las exportaciones en el PIB ha pasado de un 26% en 3T08 al 35% en 4T13. Y el crecimiento medio de las exportaciones desde 2010 se ha situado en el 6,6% en términos reales, debido en parte al crecimiento de los mercados emergentes. En la primera mitad de 2013, las exportaciones a los emergentes representaron un 25% del crecimiento total de las ventas al exterior.

Tan relevante como la exposición al bloque emergente, sin embargo, es la exposición específica por países. Como se apuntó anteriormente, estos países no pueden ser tratados de forma uniforme, y deben distinguirse grupos de países en

La exposición comercial de España está sesgada hacia economías del bloque emergente que no estarán en el punto de mira de los mercados en caso de que se reinicie un periodo de estrés financiero.

función de las características financieras y macroeconómicas de cada mercado. Algunos grupos están mejor preparados para afrontar la retirada de los estímulos monetarios en EE.UU., mientras

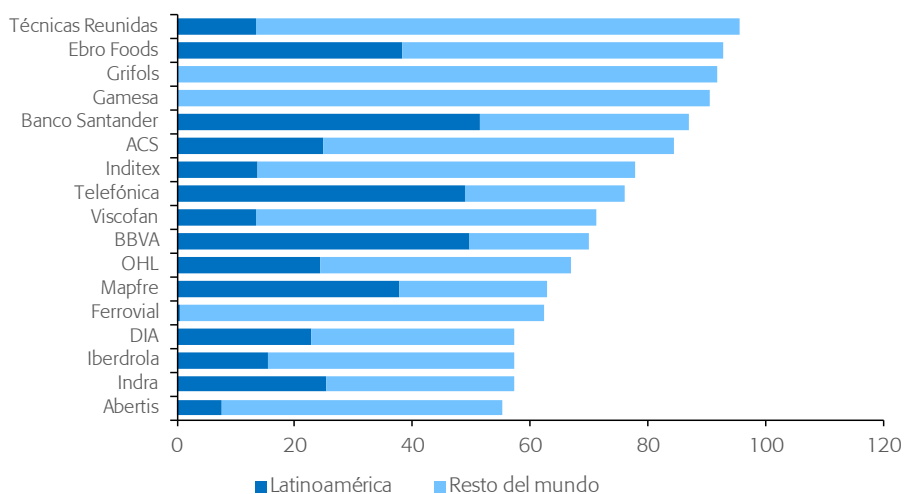
que para otros será más difícil mantener la estabilidad financiera.

La exposición comercial de España está particularmente sesgada hacia economías del bloque emergente que probablemente no estarán en el punto de mira de los mercados en caso de que se reinicie un periodo de estrés financiero en ese bloque. Los países de Europa Central y del Este y los del grupo MENA (*Middle East and North Africa*) se sitúan a la cabeza de las exportaciones españolas, mientras que socios comerciales potencialmente "problemáticos" (Brasil, India y Turquía) apenas representan una pequeña porción de las exportaciones totales al bloque emergente.

Un breve repaso de los beneficios generados por las empresas españolas (IBEX 35) en los mercados emergentes

La facturación y los beneficios generados fuera de España y, específicamente, en Latinoamérica, son significativos para algunas compañías del IBEX, y sobre todo para los bancos BBVA y Santander. En el caso de Santander, el volumen de activos en Latam representa el 22%

Gráfico 7

Beneficios procedentes del resto del mundo, compañías del IBEX 35 (2012, % del total)

Fuentes: Afi, FacSet.

del balance, con una mayor presencia en Brasil (12%), seguido de México (4%) y Chile (3%). En BBVA, el 34% de sus activos se encuentran repartidos entre México (13%), otros países de América Latina (13%) y Eurasia (8%), que engloba Turquía y China. En ambos casos, la aportación de estos países a los resultados supera el 50%.

Conclusiones

Tras la reducción de la fragmentación financiera en la eurozona, el principal riesgo al que se enfrenta la región es a un empeoramiento de la desaceleración en los mercados emergentes.

El bloque emergente ha sido la principal fuente de crecimiento global desde 2008, y se espera que incremente su proporción en el PIB mundial en los años venideros. Sin embargo, el crecimiento desde 2008 no ha sido tan resistente como anteriormente, y la evolución de algunas variables financieras, como el crédito sobre el PIB, apunta a una vulnerabilidad financiera creciente en algunos países.

La presencia de condiciones de liquidez laxas durante los últimos años, resultado de las deci-

siones de política monetaria en EE.UU. tras el estallido de la crisis, ha enmascarado problemas estructurales en determinadas economías emergentes. Estos problemas estructurales podrían traducirse a partir de ahora en una desaceleración del crecimiento e inestabilidad financiera en algunos mercados.

Los países emergentes no se pueden categorizar como un único grupo. Las diferencias entre economías emergentes son demasiado significativas para tratar a estos países como un bloque homogéneo.

Los países emergentes no se pueden categorizar como un único grupo. Las diferencias entre economías emergentes son demasiado significativas para tratar a estos países como un bloque homogéneo. Corea del Sur, por ejemplo, ha ganado el estatus de economía desarrollada en las últimas décadas, aunque suele clasificarse como país emergente, junto con países tan diversos como Brasil, Indonesia y Nigeria.

Otro punto importante es que las vulnerabilidades de un país no se pueden comparar con las del

resto. Europa del Este, por ejemplo, ha padecido el impacto de la crisis del euro y muchas economías de la región han estado sometidas a un estrés financiero extremo en los últimos años. Algunas de ellas han solicitado incluso ayuda financiera a instituciones como el FMI, y han llevado a cabo ambiciosos programas de consolidación fiscal y reformas estructurales para impulsar el PIB potencial. Los resultados de esta estrategia de política económica son todavía inciertos.

Las economías de Asia y Latinoamérica se han beneficiado de un entorno internacional favorable para atraer flujos de capital de los mercados desarrollados. Tipos de interés más reducidos en los activos financieros desarrollados explican el atractivo de estos mercados emergentes para los inversores extranjeros, junto con el potencial de crecimiento de estos países. Pero el cambio de política monetaria de EE.UU. supone un reto para la estabilidad financiera, y las primeras señales de una "fuga" de capitales en algunos segmentos comienzan a erosionar la confianza de los inversores en la habilidad del bloque emergente para superar la crisis.

La desaceleración de las zonas emergentes es de máxima importancia para las economías desarrolladas y particularmente para la eurozona y España. La razón es que, al contrario que países como EE.UU. o Reino Unido, la eurozona empieza ahora a recuperarse de su segunda recesión desde 2008. Y lo hace además con el apoyo fundamentalmente del sector exterior, al menos mientras la demanda doméstica siga estando limitada por la combinación de consolidación fiscal y debilidad de la demanda interna en las economías periféricas.

Consideramos varios canales de contagio de la crisis en los mercados emergentes hacia las economías desarrolladas y, en concreto, a España. El canal más obvio es el de las relaciones comerciales, pero otros elementos también pueden erosionar el crecimiento, como la posición de inversión de España en el bloque emergente (riesgo de deterioro de los activos exteriores) o el peso de los ingresos que generan las multinacionales españolas en el resto del mundo.

En relación con la posición de inversión, destaca que el grueso de la IED se concentra en Europa y Latinoamérica. A la hora de analizar el riesgo de potenciales pérdidas derivadas de una desaceleración en estos mercados, es más útil un análisis país por país que examinar las grandes tendencias de la región a la que la compañía está expuesta.

La exposición comercial a las zonas emergentes se ha incrementado notablemente en los últimos años debido a que las tasas de crecimiento de las exportaciones a estos mercados han sobrepasado sistemáticamente las de otros mercados desarrollados. Actualmente, las exportaciones españolas a estos países representan un 25% del total, una de las mayores cuotas de la eurozona. Sin embargo, los países emergentes de Europa y los MENA representan la mayor parte de la exposición en términos comerciales. Presumiblemente, estos países sufrirán en menor medida los efectos de la política monetaria de EE.UU., o por lo menos no con la misma intensidad que los países potencialmente problemáticos.

En conjunto, pensamos que las perspectivas de crecimiento de España continúan intactas incluso en un escenario en el que la crisis de las economías emergentes se recrudezca. Esto es cierto si y solo si (i) la desaceleración de los emergentes no se traduce en un deterioro de las expectativas de crecimiento global y (ii) la actividad de la eurozona gana tracción, permitiendo a países como España mantener tasas de crecimiento aceptables de sus exportaciones.

En ausencia de más crecimiento de la eurozona, o si los registros de crecimiento decepcionan en países como China o EE.UU., la economía española padecerá los efectos de la desaceleración en los emergentes. La demanda doméstica no está todavía preparada para sustituir al sector exterior como motor del crecimiento, y probablemente no se encuentre en condiciones de hacerlo hasta que se corrijan los múltiples desequilibrios heredados de los años de expansión.