

# El Covid-19 en las economías emergentes

*Alicia García Herrero*

La tercera oleada de la pandemia llega al mundo emergente. ¿Qué esperar a corto y medio plazo? Al ‘shock’ económico inmediato podría seguirle una remodelación en la cadena de valor global.

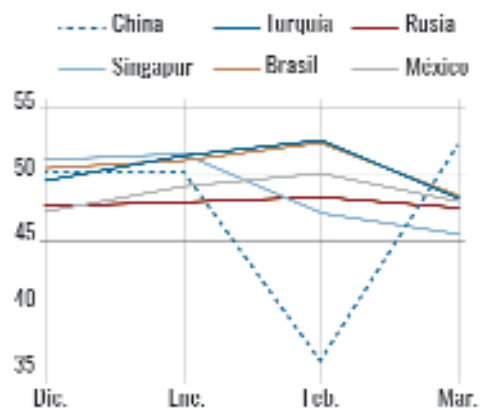
**E**L Covid-19 hizo estragos en la economía china durante el primer trimestre de 2020 y hace lo propio ahora mismo en Europa y Estados Unidos. Con la primera oleada de la epidemia, mientras se expandía el brote de coronavirus, el PIB de China experimentó una contracción del 6,8%. La enfermedad provocó la desaparición de la demanda interna, golpeando en especial las ventas minoristas locales, y un rápido deterioro del mercado de trabajo, con una subida de la tasa de desempleo y el hundimiento de los ingresos disponibles. Al reanudarse la producción en China, una de las consecuencias del hundimiento de la demanda ante una recuperación de la oferta es el aumento de las presiones deflacionarias, que pronto podrían extenderse a la economía mundial a través de un abaratamiento de las exportaciones chinas.

La situación es muy similar en la Unión Europea y en EEUU. La confianza de las empresas ha caído de manera significativa: el Índice de Gestores de Compras (PMI, en inglés) de la zona euro y de EEUU entró en contracción en marzo. Los confinamientos y las interrupciones de la producción han llevado a una significativa pérdida de puestos de trabajo, lastrando

---

Alicia García Herrero es Investigadora del *think tank* Bruegel y economista jefe de Natixis para Asia Pacífico.  
*Traducción de News Clips.*

---

**Gráfico 1: Índice de Gestión de Compras (PMI)**

[Fuente: Natixis, Bloomberg. Gráficos: Adriana Exeni]

**Gráfico 2: Alza en primas de riesgo respecto a bonos del Tesoro EEUU**

[Fuente: FMI, Natixis.]

los ingresos y el consumo de los hogares. Al igual que sucedió en China, el desplome de la demanda contribuye a la rápida reducción de los precios al consumo en América y Europa.

La tercera oleada de la pandemia está llegando al mundo emergente. En concreto, Turquía, Brasil, Rusia, India, Singapur y México experimentan un rápido contagio, lo que apunta a una nueva oleada del brote de coronavirus. Los países en desarrollo se enfrentan a la pandemia con una capacidad más limitada de sanidad pública. Las ciudades superpobladas y los mercados laborales informales suponen una complicación añadida. Si bien el número de casos de Covid-19, así como el número de muertes, es muy distinto de un país a otro y sigue relativamente bajo control en comparación con los de la UE y EEUU, el impacto económico negativo es cada vez más evidente. La confianza experimentó un descenso en marzo, como muestra el índice PMI en varios países emergentes, excepto China, que ha experimentado un crecimiento en V desde febrero, cuando sufrió el pico de la enfermedad (gráfico 1).

Sin embargo, desde marzo, según los casos aumentaban, las economías en desarrollo han ido imponiendo mayores restricciones a la movilidad. India, por ejemplo, amplió su confinamiento hasta el 3 de mayo para frenar la rápida expansión de los contagios, y Filipinas hizo lo propio hasta el día 15. La falta de movilidad pesará sin duda en las perspectivas económicas de los países emergentes, como ha ocurrido en China y otras economías asiáticas. De hecho, el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé que el mundo emergente

Gráfico 3: Deuda pública (% PIB)

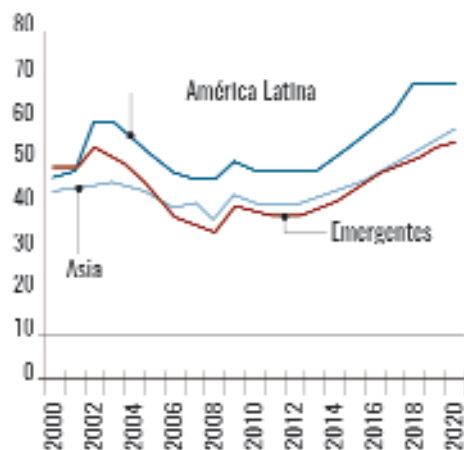
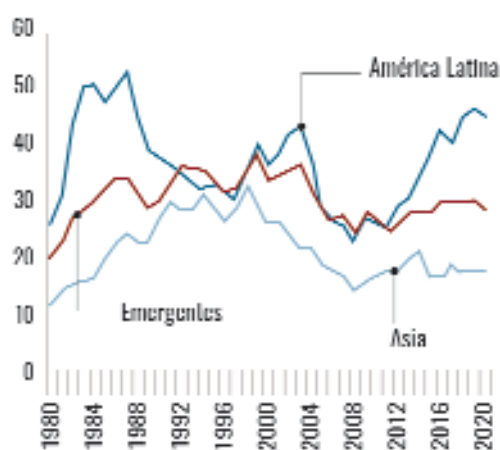


Gráfico 4: Deuda externa (% PIB)



[ Fuente: FMI, Natixis. Gráficos: Adriana Exeni ]

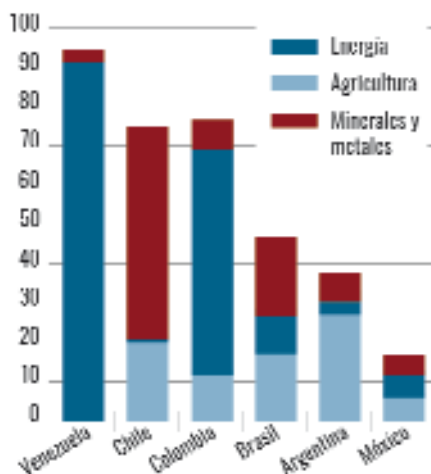
entre en 2020 en una recesión del -1%, un comportamiento de la economía mucho peor que durante la poscrisis mundial de 2008.

## DEPENDENCIA DE LAS MATERIAS PRIMAS Y DEL DÓLAR

**A**DEMÁS del impacto del Covid-19, otras dos crisis golpean el mundo emergente. La primera es el hundimiento de los precios del petróleo; la segunda está relacionada con una repentina escasez de dólares en el mundo. El petróleo sufrió una caída de precios tras la ruptura del diálogo entre los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y Rusia. La OPEP, liderada por Arabia Saudí, decidía a comienzos de marzo aumentar de forma masiva la oferta de petróleo, medida con la que Rusia no estaba de acuerdo. Esta decisión se revirtió en un mes con el acuerdo de la OPEP, EEUU, México y Rusia de reducir la oferta en un 22%. Sin embargo, la demanda se había desplomado, mientras tanto, debido a la limitación de movilidad y la inminente recesión mundial. Con una caída de precios superior al 60% y el momentáneo –aunque revelador– precio negativo de los futuros del petróleo, los exportadores de productos petrolíferos han visto hundirse sus ingresos internos y fiscales. La situación de los precios de otras materias primas no es mucho mejor.

Por si esto fuera poco, la rápida expansión del Covid-19 a Europa, y sobre todo a EEUU, provocó un aumento de la aversión mundial al riesgo, colapsando los mercados financieros. Se sabe que los costes de financiación de los mer-

**Gráfico 5: América Latina: dependencia de materias primas (% exportaciones totales)**



[Fuente: UNCTAD, Natixis. Gráficos: Adriana Exeni.]

**Gráfico 6: Divisas de peor desempeño respecto al dólar (% desde 1 de marzo)**



[Fuente: Bloomberg, Natixis.]

cados emergentes dependen, en gran medida, del grado de rechazo mundial al riesgo, dada su dependencia de la financiación externa e incapacidad para emitir divisas convertibles. Un claro reflejo de ello es el aumento de las primas de riesgo desde marzo (gráfico 2).

Entre las economías emergentes, Latinoamérica es más frágil que la media, sobre todo comparada con Asia. De hecho, los niveles de deuda han aumentado en todo el espacio de mercados emergentes –pero mucho más en Latinoamérica (gráfico 3)– y el espacio fiscal sigue siendo limitado en todos los países que componen dicho ámbito, incluida China. Esta situación es más problemática en cuanto a la deuda externa, donde claramente destaca América Latina, con una dependencia mucho mayor de la financiación externa (gráfico 4).

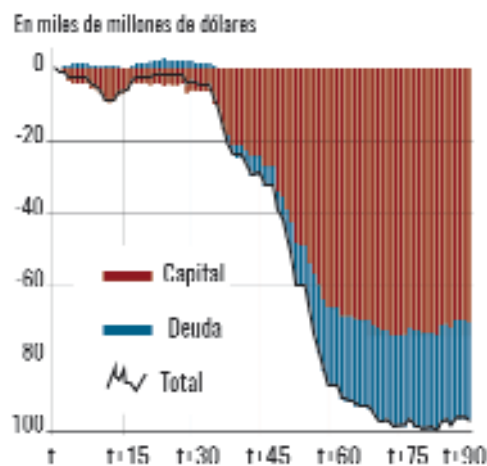
La elevada deuda pública en los países latinoamericanos va acompañada de un alto aumento de la dependencia de las materias primas. El gráfico 5 muestra su aportación a las exportaciones totales, con las finanzas fiscales y externas mucho peor de lo previsto para la región este año. En conjunto, el riesgo de las economías emergentes ha sido claramente comprendido por el mercado, que lleva hundiendo las monedas de estos países desde marzo (gráfico 6).

El frenazo de los flujos de capitales a las economías emergentes es insólito (gráfico 7). De hecho, no solo se ha producido una venta masiva de crédito empresarial de mercados emergentes denominados en dólares, sino también una

**Gráfico 7: Flujos de cartera de no residentes a mercados emergentes desde la fecha indicada**



**Gráfico 8: Flujos de cartera de no residentes a mercados emergentes desde el 21 de enero de 2020**



salida repentina de las inversiones extranjeras en los mercados de deuda soberana en moneda local, que durante mucho tiempo se habían considerado más resistentes a la aversión al riesgo a escala mundial (gráfico 8).

A esto debe añadirse que las exportaciones –en especial de materias primas, pero también en general– se han hundido en previsión de una inminente recesión mundial. Los ingresos del turismo internacional se han desplomado debido a la prohibición de viajar; e incluso las remesas salen perjudicadas, al experimentar los migrantes un descenso de ingresos e incluso pérdida de empleo. Ante este panorama, el FMI calcula la necesidad de financiación bruta de los mercados emergentes en 2,5 billones de dólares, en línea con las solicitudes de ayuda financiera presentadas por, al menos, 100 miembros del Fondo, y concentradas en su mayoría en unos cuantos mercados emergentes sistémicos.

## ¿CÓMO PUEDEN PROTEGERSE LOS EMERGENTES DE LA CRISIS FINANCIERA EXTERNA?

**L**a forma más inmediata de las economías emergentes para reaccionar a una crisis de financiación externa es la política interna, tanto monetaria como fiscal. Por desgracia, el margen fiscal es limitado. En cuanto a la política monetaria, algunas economías emergentes mantienen su moneda vin-

culada al dólar estadounidense, de modo que deben soportar la fortaleza de este, por muy costosa que resulte. Sin embargo, incluso a los países con un tipo de cambio flotante puede resultarles difícil utilizar plenamente su margen monetario, dado que sus monedas ya han quedado muy debilitadas respecto al dólar y han sufrido la salida de capitales.

El miedo de las economías emergentes a la fluctuación de sus divisas en un tiempo de salidas masivas de capitales es comprensible, más aún si se tienen en cuenta las grandes repercusiones negativas que una moneda nacional excesivamente débil supone para el balance general de los países con una fuerte deuda en dólares. El atajo evidente es introducir controles de capitales. Aunque está cambiando el consenso general, y se observa una percepción más favorable de estos controles, su introducción comporta un innegable coste, al menos para aquellas economías emergentes con acceso a los mercados: perder ese acceso.

A pesar del grado de escasez de dólares que ya se está afrontando, Indonesia, Emiratos Árabes Unidos (EAU) y Catar recurrían no hace mucho al mercado, lo que ha suscitado un gran interés entre los inversores. Excluyendo el supuesto de estrictos controles de capitales, con el riesgo que esto plantea de una desconexión de la financiación internacional, se necesitan otras herramientas para afrontar el impacto que el Covid-19 tiene en la financiación en dólares. La primera línea de defensa es, por supuesto, la que está bajo el pleno control del país en cuestión: recurrir a las reservas internacionales acumuladas para las épocas de vacas flacas. Sin embargo, ese autoseguro no está distribuido equitativamente en todo el espacio de los mercados emergentes. Solo unas cuantas economías pueden afirmar con seguridad que sus reservas son lo bastante grandes para afrontar la conmoción. Y lo más importante es que tienden a estar concentradas en dos regiones, Asia y Oriente Próximo, con más de la mitad de los 22 billones de dólares estadounidenses disponibles en forma de reservas de divisas en todo el mundo.

Otros modos de afrontar las restricciones de la financiación externa son los planes de seguro regionales, que tienden también a concentrarse en Asia,

---

**«Solo unos cuantos países emergentes de Asia y Oriente Próximo tienen reservas de divisas lo bastante grandes para afrontar la conmoción económica del Covid-19»**

---

con un conjunto de líneas bilaterales de permuta financiera establecidas a raíz de la crisis financiera asiática de 1997 y que han sido cada vez más multilateralizadas en la denominada Iniciativa Chiang Mai de Multilateralización (CMIM, por sus siglas en inglés). Otros mecanismos de seguro regionales se desmontaron una vez superada la crisis para la que fueron creados. Es el caso de la Iniciativa de Viena para la liquidez del euro fuera de la eurozona. Sin embargo, el reciente anuncio de un acuerdo precautorio de permuta financiera de euros entre el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Nacional de Croacia para lo que queda de 2020 es buena señal de que los países vinculados al euro tal vez puedan aprovechar la liquidez proporcionada por el BCE. En otras regiones, como Latinoamérica, existen marcos institucionales para crear fondos de reservas, como el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), pero nunca han cumplido su misión.

Además de los mecanismos de seguros individuales y regionales, la Reserva Federal de EEUU ha ampliado sus actuales líneas de permuta financiera bilaterales con un grupo selecto de bancos centrales y restablecido las que se habían creado en 2008 y clausurado tras la crisis. Es preciso señalar que solo dos de los bancos centrales corresponden a economías emergentes, Brasil y México, a los que podrían sumarse otros dos, dependiendo de cómo se definan los mercados emergentes, y concretamente Corea del Sur y Singapur. Además, se ha anunciado una línea de recompra para un número más amplio de bancos centrales, que les permite acceder a la liquidez en dólares pignorando valores del Tesoro estadounidenses. Aunque bien recibida, parece claro que la Reserva Federal no se convertirá en prestamista de último recurso para el mundo emergente, debido a los conocidos problemas de riesgo moral.

El mejor candidato para desempeñar esa función, si bien de manera limitada y con condiciones, es el FMI. Por desgracia, el Fondo dispone de unos recursos aproximados de 800.000 millones de dólares, cantidad muy inferior a las necesidades estimadas de los 100 países que ya han solicitado ayuda económica. Las necesidades de instituciones financieras sistémicamente importantes son tales que existe un riesgo enorme de que los países más pequeños y pobres no logren acceder a la financiación del FMI en un momento en el que su deuda está aumentando. Según cálculos publicados por el Fondo en el Monitor Fiscal de abril, el coeficiente de endeudamiento medio de las economías de bajos ingresos ha aumentado rápidamente, en un 9%, en los últimos cinco años, hasta alcanzar el 43%. Por esta razón, el G20 ha acordado recientemente conceder financiación para reducir la deuda de estos países en 20.000 millones de dólares a través del FMI.



## MÁS ALLÁ DEL CORTO PLAZO: REORGANIZACIÓN DE LA CADENA DE VALOR MUNDIAL

**A** PARTE de los problemas de sostenibilidad fiscal y acceso a dólares a corto plazo, el Covid-19 tendrá importantes consecuencias estructurales para las economías emergentes en distintos aspectos. En primer lugar, se está cuestionando el modo en que funciona en la actualidad la cadena de valor mundial. La interrupción de los suministros, tanto en la producción como en la exportación de mercancías, ha generado dudas acerca del modelo. Asimismo, la pandemia ha suscitado incertidumbre respecto a la excesiva dependencia de un país en concreto, China.

Desde hace tiempo, China es el centro de las cadenas de valor mundiales y su cierre se transmitió a la producción mundial, con graves alteraciones. En la pasada década, el mundo se hizo más dependiente de los productos semielaborados chinos para exportaciones, lo que significa que está más expuesto a las alteraciones que lleguen del país asiático. En 2003, el 8% de las exportaciones mundiales de manufacturas procedía de China; en 2018 ese porcentaje ascendió a un abrumador 19%. El predominio chino en sectores tan variados como maquinaria, recambios eléctricos, piezas para muebles y prendas de vestir son aún mayores. La rápida integración vertical de China hace que en la cadena de valor mundial se utilicen más productos semielaborados chinos que en el pasado. Lo más importante es que sus exportaciones de productos semielaborados, utilizados en el resto del mundo como insumos para exportaciones, han aumentado de manera significativa desde 2003, pasando del 24% al 32% de las exportaciones. Además de la excesiva dependencia que la cadena de valor mundial tiene respecto a China, este país está integrando rápidamente su propia cadena de valor, gracias a su reducida dependencia de productos semielaborados extranjeros para sus exportaciones. La mayor autosuficiencia o integración vertical, con un mundo más dependiente de sus productos semielaborados para las exportaciones y al mismo tiempo comprando menos insumos al resto de países, hacen que el mundo esté aún más expuesto a China.

Visto el riesgo de concentración, algunos gobiernos aconsejan a sus empresas repatriar sus negocios o trasladarlos a un lugar más cercano. Japón ha anunciado un plan de reubicación de la cadena de suministros que prevé subvenciones por valor de 220.000 millones de yenes a las empresas con alta dependencia de la cadena de suministro externa para que vuelvan a instalarse en el país y así prevenir futuras paralizaciones de la producción. El plan incluye 23.500 millones de yenes para diversificar la cadena de suministro externa a



provincias del sureste, que se espera afecte a industrias de producción de mascarillas, automóviles, equipamiento electrónico y suministros médicos. EEUU ha pedido también reubicar las cadenas de producción, con posibles sanciones tributarias a aquellas empresas que no relocalicen. Es concebible pensar que la distancia de la producción se acortará y que la parte más importante de dicha producción se redirigirá, por razones estratégicas, a sus lugares de origen.

Esa remodelación de la cadena de valor mundial puede brindar una oportunidad de beneficio a países con mercados emergentes. Además del acercamiento de la producción a la Asociación de Naciones del Sureste Asiático (Asean), con Vietnam como principal ganador hasta el momento, se puede pen-

---

**«La remodelación de la cadena de valor mundial puede brindar una oportunidad a países con mercados emergentes»**

---

sar en el acercamiento a México, en el caso de EEUU y Canadá, y a Europa del Este, en el caso de los países del norte y centro de Europa. Dentro de Asia, Vietnam no puede ser el único beneficiario, debido a su tamaño. India podría captar parte de las manufacturas intensivas en mano de obra y de tecnología intermedia que en la actualidad se fabrican en China. Respecto a los productos de tecnología intermedia e intensivas en capital, Tailandia está mejor posicionado gracias a la superioridad de su entorno empresarial e infraestructuras. Malasia es también fuerte en ese aspecto.

Otro cambio importante será la reducción de la movilidad de las personas, con un enorme impacto en sectores como las aerolíneas y el turismo. El miedo a nuevos contagios ha provocado controles estrictos o cierre de fronteras, así como políticas de restricción de movimientos internos. Esto tendrá un impacto mucho mayor en algunas economías emergentes que dependen fuertemente del turismo como fuente de ingresos y crecimiento. Es el caso de Tailandia y, en menor medida, de Filipinas. La hostelería afronta drásticos descensos en la tasa de ocupación y en los ingresos, siendo los más golpeados los hoteles de lujo y las principales ciudades. La aviación también está muy afectada.

Por último, la competencia estratégica entre EEUU y China no ha hecho sino crecer como consecuencia del Covid-19. Antes del brote de coronavirus, la relación entre ambos países ya experimentó un enfrentamiento comercial con la aplicación de aranceles a las importaciones, en especial por parte de EEUU. La competencia ha pasado del comercio a la tecnología, y la pandemia ilus-

tra un nuevo nivel de enfrentamiento que va desde las relaciones diplomáticas hasta el papel de las organizaciones internacionales durante la pandemia. El presidente Donald Trump anunciaba a mediados de abril que EEUU dejará de financiar a la Organización Mundial de la Salud, acusándola de no haber exigido transparencia a China y encubrir la expansión de la enfermedad. Partiendo de esto, las posibilidades de establecer una acción coordinada para abordar la pandemia son muy bajas.

### CONSECUENCIAS ESTRUCTURALES ENCADENADAS

**E**L Covid-19 tendrá graves consecuencias a corto plazo, pero las estructurales podrían ser todavía más importantes. Después de causar estragos en la economía china en el primer trimestre, ahora paraliza las economías estadounidense y europea con una tercera oleada en los mercados emergentes. El control de la movilidad, cada vez más estricto, ha empezado a hacer mella en la demanda interna de los países afectados, a lo que se une el gris panorama externo. Por otra parte, los países emergentes se ven sometidos a más presión debido al desplome de los precios del petróleo, que ha aumentado la vulnerabilidad fiscal y la escasez mundial de dólares. Y, lo más importante, el margen de maniobra, tanto interna como internacional, sigue siendo limitado. Los seguros nacionales y regionales solo son suficientemente amplios en Asia. En cuanto a la Reserva Federal estadounidense, difícilmente puede actuar de prestamista internacional de último recurso mientras amplía enormemente su balance general por razones internas. El FMI es la institución adecuada para apoyar a las economías emergentes en la actual coyuntura, pero es necesario recapitalizarlo a la mayor brevedad posible.

A medio plazo, el Covid-19 tendrá importantes consecuencias estructurales en las economías emergentes en diversos aspectos. En primer lugar, potenciará una rápida remodelación de la cadena de valor mundial, apartándola de China. Este proceso había comenzado antes de la guerra comercial entre EEUU y China, pero se ha acelerado y el Covid-19 aumentará la presión en ese sentido. En segundo lugar, la reducción de la movilidad de personas tendrá un impacto negativo en algunos sectores, en especial la aviación y la hostelería, afectando a las economías emergentes que más dependen del turismo. Por último, la competencia estratégica entre EEUU y China no hará más que crecer como consecuencia de la pandemia, de modo que las economías emergentes podrían verse obligadas a tomar partido, con unas consecuencias económicas claramente negativas y posiblemente graves para ellos. ●