

Sobrecalentamiento emergente: Causas, consecuencias y riesgos

Documento de trabajo 02/11

6 de abril 2011



Estudios y Análisis Económico

www.laCaixa.es/estudios

Claudia Canals

Economista

Economía Internacional

ccanals@lacaixa.es

Marta Noguer

Economista

Economía Internacional

mnoguer@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – “la Caixa”, 2011

© Claudia Canals

© Marta Noguer

Resumen

- La recuperación de la economía mundial avanza de forma dispar y a distintas velocidades. Gracias a su limitada exposición a la crisis financiera global y a la temprana introducción de importantes planes de estímulo, el ritmo de salida de las economías emergentes está siendo muy superior al de los países avanzados.
- El reciente rebrote de su tasa de inflación ha disparado las alarmas ante un posible sobrecalentamiento.
- El encarecimiento global de las materias primas está detrás de las renovadas tensiones inflacionistas pero existen indicios de que una excesiva presión de la demanda también está contribuyendo a ellas.
- ¿Estamos ante un sobrecalentamiento de los emergentes o el repunte inflacionista que están registrando en los últimos meses es mera consecuencia de presiones sobre los precios de las materias primas y alimentos?
- Los resultados de nuestro análisis confirman que, además del incremento de los precios mundiales de alimentos y energía, las presiones de demanda también contribuyen de forma determinante a la inflación en emergentes clave como China o Brasil.
- La estabilidad macroeconómica en dichas economías y, en última instancia, la consolidación de la recuperación global, exigen atajar cualquier riesgo de aterrizaje forzoso y ello pasa por enfriar una demanda interna excesivamente espoleada por unos soportes públicos que deberían haberse ajustado con mayor determinación.

Una recuperación vigorosa

En 2010, la mayoría de los grandes emergentes superaron las expectativas de crecimiento esbozadas un año atrás. Con un avance del 10,3%, China excedió con creces la previsión del FMI, que lo situaba en torno al 9% en su escenario de previsiones de finales de 2009. De este modo, el gigante asiático ya supera a Japón como segunda economía del mundo (tercera si consideramos el total de la Zona Euro en su conjunto). India y Brasil sorprendieron incluso más, con sendos avances del 8,6% y del 7,5% respectivamente, impulsados por la fortaleza del gasto doméstico.

De cara a 2011 preveemos una cierta moderación pero seguimos esperando crecimientos robustos de los grandes emergentes. En el caso de China, situamos el avance en torno al 9,3%; para India, lo ubicamos en el 8,6% y, para Brasil, en un más comedido pero notable 5%.

Indicios de sobrecalentamiento

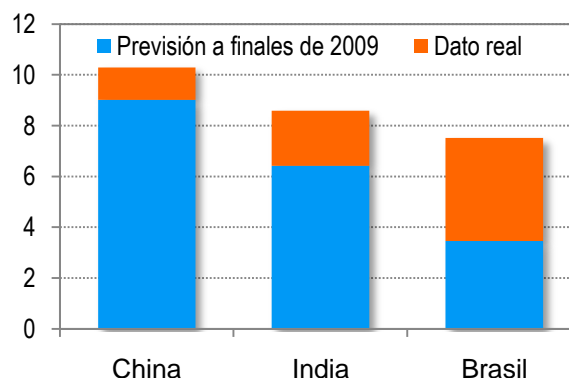
En los últimos meses de 2010 y principios de 2011, el vigor de la recuperación ha venido acompañado de un marcado repunte de los precios en la mayoría de emergentes. En China, la inflación se mantiene en torno a un elevado 5%. En Brasil, sigue cogiendo brío y ya ha alcanzado el 6%, una cifra que se aleja de la meta del Banco Central de Brasil (4,5%±1p.p.). En India, vuelve a superar el 8% y, en Rusia, roza el 10%¹. Estos datos contrastan con el 1,4% de Estados Unidos o, incluso, con el 2,3% de la Eurozona (ambas cifras, de final de 2010).

Este repunte inflacionista en los países emergentes se debe, en parte, a la reciente evolución de los mercados de materias primas. Desde mediados de 2010, tanto el precio global del petróleo como, sobre todo, el de los alimentos han encauzado una senda de crecimiento marcadamente más rápida que la que siguió al inicio de la recuperación. Esa tendencia alcista junto al mayor peso de dichos productos en la cesta de la compra de los emergentes –33% versus un 21% en los avanzados– repercute claramente sobre su índice de precios.

¹ El dato de India corresponde al índice de precios al por mayor. Cabe subrayar, asimismo que, en el caso de India, la inflación ya es sistémicamente elevada.

El crecimiento en 2010 bate expectativas

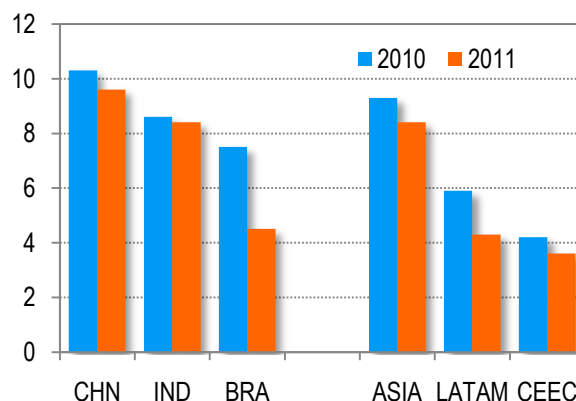
Comparativa de estimaciones del crecimiento del PIB en distintos momentos del tiempo (en %)



Fuente: FMI World Economic Outlook, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

En 2011, el crecimiento de los emergentes también será fuerte

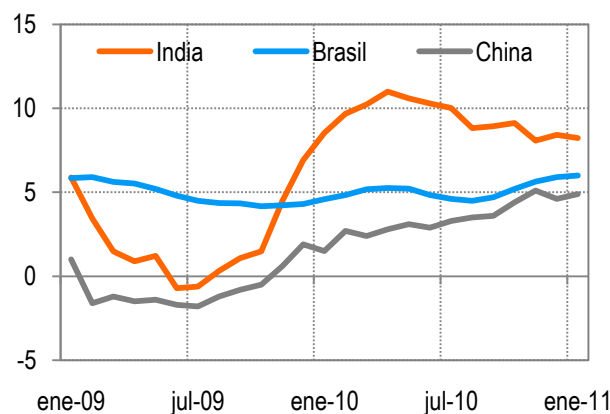
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: FMI y elaboración propia.

La inflación acelera

Inflación, % interanual



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Aunque la tendencia alcista de los mercados de materias primas a medio y largo plazo se explica, en parte, por factores estructurales relacionados con una creciente demanda de las economías emergentes, **su evolución reciente no puede atribuirse a la coyuntura actual de la demanda en dichas economías.** El aumento de los precios de alimentos y energía desde mediados de 2010 se debe, mayoritariamente, a otros factores como malas cosechas, movimientos especulativos y tensiones políticas en Oriente Medio.

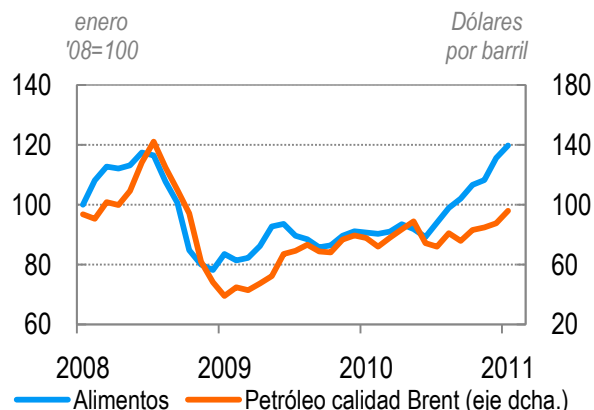
Por otra parte, cabe tener en cuenta que la sensibilidad del precio local a la evolución del global es muy heterogénea. En primer lugar, parte de los alimentos que se consumen son locales; en segundo lugar, muchos de estos países intervienen los precios alimentarios (y de otras *commodities*). Todo ello hace que la forma como se traslada el precio global al precio local varíe entre países. En India, por ejemplo, existe un poco de todo: barreras de entrada, control de precios y subsidios públicos.

Dicha heterogeneidad resulta aún más evidente si se compara la relación entre el precio global y la inflación en el caso de China y Brasil durante los últimos dos años. Mientras en Brasil, dicho vínculo es muy tenue y no es estadísticamente significativo, el precio de los alimentos o del petróleo a nivel global y la inflación en China están altamente correlacionados. La diferencia entre ambos países se explica por la menor dependencia del petróleo de Brasil así como por su cualidad de exportador neto de materias primas.

En cualquier caso, e independientemente de dicha heterogeneidad, **la tendencia de la inflación subyacente en la mayoría de emergentes es también alcista,** lo cual sugiere que el repunte general de los precios no puede atribuirse exclusivamente a las recientes tensiones de los mercados de alimentos y energía. Ello podría ser un síntoma de sobrecalentamiento.

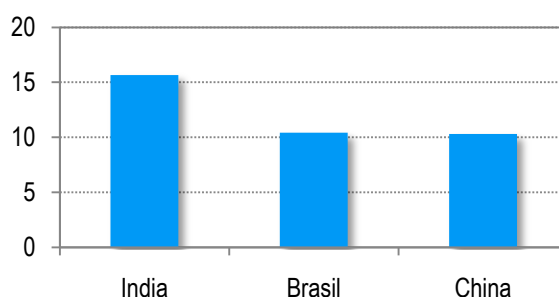
Un persistente output gap positivo podría ser otro indicio de sobrecalentamiento. Mientras Estados Unidos, la Eurozona y otras economías avanzadas mantienen un output gap negativo y, por tanto, disponen de margen para seguir expandiéndose sin tensar la cuerda, los grandes emergentes afrontan un escenario muy distinto. La levedad de su ciclo recesivo y el ímpetu de su recuperación se han traducido en un output gap positivo en 2010. Aunque anticipamos una tendencia hacia niveles más sostenibles, nuestras previsiones de crecimiento indican que será difícil que dichos países cierren su brecha de producción en 2011.

Precios de las materias primas al alza

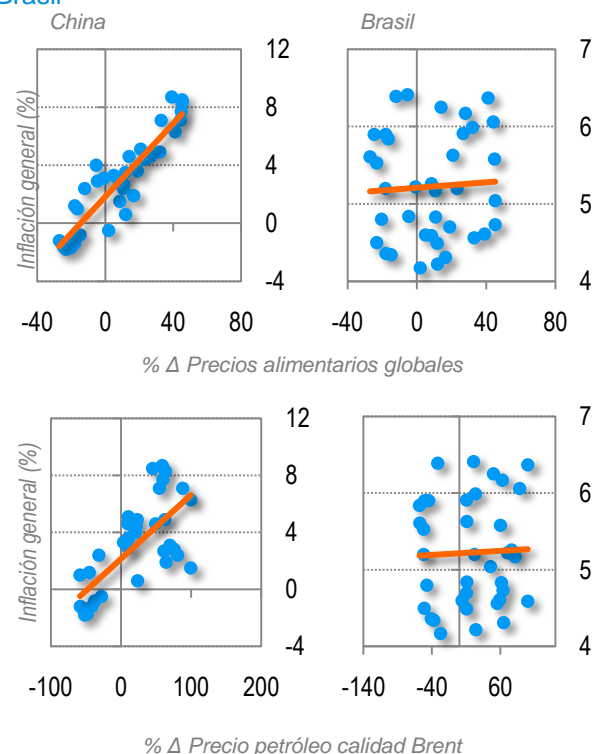


Desigual impacto de los precios alimentarios

Inflación alimentos a enero 2011 (% interanual)



Precios de las materias primas e inflación: China y Brasil



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

La escasez de estadísticas fiables relativas al mercado de trabajo, debida en gran medida al todavía elevado peso del sector informal en la mayoría de emergentes, nos impide confirmar la existencia de presiones excesivas de demanda a partir de la evolución de los salarios².

Determinantes de la inflación emergente: Análisis econométrico

A fin de discernir qué factores han surtido una mayor influencia sobre el reciente repunte inflacionista en las economías emergentes y, en especial, la importancia relativa de presiones de demanda o de factores externos de alcance global, como la evolución de los mercados de materias primas, **estimamos una especificación empírica ampliada de la Curva de Phillips**³. Dicha ecuación recoge tanto elementos de oferta como de demanda y, concretamente, nos permite valorar la contribución a la inflación de: la oferta monetaria, el output gap, el tipo de cambio y shocks en el precio de las materias primas a la inflación.

Los resultados confirman que los principales determinantes de la tasa de inflación en las economías emergentes durante los últimos diez años fueron: los precios alimentarios, los energéticos, la evolución del tipo de cambio y la inflación pasada. No observamos, en cambio, un impacto significativo ni del output gap ni de la oferta monetaria.

Sin embargo, cuando repetimos el análisis para el periodo 2006-2010, hallamos una relación significativa –económica y estadísticamente— entre la oferta monetaria y la evolución del IPC en dichas economías así como una menor influencia del tipo de cambio. Por otra parte, el precio de las materias primas sigue siendo un factor importante en las estimaciones correspondientes al último lustro.

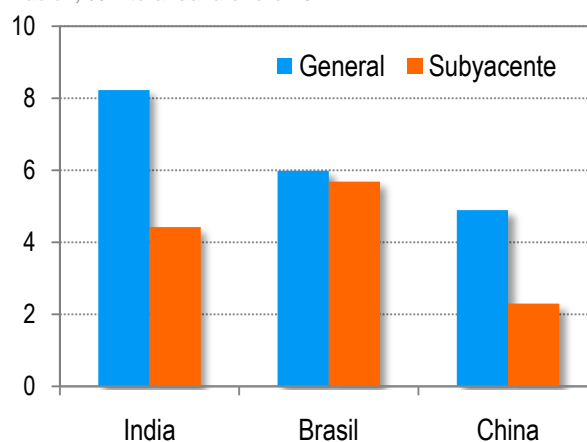
Si limitamos dicho análisis a China y Brasil, dos grandes emergentes con claros síntomas de sobrecalentamiento, y que preocupan más que

² Por ejemplo, se estima que, en China, los salarios aumentaron entre un 9% y un 15% en 2010 mientras que, según el *Conference Board*, la productividad, medida como output por trabajador, creció un 16%. Al no disponer de datos relativos a las horas trabajadas por persona, resulta difícil sacar conclusiones en relación a la evolución de los costes laborales unitarios.

³ Véase Mohanty, M.S. y M. Klau (Nov. 2001). *What determines inflation in emerging market economies? in Modelling aspects of the inflation process and the monetary transmission mechanism in emerging market countries*, BIS Papers No8.

La inflación subyacente también sube

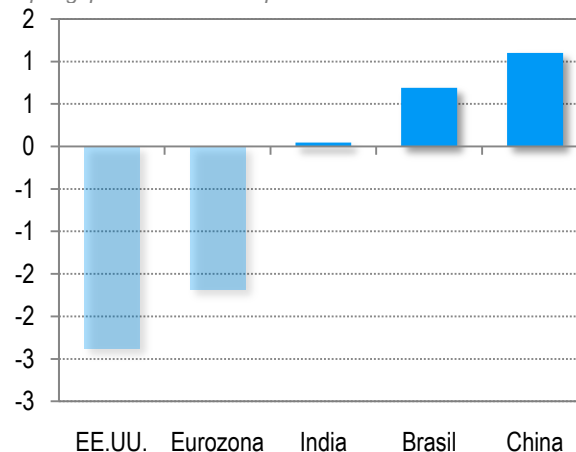
Inflación, % interanual a enero 2011



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Emergentes: output gaps positivos

Output gap como % del PIB potencial en 2010



Fuente: Elaboración propia a partir de datos anuales del FMI.

otros por su capacidad de arrastre regional, seguimos observando un impacto significativo de la inflación pasada y del tipo de cambio y, en menor medida, del precio de los alimentos. Por su parte, el output gap aparece, en este caso, como un determinante clave de la evolución de los precios, mientras que el precio del petróleo deja de ser significativo. Cuando restringimos el análisis a los últimos cinco años, el output gap y el precio de los alimentos son todavía más relevantes. Asimismo, la oferta monetaria se revela como una influencia significativa. Por el contrario, el tipo de cambio ya no juega un papel determinante; algo que no debería de sorprender cuando

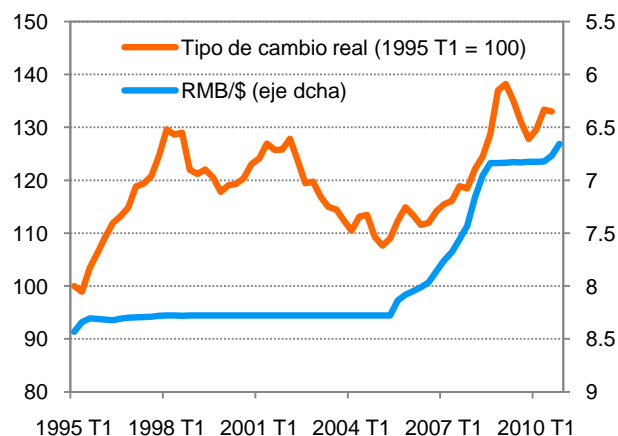
uno de los dos países considerados –China– ha mantenido el tipo de cambio prácticamente fijo durante la mayor parte del periodo.

Del análisis anterior, concluimos, pues, que la evolución de **los precios de las materias primas ejerce una influencia significativa sobre el índice de precios** al consumo de las economías emergentes. Asimismo, **la oferta monetaria ha contribuido más significativamente** a la inflación en el último periodo. Por otra parte, en algunos emergentes destacados, como **China y Brasil, tanto el output gap como la oferta monetaria** aparecen como determinantes significativos de la inflación, sobre todo en el último lustro.

A partir de la estimación de nuestro modelo, calculamos que de haberse mantenido el escenario de demanda (aproximada por el nivel del output gap y el crecimiento de la oferta monetaria) anterior a la crisis, la inflación en China a finales de 2010 habría sido en torno a 0,4 puntos porcentuales menor a la inflación observada. En Brasil, las presiones de demanda están siendo más importantes, añadiendo en torno a 1,4 puntos porcentuales a la inflación

en el último trimestre de 2010. De ello inferimos que **existe un riesgo fundado de sobrecalentamiento en dichas economías** por lo que procedemos a analizar qué está provocando la excesiva presión de la demanda sobre los precios.

China ha mantenido el tipo de cambio prácticamente fijo en los últimos tres años



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Determinantes de la inflación de los emergentes

Estimación curva de Phillips ampliada

Variable dependiente : Inflación				
Muestra	Todos los países		Brasil y China	
Periodo temporal	2000 - 2010 (1)	2006-2010 (2)	2000 - 2010 (3)	2006-2010 (4)
Inflación (t-2)	0.688*** (0.032)	0.673*** (0.048)	0.798*** (0.089)	0.724*** (0.088)
Output Gap (t-1)	0.003 (0.005)	0.006 (0.006)	0.364** (0.164)	0.445*** (0.126)
Oferta monetaria (t-1)	-0.009 (0.012)	0.044** (0.020)	0.071 (0.046)	0.085** (0.037)
Variación tipo de cambio (t-1) (moneda local respecto dólar)	0.148*** (0.011)	0.029* (0.018)	0.088*** (0.032)	0.058 (0.043)
Precio alimentos	0.078*** (0.015)	0.066*** (0.016)	0.055* (0.033)	0.087*** (0.025)
Precio petróleo	0.023*** (0.005)	0.022*** (0.005)	0.010 (0.012)	0.008 (0.010)
Núm. Observaciones	752	360	86	43

Todas las especificaciones incluyen efectos fijos de país y los estimadores son heteroscedásticamente consistentes. ***, ** y * denotan significación al 1%, 5% y 10%, respectivamente. Estimación a partir de datos trimestrales. Países: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Singapur, Tailandia, Taiwán y Venezuela.

Fuente: Thomson Reuters Datastream, FMI y elaboración propia. Nota: ver anexo para mayor detalle en la especificación.

Causas del sobrecalentamiento

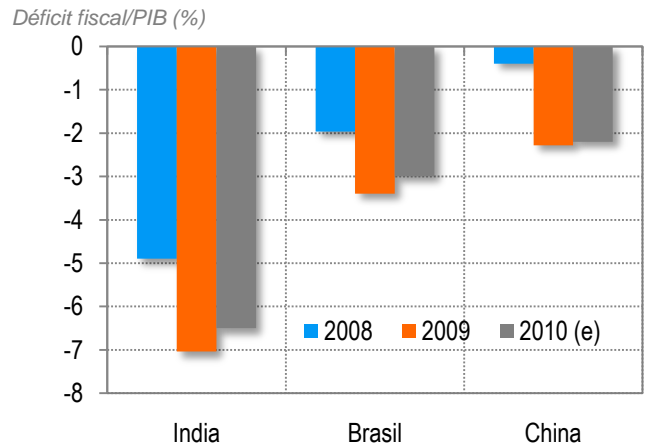
Todo apunta a que la excesiva demora de la retirada de los extraordinarios estímulos desplegados al llegar la crisis han dado demasiado impulso al gasto, acarreando presiones inflacionistas. Ante la gravedad y el alcance de la crisis financiera global, la gran mayoría de países, incluidos los emergentes, intentaron mitigar el impacto sobre la economía real empleando todo el arsenal en sus manos: gasto público, ventajas fiscales, facilidades de crédito y estímulos monetarios.

Los paquetes fiscales introducidos durante la crisis ayudaron a mitigar sus efectos pero la demora de su retirada está dando alas a un gasto que ya se sostiene sin su ayuda. A excepción de India, cuya deuda se acerca al 80% del PIB, los grandes emergentes disponían de suficiente margen para llevarlos a cabo. La relativa solvencia de sus cuentas públicas tampoco ha precipitado su retirada por lo que ésta se está demorando en exceso. En Brasil, las elecciones presidenciales de 2010 añadieron un motivo adicional para posponer el ajuste, a pesar de que la inflación empezaba a acelerar. En cuanto a China, la consolidación fiscal sigue siendo poco probable a corto plazo a pesar de que se está procediendo a un cambio de asignación del gasto público, dirigiéndolo hacia estímulos al consumo doméstico en lugar de infraestructuras.

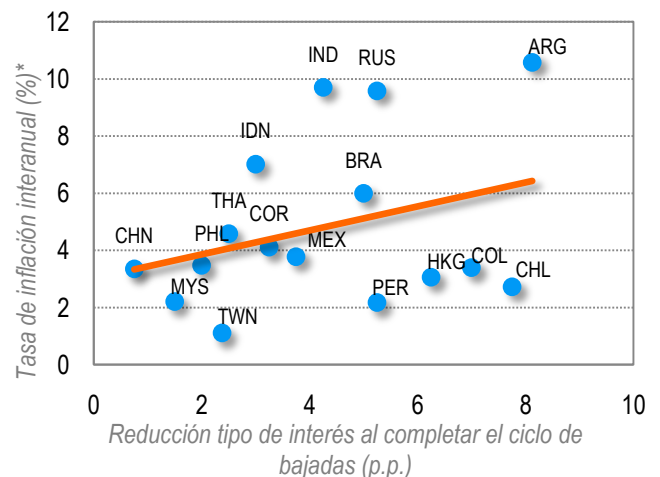
La laxitud de la política monetaria también ha contribuido a un empujón excesivo de la demanda agregada y a alentar con ello las presiones inflacionistas. La mayoría de emergentes emprendieron una senda de reducciones del tipo de interés de referencia durante la crisis y lo mantuvieron bajo por un prolongado periodo de tiempo. Como ilustra el gráfico, una mayor reducción acumulada del tipo de interés aparece asociada a mayores tasas de inflación, lo que sugiere que quienes relajaron más su política monetaria, sufrieron mayores aumentos de precios.

Por último, los estímulos adicionales al crédito también han moderado el impacto de la crisis en los grandes emergentes y, mientras no se corrijan por completo, siguen dando alas al gasto interno. Aunque, en promedio anual, China es el país con mayor crecimiento del crédito en los últimos tres años, ha sido en Brasil donde más ha crecido en relación al PIB. El impulso al crédito concedido por las instituciones financieras brasileñas de propiedad pública permitió compensar parte

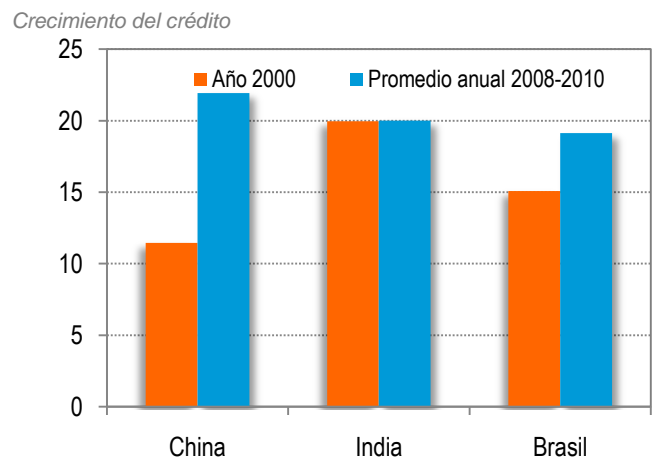
Con o sin margen, estímulos fiscales



Políticas monetarias excesivamente laxas



El estímulo al crédito impone riesgos



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.
Notas: (*) Último dato disponible.

de la contracción del crédito privado. Entre diciembre de 2007 y diciembre de 2010, el crédito de las entidades públicas pasó del 12% del PIB (34% del crédito total) al 19,5% del PIB (42% del crédito total). Con todo, el crédito privado ya ha reencauzado una senda de crecimiento con lo cual las facilidades de crédito de las entidades públicas dejan de ser necesarias.

Medidas para frenar el sobreca- lentamiento

**En definitiva, la causa más probable del sobreca-
lentamiento emergente es la excesiva demora
de la retirada de los soportes públicos al creci-
miento introducidos a raíz de la crisis.** Aunque consiguieron su principal objetivo, mitigar el impacto de la recesión, han forzado en exceso el arranque del gasto.

**La retirada de los estímulos monetarios ya ha
empezado en la gran mayoría de emergentes.** En Brasil, dicha normalización arrancó en abril de 2010 y, tras una breve pausa, se retomó en enero, acumulando un aumento de 300 puntos básicos en la Tasa Selic (tipo de interés de referencia). China, por su parte, inició la senda de subidas en el tipo de referencia en octubre y suma, hasta principios de abril de 2011, cuatro. En lo que concierne a India, acumula una subida de 200 puntos desde diciembre de 2009.

**En la mayoría de los casos, la normalización
monetaria, por sí sola, no es suficiente para
frenar el fuerte arranque de la demanda.** Cons-
cientes de ello, las autoridades económicas de la

mayoría de emergentes han acompañado la normalización monetaria de **medidas dirigidas a frenar el flujo de crédito** (véase tabla). Aun así, China, por ejemplo, debe ahondar en sus esfuerzos por atajar el avance acelerado de dicho crédito. Asimismo, una mayor flexibilización del tipo de cambio del renminbi también ayudaría a temperar las presiones inflacionistas. En India, en cambio, prima una progresiva pero pronta consolidación fiscal, puesto que las cuentas públicas arrastraban problemas endémicos ya antes de la crisis. Brasil, por su parte, debe acelerar tanto en el ajuste del crédito como en la consolidación fiscal. El persistente vigor del crédito público en el país del Amazonas puede resultar contraproducente en un escenario de recuperación del crédito privado. En lo relativo al ajuste fiscal, su necesidad impera por doble motivo: la demora que sufrió a raíz de las elecciones presidenciales de octubre de 2010 y el hecho de que la política monetaria está condicionada por la pujante apreciación del real.

**Así pues, aunque en la mayoría de emergentes
las políticas públicas se han reorientado correc-
tamente y la retirada de estímulos va en la bue-
na dirección, su ritmo no parece que sea el
adecuado.** El elevado crecimiento y el sostenido arranque de la demanda, que ya no necesita sopor-
tes, exigen acelerar el tempo de dicha retirada para evitar el enquistamiento de las presiones inflacionistas y la necesidad de un ajuste súbito. Sin duda, las autoridades económicas de dichos países son conscientes de tales riesgos por lo que la parquedad de su actuación puede atribuirse a las limitaciones que les vienen impuestas desde otros flancos.

Toque de retirada

Medidas (2010-11)	China	India	Brasil
Coefficiente caja	9 subidas → grandes bancos en 20%.	100 pb → 6%	Se ha revertido la reducción en el coeficiente de caja sobre los depósitos a plazo.
Tipo interés	+1,00 → 6,31 %	+2,00 → 6,75 %	+3,00 → 11,75 %
Restricciones crédito	<ul style="list-style-type: none"> • ↑ Entrada para primera y segunda vivienda. • Restricciones al crédito para terceras residencias. • Restricciones crédito promotor. 	<ul style="list-style-type: none"> • ↑ Provisiones crédito mercado inmobiliario. 	<ul style="list-style-type: none"> • A partir de julio, ↑ requisitos de capital del crédito al consumo.

Fuente: Elaboración propia.

¿Por qué no normalizan más rápidamente?

Se han apuntado varias razones que explicarían por qué la retirada de los estímulos públicos al crecimiento se ha demorado en los países emergentes o por qué no progresa lo suficientemente rápido. Por un lado, la inexperience de determinados países emergentes en focalizar la gestión de la política monetaria hacia la lucha contra la inflación. En otros casos, la demora en el ajuste fiscal o monetario se atribuiría a factores políticos como, por ejemplo, la ya mencionada celebración de elecciones presidenciales en Brasil o el temor a tensiones sociales en China.

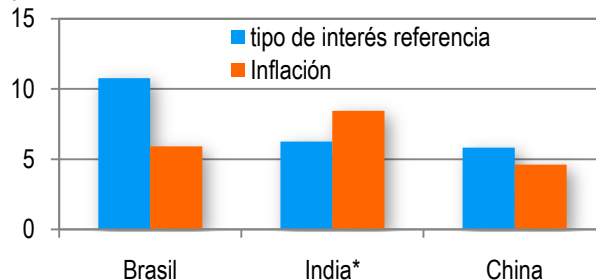
Por otra parte, factores de carácter externo como las políticas monetarias extraordinariamente laxas de los países avanzados han suscitado tensiones en los mercados cambiarios que también han complicado la normalización de tipos en determinados países emergentes. El diferencial de tipos a favor de estos últimos y su mercado arranque económico se han convertido en polos de atracción para la enorme cantidad de liquidez global en busca de rentabilidad. Ello se ha traducido en un marcado repunte de los flujos de capital en 2009 y también en 2010, una vez aparcada la crisis.

La doble expansión cuantitativa de la Reserva Federal, por ejemplo, acarrió una depreciación del dólar frente a la mayoría de divisas, incluidas las emergentes. Entre las economías que más vieron apreciar su divisa, figura Brasil —un caso paradigmático puesto que la apreciación coincide con un marcado repunte de las entradas de capital extranjero, un sorprendente arranque económico durante la crisis y el tipo de interés real más elevado entre los emergentes—.

Las economías emergentes que menos relajaron su política monetaria durante la crisis sufren, en general, una mayor apreciación de su divisa. Tal y como ilustra el gráfico adjunto, se da una correlación negativa entre la reducción acumulada del tipo de interés de referencia durante la crisis y la apreciación nominal respecto al dólar de las divisas emergentes. Así, por ejemplo, Brasil, cuyo tipo de interés se mantuvo relativamente elevado a pesar de las bajadas, vio como se disparaban sus flujos de capital, un 50% más en 2010 que en 2009, lo que ha encarecido el real, mermando con ello la competitividad de la industria y las exportaciones brasileñas. Ello, a su vez, limita la capacidad de las autoridades monetarias en

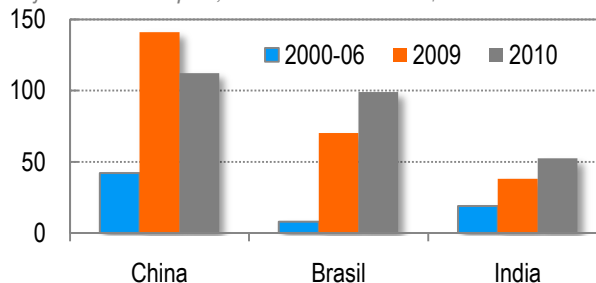
Tipos elevados en relación a las economías avanzadas

%, Diciembre 2010



Aumentan los flujos de capital hacia el sur

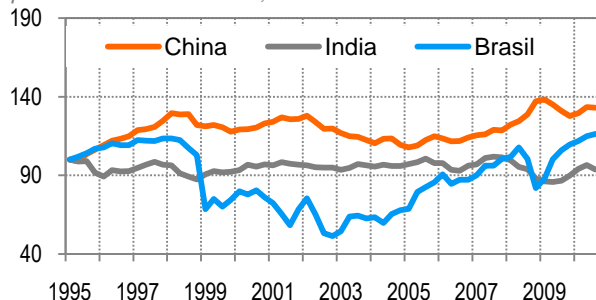
Influjos netos de capital, miles de millones de \$



Nota: Datos para 2010 corresponden al último dato disponible. China, primera mitad de 2010; India, tres primeros trimestres.

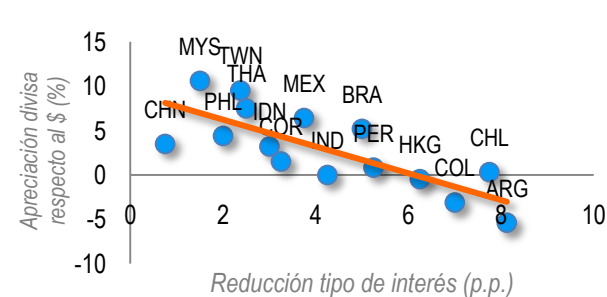
Y se aprecian las divisas emergentes

Tipo de cambio efectivo real, 1995T1=100



A menor relajación de tipos, mayor apreciación

Cambio acumulado 2007-2010



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

su lucha contra la inflación al obligarlas, en cierta medida, a racionar las subidas de tipos para no agravar la situación.

Aunque la apreciación de sus divisas no ha impedido que la mayoría de emergentes hayan iniciado la normalización monetaria, sí ha limitado el ritmo de dicha normalización. La apreciación del real obligó a las autoridades brasileñas a pausar la senda de subida de tipos a finales de 2010 a pesar de que la inflación no daba tregua. Asimismo se vieron forzados a combinar dichas subidas con otros instrumentos como el control de las entradas de capital extranjero o la restricción al crédito, para no agravar la apreciación.

En China, o en otros países con sistemas de tipo de cambio fijo o regulado, el aumento de las entradas de capital extranjero acarrea una masiva acumulación de reservas y mayores costes de esterilización⁴. La limitada apreciación del RMB ha apoyado un elevado superávit por cuenta corriente que en su mayoría se traslada a acumulación de reservas extranjeras, de las que se estima que un 70% son en dólares.

Riesgos de una retirada lenta o tardía

Una retirada de los estímulos demasiado lenta podría comprometer el objetivo de estabilidad macroeconómica que persiguen la mayoría de países emergentes. Un ajuste tardío no sólo acarrea riesgos de burbujas en determinados mercados sino que, además, puede disparar las presiones inflacionistas hasta el punto de propiciar un ajuste súbito, aumentando la probabilidad de un aterrizaje forzoso y un ciclo *boom-bust*.

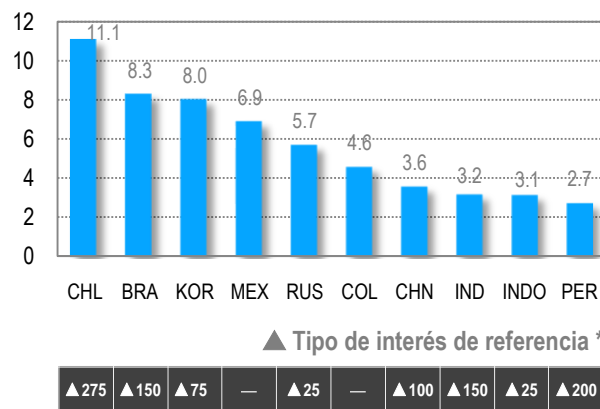
Las bolsas emergentes han mantenido una tendencia alcista desde mediados de 2010 que sólo interrumpieron brevemente tras el anuncio de la segunda expansión cuantitativa de la Fed o tras las recientes subidas de tipos de China. En las últimas semanas, la persistencia del conflicto en Libia y la anticipación de un probable ajuste monetario en China u otros emergentes han templado, relativamente, el arranque de las bolsas emergentes. Sin embargo, existen riesgos de burbuja en algunos mercados por lo que una retirada

⁴ Entre dichos costes destaca el aumento de los tipos de interés domésticos que pueden acarrear las operaciones abiertas de mercado. Asimismo, otras medidas, como las actuaciones sobre el coeficiente de caja, pueden repercutir negativamente sobre la eficiencia del sector financiero.

tardía de los estímulos al crédito interno pueden agravar dicha situación.

La normalización prosigue pero la apreciación de las divisas emergentes la ralentiza

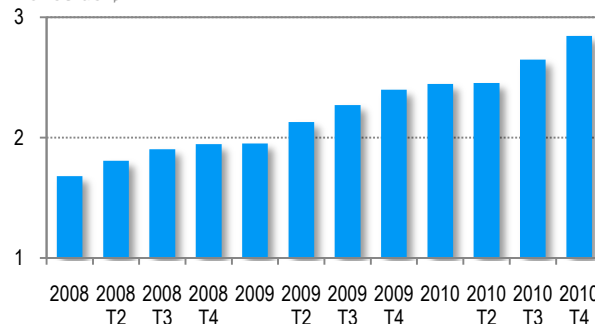
Apreciación nominal respecto al \$ desde Junio 2010 (%)



Nota: (*) Cambio tipo de interés de referencia desde 06/ 2010.

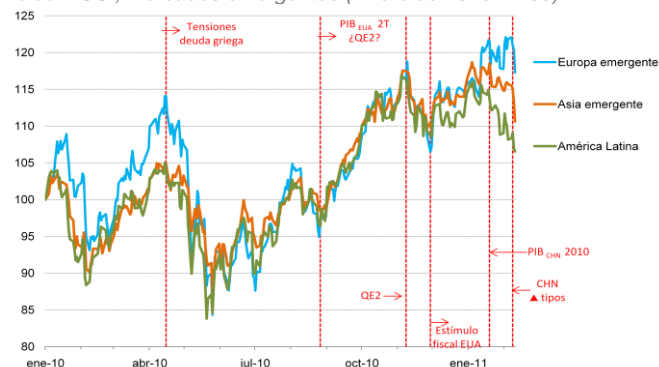
En China, aumentan los costes de esterilización... y el fondo de reservas

Billones de \$



Tipos bajos y exceso de liquidez: Caldo de cultivo de burbujas en los mercados de valores emergentes...

Índice MSCI, mercados emergentes (Enero de 2010 = 100)



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Las facilidades internas al crédito también han contribuido al arranque de los mercados inmobiliarios. Aunque la evolución de los precios promedio no es indicativa de la existencia de burbujas generalizadas (los precios no están aumentando mucho más que el PIB nominal), no se puede descartar la formación de burbujas en determinadas zonas, como las grandes ciudades costeras de China.

La fragilidad de la recuperación global y su dependencia del avance emergente hace que el temor a un ciclo *boom-bust* sea fundado. En los últimos dos años, el grueso del crecimiento mundial se explica por el dinamismo emergente puesto que las economías avanzadas, en su conjunto, habrían restado al avance global. A partir de 2011, se espera que las economías avanzadas vuelvan a contribuir positivamente pero un *hard landing* emergente aumentaría significativamente el riesgo de recaída de la economía global.

Conclusiones

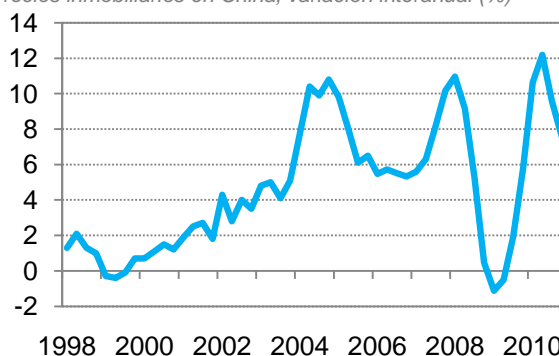
La actividad económica en la gran mayoría de emergentes ya ha recuperado por completo los niveles anteriores a la crisis o está muy cerca de recuperarlos. De cara a 2011, aunque contemplamos una cierta moderación, también esperamos un crecimiento robusto de los BICs. El vigor de la recuperación en dichas economías ha venido acompañada, en los últimos meses, de un repunte inflacionista que ha suscitado temores a un eventual sobrecalentamiento de las mismas.

La evolución alcista de los mercados de materias primas, combinado con el elevado peso de dichas mercancías en la cesta de la compra de los emergentes, explica parte del repunte de la inflación. **Sin embargo, un output gap positivo en 2010 y su esperada persistencia en 2011,** así como la tendencia igualmente alcista de la **inflación subyacente,** sugieren una influencia también determinante de las **presiones de demanda** sobre las renovadas tensiones inflacionistas y, por lo tanto, hacia un posible riesgo de sobrecalentamiento.

Los resultados de **nuestro análisis corroboran la contribución de las presiones de demanda a la inflación de los países emergentes durante el último ciclo económico y, en especial, en el caso de China y Brasil.** Este resultado, junto al escenario de aceleración que esbozan los últimos indicadores adelantados de actividad en ambos

... ¿y también inmobiliarios?

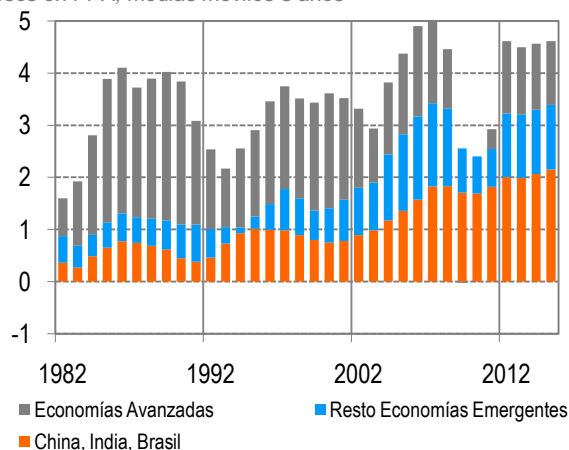
Precios inmobiliarios en China, variación interanual (%)



Fuente: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Las economías emergentes contribuyen cada vez más al crecimiento de la economía mundial

Contribuciones al crecimiento mundial, puntos porcentuales
Pesos en PPA, medias móviles 3 años



Fuente: FMI World Economic Outlook octubre 2010 y Update enero 2011, y elaboración propia.

gigantes, nos llevan a concluir que el riesgo de sobrecalentamiento no es infundado. Al mismo tiempo, nuestras estimaciones certifican el impacto de los precios de alimentos y petróleo sobre la inflación de los emergentes.

La causa principal de sobrecalentamiento emergente la atribuimos al retraso en la retirada de los estímulos públicos puestos en marcha a raíz de la crisis. Aunque dicha retirada ya ha empezado en la gran mayoría de emergentes, en algunos de ellos se puso en marcha demasiado tarde o no progresa al ritmo adecuado. La demora del ajuste se explica por distintos motivos que incluyen desde la falta de experiencia en la focalización de la política monetaria en la lucha contra la inflación, hasta la repercusión del exceso de liquidez global en busca de rentabilidad combinado con el diferencial de tipos de interés a favor de los emergentes.

Ante el persistente vigor de la recuperación y sin anticipar, a corto plazo, cambios estructurales significativos que puedan modificar la senda potencial de la producción de las economías emergentes, es probable que **las tensiones inflacionistas vayan a más**, a no ser que la normalización acelere. Además, las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y, en menor medida, las necesidades de importación de petróleo que puede acarrear el reciente seísmo en Japón pueden intensificar las tensiones en el mercado del crudo y agravar con ello las presiones sobre precios. Por todo ello, y probado el impacto de las presiones de demanda sobre los precios, **sería deseable una aceleración del tempo del ajuste, en especial, en el flanco fiscal y el crédito.**

Aunque la máxima anterior aplica a la mayoría de emergentes, no existe una única receta para todos:

- **En China**, anticipamos nuevas subidas del tipo de referencia (dos adicionales hasta finales de año) y del coeficiente de caja, y mayores restricciones al crédito. En cambio, no prevemos alteraciones significativas en cuanto a la política fiscal debido al riesgo de tensiones sociales que ello acarrearía, en especial en un entorno de precios al alza. En contrapartida, sí se divisa un cambio de enfoque en el gasto, donde se ha comenzado a reducir su énfasis en las inversiones en infraestructuras para centrarse en el apoyo al consumo doméstico a fin de impulsar un cambio en el modelo de crecimiento del país. Nuestro escenario central también contempla una progresiva apreciación del RMB, algo más elevada que en el pasado año pero todavía muy gradual (en torno al 6%-7% anual).
- **En Brasil**, esperamos que la consolidación fiscal se intensifique a medida que avance el ejercicio puesto que, por ahora, las medidas propuestas por el nuevo gabinete de gobierno se estiman insuficientes. Más aún si tenemos en cuenta que la política monetaria, aunque seguirá a buen seguro con la senda de subidas, verá limitado su margen de maniobra ante las presiones sobre un real todavía apreciado. Cabe señalar, sin embargo, que también prevemos que las presiones al alza sobre la divisa brasileña disminuyan a medida que las economías avanzadas recuperen el tono y empiecen a subir el tipo de referencia y a retirar los instrumentos excepcionales de liquidez puestas en marcha tras la crisis. Por lo que concierne al crédito, el Banco Central de Brasil deber-

ía proseguir con la retirada de las facilidades introducidas a raíz de la crisis a fin de contribuir al ajuste económico hacia niveles de crecimiento más en línea con su potencial y evitar así que las presiones inflacionistas acaben enquistándose y desencadenando un espiral inflacionista.

- **En cuanto a India**, tanto el ajuste monetario como el fiscal resultarán claves para garantizar la estabilidad macroeconómica. Su robusto crecimiento y las elevadas tasas de inflación, que sitúan el tipo de interés real claramente en territorio negativo, la obligan a fuertes consolidaciones. Esperamos, pues, que el endurecimiento monetario prosiga, con nuevas subidas que situarían al tipo de interés de referencia en torno al 7,5% en 2011 (frente al 6,75% actual). Por su parte, la retirada de los estímulos fiscales introducidos durante la crisis seguirá y se verá aupada por un nuevo plan de ajuste más profundo –aunque probablemente insuficiente– a fin de corregir el déficit sistémico de las cuentas públicas indias. No cabe duda de que seguirán aprovechando la flexibilidad de su tipo de cambio como instrumento de control de las entradas de capital.

Si se cumple nuestro **escenario central**, con un endurecimiento de las políticas contracíclicas y una resolución temprana de los conflictos en Oriente Medio, los países emergentes deben poder contener las presiones inflacionistas de los últimos meses. Asimismo, no anticipamos cambios sustanciales en el comportamiento reciente de las bolsas emergentes, que han tendido a estabilizarse desde finales de 2010, descontando la necesidad de ajuste. Tampoco esperamos un repunte brusco de las *yields* emergentes.

Sin embargo, si el ajuste no acelera lo suficiente para **aplacar el sobrecalentamiento**, puede inducir la formación de burbujas y terminar detonando un ajuste súbito del crecimiento tanto emergente como global. Ello acarrearía una evolución negativa y volátil de las bolsas emergentes. La aversión al riesgo se dispararía y el capital que antes se dirigía al sur en busca de rentabilidad, buscaría refugio en activos más seguros en el norte.

En relación con dicha aversión, otro factor a tener en cuenta, tal y como ha puesto de manifiesto el reciente repunte de conflictos en Oriente Medio, es el **riesgo socio-político** latente en muchas economías emergentes. La proliferación de tensiones sociales en otras regiones emergentes en Asia o América Latina podría disparar la aversión al riesgo

y complicar la recuperación de sus activos bursátiles.

En cualquier caso, la consolidación de la recuperación mundial y la estabilidad macroeconómica en las economías emergentes exigen atajar cualquier riesgo de aterrizaje forzoso y ello pasa por enfriar una demanda excesivamente hinchada por unos soportes públicos que deberían haberse retirado con mayor brío y determinación.

Anexo

La especificación empírica de la inflación incluye tanto factores de demanda como de oferta. En particular, el modelo que se estima es el que sigue:

$$\begin{aligned}\Delta p_t = & \alpha + \beta_1 \Delta p_{t-2} + \beta_2 OG_{t-1} + \beta_3 (m_{t-1}^s - m_{t-1}^{trend}) \\ & + \beta_4 \Delta e_{t-1} + \beta_5 (\Delta petr_{t-1} - \Delta p_{t-2}) + \\ & + \beta_6 (\Delta ali_{t-1} - \Delta p_{t-2})\end{aligned}$$

donde p es el logaritmo natural de los precios; OG captura el output gap medido como la desviación entre el output actual y el potencial en porcentaje del potencial; m^s es el logaritmo de la base monetaria; m^{trend} es la tendencia lineal de dicha base durante el periodo considerado; e es el logaritmo natural del tipo de cambio nominal en unidades de moneda local por dólar; $petr$ y ali se refieren al logaritmo natural del precio del petróleo y de los alimentos, respectivamente.

En dicha especificación, la variable Δp_{t-2} se utiliza como proxy de cambios en los salarios. Asimismo, el output gap OG mide la presión de la demanda en los precios. En el caso de estimaciones de la Curva de Phillips arriba especificada para países emergentes la oferta monetaria ($m^s - m^{trend}$) se introduce como un indicador adicional de la dinámica futura de la demanda. Así pues, el tercer término mide el exceso de oferta monetaria como la desviación respecto a su tendencia lineal. La variable Δe mide la apreciación de la moneda. Finalmente, las dos últimas variables capturan choques en el precio del petróleo y de los alimentos, respectivamente.