

# Sobreescalfament emergent: causes, conseqüències i riscos

Document de treball 02/11

6 d'abril de 2011



## Estudis i Anàlisi Econòmica

[www.laCaixa.es/estudios](http://www.laCaixa.es/estudios)

### Claudia Canals

#### Economista

Economia Internacional  
ccanals@lacaixa.es

### Marta Noguer

#### Economista

Economia Internacional  
mnoguer@lacaixa.es

## Resum

- La recuperació de l'economia mundial avança de manera dispar i a diferents velocitats. Gràcies a la seva limitada exposició a la crisi financera global i a la ràpida introducció d'importants plans d'estímul, el ritme de sortida de les economies emergents està sent molt superior al dels països avançats.
- El rebrot recent de la seva taxa d'inflació ha disparat les alarmes davant d'un possible sobreescalfament.
- L'encariment global de les primeres matèries està al darrere de les renovades tensions inflacionistes, però hi ha indicis que una excessiva pressió de la demanda també hi està contribuint.
- Estem davant un sobreescalfament dels emergents o el repunt inflacionista que estan registrant en els últims mesos és una simple conseqüència de pressions sobre els preus de les primeres matèries i aliments?
- Els resultats de la nostra anàlisi confirmen que, a més de l'increment dels preus mundials d'aliments i energia, les pressions de demanda també contribueixen de manera determinant a la inflació en emergents clau com la Xina o el Brasil.
- L'estabilitat macroeconòmica en aquestes economies i, en última instància, la consolidació de la recuperació global, exigeixen tallar qualsevol risc d'aterratge forçós i això passa per refredar una demanda interna excessivament esperonada per uns suports públics que s'haurien d'haver ajustat amb més determinació.

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La **Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona** no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona – "la Caixa", 2011

© Claudia Canals

© Marta Noguer

## Una recuperació vigorosa

El 2010, la majoria dels grans emergents van superar les expectatives de creixement esbossades un any enrere. Amb un avanç del 10,3%, la Xina va excedir amb escreix la previsió de l'FMI, que el situava al voltant del 9% en el seu escenari de previsions de finals del 2009. D'aquesta manera, el gegant asiàtic ja supera el Japó com a segona economia del món (tercera si considerem el total de la Zona Euro en el seu conjunt). L'Índia i el Brasil van sorprendre fins i tot més, amb sengles avanços del 8,6% i del 7,5% respectivament, impulsats per la fortalesa de la despesa domèstica.

Amb vista al 2011 preveiem una certa moderació, però continuem esperant creixements robustos dels grans emergents. En el cas de la Xina, situem l'avanç al voltant del 9,3%; per a l'Índia, l'ubiquem en el 8,6% i, per al Brasil, en un més moderat però notable 5%.

## Indicis de sobreescalfament

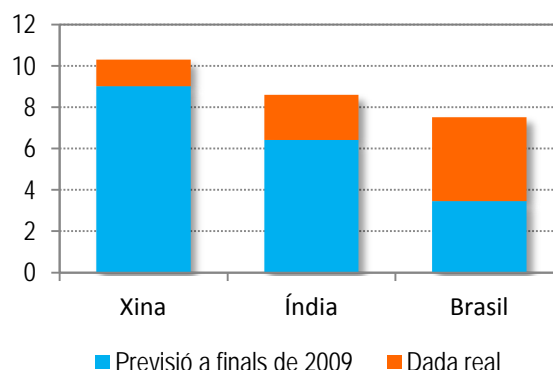
En els últims mesos del 2010 i el principi del 2011, el vigor de la recuperació ha estat acompanyat per un repunt marcat dels preus en la majoria d'emergents. A la Xina, la inflació es manté al voltant d'un elevat 5%. Al Brasil, continua agafant força i ja ha assolit el 6%, una xifra que s'allunya de la meta del Banc Central del Brasil (4,5%±1p.p.). A l'Índia, torna a superar el 8% i, a Rússia, frega el 10%<sup>1</sup>. Aquestes dades contrasten amb l'1,4% dels Estats Units o, fins i tot, amb el 2,3% de la Zona Euro (totes dues xifres, del final del 2010).

Aquest repunt inflacionista en els països emergents es deu, en part, a l'evolució recent dels mercats de primeres matèries. Des de mitjan 2010, tant el preu global del petroli com, sobretot, el dels aliments han seguit un camí de creixement marcadament més ràpid que el que va seguir a l'inici de la recuperació. Aquesta tendència alcista, juntament amb el pes més important d'aquests productes a la cistella de la compra dels emergents —un 33% versus un 21% en els avançats—, repercuteix clarament sobre el seu índex de preus.

<sup>1</sup> La dada de l'Índia correspon a l'índex de preus a l'engròs. Cal destacar, també, que, en el cas de l'Índia, la inflació ja hi és sistemàticament elevada.

## El creixement el 2010 bat expectatives

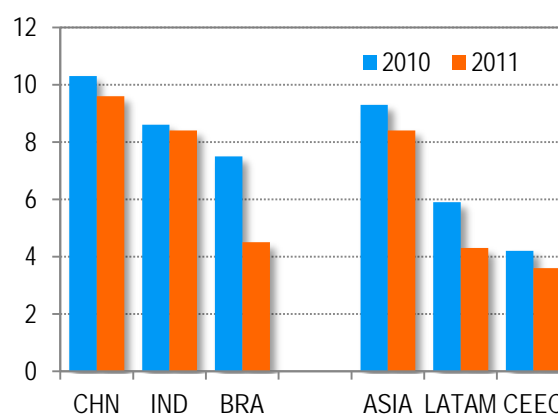
Comparativa d'estimacions del creixement del PIB en diferents moments del temps (en %)



Font: FMI World Economic Outlook, Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

## El 2011, el creixement dels emergents també serà fort

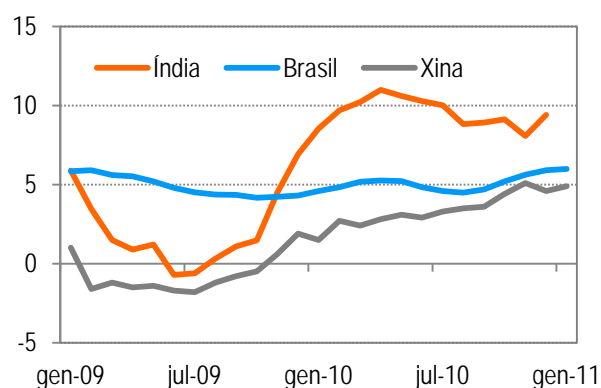
Creixement del PIB (%)



Font: FMI i elaboració pròpia.

## La inflació s'accelera

Inflació, % interanual



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

Encara que la tendència alcista dels mercats de primeres matèries a mitjà i llarg termini s'explica, en part, per factors estructurals relacionats amb una demanda creixent de les economies emergents, **la seva evolució recent no es pot atribuir a la conjuntura actual de la demanda en aquelles economies.** L'augment dels preus d'aliments i energia des de mitjan 2010 es deu, majoritàriament, a altres factors com ara males collites, moviments especulatius i tensions polítiques a l'Orient Mitjà.

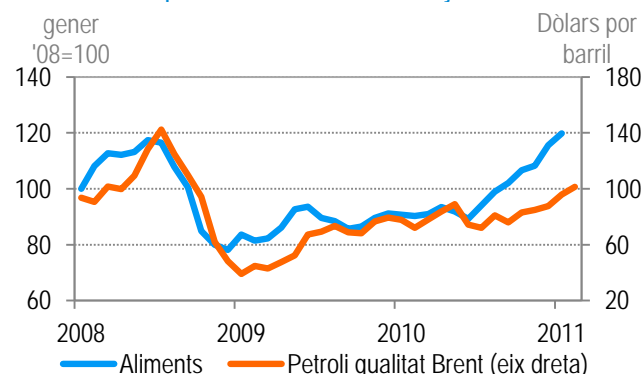
**D'altra banda, cal tenir en compte que la sensibilitat del preu local a l'evolució del global és molt heterogènia.** En primer lloc, part dels aliments que es consumeixen són locals; en segon lloc, molts d'aquests països intervenen els preus alimentaris (i d'altres *commodities*). Tot plegat fa que la manera en què es trasllada el preu global al preu local variï entre països. A l'Índia, per exemple, hi ha una mica de tot: barreres d'entrada, control de preus i subsidis públics.

**Aquesta heterogeneïtat resulta encara més evident si es compara la relació entre el preu global i la inflació en el cas de la Xina i el Brasil durant els últims dos anys.** Mentre que, al Brasil, aquest lligam és molt feble i no és estadísticament significatiu, el preu dels aliments o del petroli a escala global i la inflació a la Xina estan altament correlacionats. La diferència entre tots dos països s'explica per la menor dependència del petroli del Brasil, com també per la seva qualitat d'exportador net de primeres matèries.

En tot cas, i independentment d'aquesta heterogeneïtat, **la tendència de la inflació subjacent en la majoria d'emergents és també alcista,** cosa que suggereix que el repunt general dels preus no es pot atribuir exclusivament a les tensions recents dels mercats d'aliments i energia. Això podria ser un símptoma de sobreescalfament.

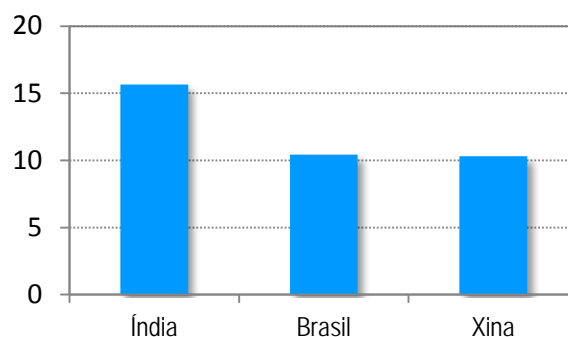
**Un persistent *output gap* positiu podria ser un altre indicatiu de sobreescalfament.** Mentre que els Estats Units, la Zona Euro i altres economies avançades mantenen un *output gap* negatiu i, per tant, disposen de marge per continuar expandint-se sense tensar la corda, els grans emergents afronten un escenari ben diferent. La lleugeresa del seu cicle recessiu i l'ímpetu de la seva recuperació s'han traduït en un *output gap* positiu el 2010. Tot i que anticipem una tendència cap a nivells més sostenibles, les nostres previsions de creixement indiquen que serà difícil que aquests països tanquin la seva esclatxa de producció el 2011.

### Preus de les primeres matèries a l'alça

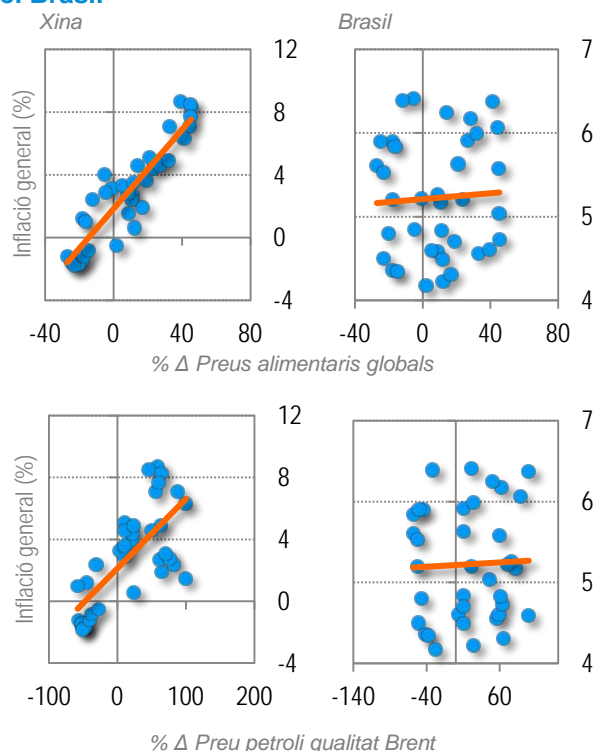


### Impacte desigual dels preus alimentaris

Inflació aliments al gener del 2011 (% interanual)



### Preus de les primeres matèries i inflació: la Xina i el Brasil



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

L'escassetat d'estadístiques fiables relatives al mercat de treball, deguda en bona mesura al pes encara elevat del sector informal a la majoria d'emergents, ens impedeix confirmar l'existència de pressions excessives de demanda a partir de l'evolució dels salaris<sup>2</sup>.

## Determinants de la inflació emergent: anàlisi economètrica

A fi de discernir quins factors han tingut més influència sobre el recent repunt inflacionista en les economies emergents i, en especial, la importància relativa de pressions de demanda o de factors externs d'abast global, com l'evolució dels mercats de primeres matèries, **estimem una especificació empírica ampliada de la Corba de Phillips**<sup>3</sup>. Aquesta equació recull tant elements d'oferta com de demanda i, concretament, ens permet valorar la contribució a la inflació de l'oferta monetària, l'*output gap*, el tipus de canvi i xocs en el preu de les primeres matèries a la inflació.

Els resultats confirmen que els determinants principals de la taxa d'inflació a les economies emergents durant els últims deu anys van ser: els preus alimentaris, els energètics, l'evolució del tipus de canvi i la inflació passada. No observem, en canvi, un impacte significatiu ni de l'*output gap* ni de l'oferta monetària.

Tanmateix, quan repetim l'anàlisi per al període 2006-2010, trobem una relació significativa —econòmicament i estadísticament entre l'oferta monetària i l'evolució de l'IPC en aquestes economies, així com una influència menor del tipus de canvi. D'altra banda, el preu de les primeres matèries continua sent un factor important en les estimacions corresponents a l'últim lustre.

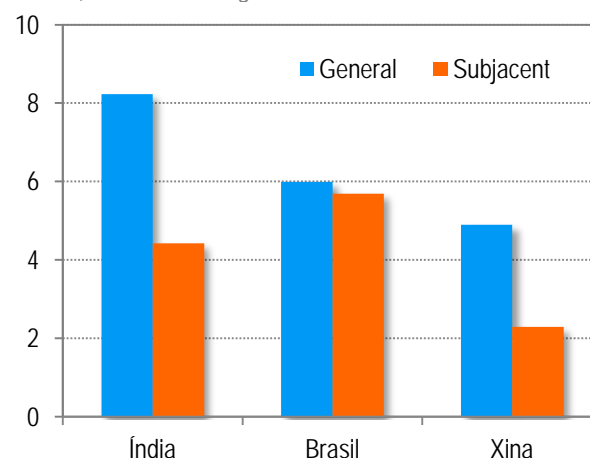
Si limitem aquesta anàlisi a la Xina i el Brasil, dos grans emergents amb clars símptomes de sobreescalfament, i que preocupen més que altres per la seva capacitat d'arrossegament regional, continuem observant un impacte

<sup>2</sup> Per exemple, s'estima que, a la Xina, els salaris van augmentar entre un 9% i un 15% el 2010, mentre que, segons el *Conference Board*, la productivitat, mesurada com a *output per treballador*, va créixer un 16%. En no disposar de dades relatives a les hores treballades per persona, resulta difícil treure conclusions en relació amb l'evolució dels costos laborals unitaris.

<sup>3</sup> Vegeu Mohanty, M.S. i M. Klau (Nov. 2001). What determines inflation in emerging market economies? a Modelling aspects of the inflation process and the monetary transmission mechanism in emerging market countries, BIS Papers No8.

## La inflació subjacent també puja

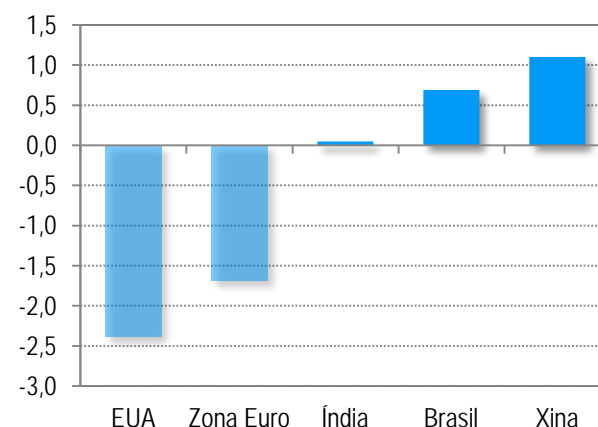
Inflació, % interanual al gener 2011



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

## Emergents: *output gaps* positius

Output gap com a % del PIB potencial el 2010



Font: elaboració pròpia a partir de dades anuals de l'FMI.

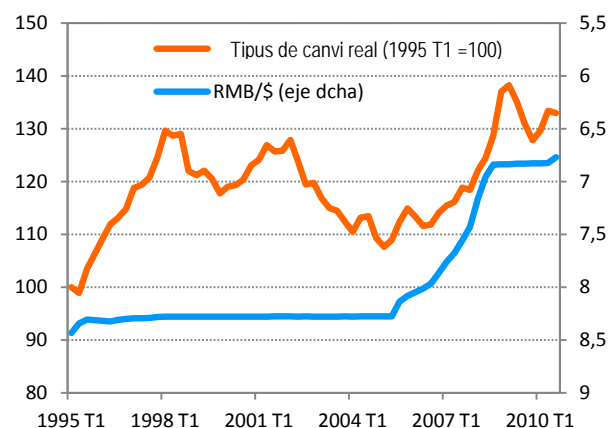
significatiu de la inflació passada i del tipus de canvi i, en menor mesura, del preu dels aliments. Per la seva banda, l'*output gap* apareix, en aquest cas, com un determinant clau de l'evolució dels preus, mentre que el preu del petroli deixa de ser significatiu. Quan restringim l'anàlisi als últims cinc anys, l'*output gap* i el preu dels aliments encara són més rellevants. Així mateix, l'oferta monetària es revela com una influència significativa. Al contrari, el tipus de canvi ja no té un paper determinant; una cosa que no hauria de sorprendre quan un dels dos països considerats —la Xina— ha mantingut el tipus de canvi pràcticament fix durant la major part del període.

De l'anàlisi anterior, concloem, doncs, que l'evolució dels preus de les primeres matèries exerceix una influència significativa sobre l'índex de preus al consum de les economies emergents. Així mateix, l'oferta monetària ha contribuït més significativament a la inflació en l'últim període. D'altra banda, en alguns emergents destacats, com la Xina o el Brasil, tant l'*output gap* com l'oferta monetària apareixen com a determinants significatius de la inflació, sobretot en l'últim lustre.

A partir de l'estimació del nostre model, calculem que si s'hagués mantingut l'escenari de demanda (aproximada pel nivell de l'*output gap* i el creixement de l'oferta monetària) anterior a la crisi, la inflació a la Xina al final del 2010 hauria estat al voltant de 0,4 punts percentuals menor a la inflació observada. Al Brasil, les pressions de demanda estan sent més importants, amb la qual cosa afegeixen al voltant d'1,4 punts percentuals a la inflació en l'últim trimestre del 2010. N'inferim que hi ha un risc fonamentat de sobreescalfament

en aquestes economies, per la qual cosa procedim a analitzar què està provocant la pressió excessiva de la demanda sobre els preus.

La Xina ha mantingut el tipus de canvi pràcticament fix en els últims tres anys



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

## Determinants de la inflació dels emergents

Estimació Corba de Phillips ampliada

| Variable dependent : Inflació                                  |                     |                               |                               |                     |
|--|---------------------|-------------------------------|-------------------------------|---------------------|
| Mostra   | Tots els països     | Tots els països               | Brasil i Xina                 | Brasil i Xina       |
| Període temporal   | 2000 - 2010<br>(1)  | 2006-2010<br>(2)              | 2000 - 2010<br>(3)            | 2006-2010<br>(4)    |
| Inflació (t-2)   | 0.688***<br>(0.032) | 0.673***<br>(0.048)           | 0.798***<br>(0.089)           | 0.724***<br>(0.088) |
| Output Gap (t-1)   | 0.003<br>(0.005)    | 0.006<br>(0.006)              | 0.364**<br>(0.164)            | 0.445***<br>(0.126) |
| Oferta monetària (t-1)   | -0.009<br>(0.012)   | 0.044**<br>(0.020)            | 0.071<br>(0.046)              | 0.085**<br>(0.037)  |
| Variació tipus de canvi (t-1)<br>(moneda local respecte dòlar) | 0.148***<br>(0.011) | 0.029 <sup>+</sup><br>(0.018) | 0.088***<br>(0.032)           | 0.058<br>(0.043)    |
| Preu aliments  | 0.078***<br>(0.015) | 0.066***<br>(0.016)           | 0.055 <sup>+</sup><br>(0.033) | 0.087***<br>(0.025) |
| Preu petroli   | 0.023***<br>(0.005) | 0.022***<br>(0.005)           | 0.010<br>(0.012)              | 0.008<br>(0.010)    |
| Nre. Observacions  | 752                 | 360                           | 86                            | 43                  |

Totes les especificacions inclouen efectes fixos de país i els estimadors són heteroscedàsticament consistents. \*\*\*, \*\* i \* denoten significació a l'1%, 5% i 10%, respectivament. Estimació a partir de dades trimestrals. Països: Argentina, Brasil, Xile, Xina, Colòmbia, Corea, Filipines, Hong Kong, Índia, Indonèsia, Malàisia, Mèxic, Perú, Singapur, Tailàndia, Taiwan i Veneçuela.

Font: Thomson Reuters Datastream, FMI i elaboració pròpia. Nota: veure l'annex per a un major detall de l'especificació.

## Causes del sobreescalfament

Tot apunta que la demora excessiva de la retirada dels extraordinaris estímuls desplegats en arribar la crisi han donat massa impuls a la despesa, la qual cosa ha suposat pressions inflacionistes. Davant de la gravetat i l'abast de la crisi financera global, la gran majoria de països, incloent-hi els emergents, van intentar mitigar l'impacte sobre l'economia real fent servir tot l'arsenal a les seves mans: despesa pública, avantatges fiscals, facilitats de crèdit i estímuls monetaris.

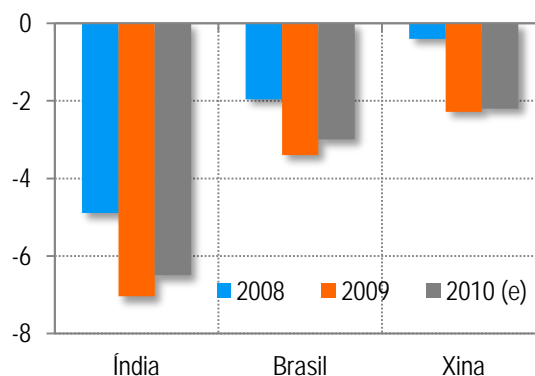
Els paquets fiscals introduïts durant la crisi van ajudar a mitigar-ne els efectes, però la demora de la seva retirada està donant ales a una despesa que ja se sosté sense la seva ajuda. A excepció de l'Índia, el deute de la qual s'acosta al 80% del PIB, els grans emergents disposaven de prou marge per dur-los a terme. La solvència relativa dels seus comptes públics tampoc no n'ha precipitat la retirada, per la qual cosa aquesta està trigant massa. Al Brasil, les eleccions presidencials del 2010 van afegir un motiu addicional per posposar l'ajust, malgrat que la inflació començava a accelerar-se. Pel que fa a la Xina, la consolidació fiscal continua sent poc probable a curt termini malgrat que s'està procedint a un canvi d'assignació de la despesa pública, que es dirigeix cap a estímuls al consum domèstic en comptes d'infraestructures.

La laxitud de la política monetària també ha contribuït a una empenta excessiva de la demanda agregada i a encoratjar amb això les pressions inflacionistes. La majoria d'emergents van emprendre un camí de reduccions del tipus d'interès de referència durant la crisi i el van mantenir baix per un període de temps prolongat. Tal com il·lustra el gràfic, una major reducció acumulada del tipus d'interès apareix associada a majors taxes d'inflació, cosa que suggereix que els qui van relaxar més la seva política monetària van patir més augments de preus.

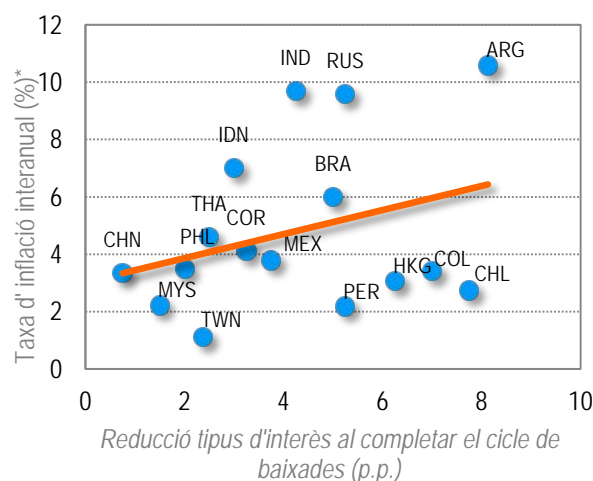
Finalment, els estímuls addicionals al crèdit també han moderat l'impacte de la crisi en els grans emergents i, mentre no es corregeixin del tot, continuen donant ales a la despesa interna. Encara que, com a mitjana anual, la Xina és el país amb més creixement del crèdit en els últims tres anys, ha estat al Brasil on ha crescut més en relació amb el PIB. L'impuls al crèdit concedit per les institucions financeres brasileres de propietat pública va permetre compensar part de la

## Amb marge o sense, estímuls fiscals

Dèficit fiscal/PIB (%)

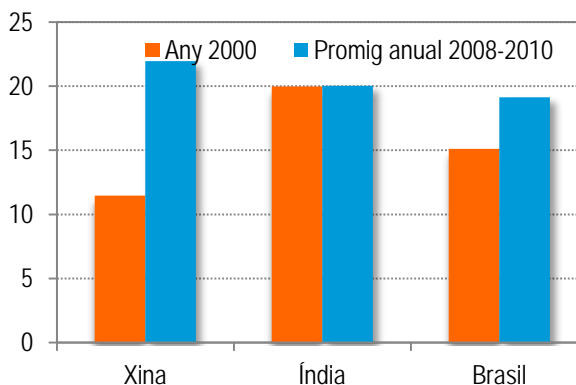


## Polítiques monetàries excessivament laxes



## L'estímul al crèdit imposa riscos

Creixement del crèdit



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.  
Notes: (\*) Última dada disponible.

contracció del crèdit privat. Entre el desembre del 2007 i el desembre del 2010, el crèdit de les entitats públiques va passar del 12% del PIB (34% del crèdit total) al 19,5% del PIB (42% del crèdit total). Tot i així, el crèdit privat ja ha tornat a encarrilar una via de creixement, amb la qual cosa les facilitats de crèdit de les entitats públiques deixen de ser necessàries.

## Mesures per frenar el sobreescalfament

**En definitiva, la causa més probable del sobreescalfament emergent és la demora excessiva de la retirada dels suports públics al creixement introduïts arran de la crisi.** Tot i que van assolir el seu objectiu principal, mitigar l'impacte de la recessió, han forçat en excés l'arrencada de la despesa.

**La retirada dels estímuls monetaris ja ha començat en la gran majoria d'emergents.** Al Brasil, aquesta normalització va arrencar a l'abril del 2010 i, després d'una breu pausa, es va reprendre al gener, amb la qual cosa es va acumular un augment de 300 punts bàsics a la Taxa Selic (tipus d'interès de referència). La Xina, per la seva banda, va iniciar la via de pujades en el tipus de referència a l'octubre i en suma, fins a principis d'abril del 2011, quatre. Respecte a l'Índia, acumula una pujada de 200 punts des del desembre del 2009.

**En la majoria dels casos, amb la normalització monetària, per ella mateixa, no n'hi ha prou per frenar la forta arrencada de la demanda.** Conscients d'això, les autoritats econòmiques de la

majoria d'emergents han acompanyat la normalització monetària de **mesures adreçades a frenar el flux de crèdit** (vegeu la taula). Tot i així, la Xina, per exemple, ha d'aprofundir en els seus esforços per tallar l'avanç accelerat d'aquest crèdit. De la mateixa manera, una major flexibilització del tipus de canvi del *renminbi* també ajudaria a moderar les pressions inflacionistes. A l'Índia, en canvi, és prioritària una progressiva però ràpida consolidació fiscal, ja que els comptes públics arrossegaven problemes endèmics ja abans de la crisi. El Brasil, per la seva banda, s'ha d'accelerar tant en l'ajust del crèdit com en la consolidació fiscal. El vigor persistent del crèdit públic en el país de l'Amazones pot resultar contraproduent en un escenari de recuperació del crèdit privat. Pel que fa a l'ajust fiscal, la seva necessitat impera per un doble motiu: la demora que va patir arran de les eleccions presidencials de l'octubre del 2010 i el fet que la política monetària està condicionada per l'apreciació puixant del *real*.

**Així doncs, tot i que en la majoria d'emergents les polítiques públiques s'han reorientat correctament i la retirada d'estímuls va en la bona direcció, el seu ritme no sembla que sigui l'adiant.** El creixement elevat i l'arrencada sostinguda de la demanda, que ja no necessita suports, exigeixen accelerar el *tempo* d'aquesta retirada per evitar l'enquistament de les pressions inflacionistes i la necessitat d'un ajust sobtat. Sens dubte, les autoritats econòmiques d'aquests països són conscients de tals riscos, per la qual cosa la parquedat de la seva actuació es pot atribuir a les limitacions que els vénen imposades des d'altres flancs.

### Toc de retirada

| Mesures (2010-11)          | Xina   | Índia  | Brasil   |
|----------------------------|--|--|--|
| <b>Coeficient caixa</b>    | 9 pujades → grans bancs en 20%.  | 100 pb → 6%  | S'ha revertit la reducció en el coeficient de caixa sobre els dipòsits a termini.                                    |
| <b>Tipus d'interès</b>     | +1,00 → 6,31 %   | +2,00 → 6,75 %   | +3,00 → 11,75 %  |
| <b>Restriccions crèdit</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• ↑ Entrada per primer i segon habitatge.</li> <li>• Restriccions al crèdit per a terceres residències.</li> <li>• Restriccions crèdit promotor.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• ↑ Provisiones crèdit mercat immobiliari.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• A partir de juliol, ↑ requisits de capital del crèdit al consum.</li> </ul> |

Font: Elaboració pròpia.

## Per què no normalitzen més ràpidament?

S'han apuntat diverses raons que explicarien per què la retirada dels estímuls públics al creixement s'ha demorat en els països emergents o per què no progressa prou ràpid. D'una banda, la **inexperiència** de determinats països emergents a focalitzar la gestió de la política monetària cap a la lluita contra la inflació. En altres casos, la demora en l'ajust fiscal o monetari s'atribuiria a **factors polítics**, com ara la ja esmentada celebració d'eleccions presidencials al Brasil o la por de tensions socials a la Xina.

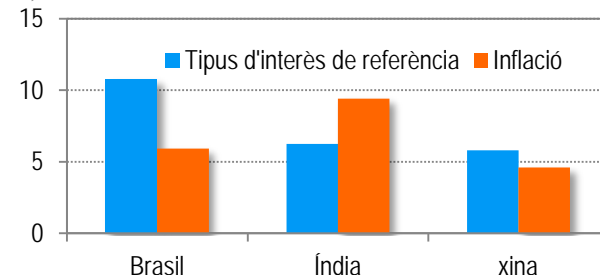
D'altra banda, **factors de caire extern com les polítiques monetàries extraordinàriament laxes dels països avançats** han suscitat tensions en els mercats canviaris que també han complicat la normalització de tipus en determinats països emergents. El diferencial de tipus a favor d'aquests últims i la seva marcada arrencada econòmica s'han convertit en pols d'atracció per a la gran quantitat de liquiditat global en cerca de rendibilitat. Això s'ha traduït en un marcat repunt dels influxos de capital el 2009 i també el 2010, una vegada aparcada la crisi.

La doble expansió quantitativa de la Reserva Federal, per exemple, va comportar una depreciació del dòlar davant de la majoria de divises, incloent-hi les emergents. Entre les economies que van veure apreciar més la seva divisa, hi figura el Brasil —un cas paradigmàtic ja que l'apreciació coincideix amb un marcat repunt de les entrades de capital estranger, una sorprenent arrencada econòmica durant la crisi i el tipus d'interès real més elevat entre els emergents—.

Les economies emergents que van relaxar menys la seva política monetària durant la crisi pateixen, en general, una major apreciació de la seva divisa. Tal com il·lustra el gràfic adjunt, es dona una correlació negativa entre la reducció acumulada del tipus d'interès de referència durant la crisi i l'apreciació nominal respecte al dòlar de les divises emergents. Així, per exemple, el Brasil, amb un tipus d'interès que es va mantenir relativament elevat malgrat les baixades, va veure com es disparaven els seus influxos de capital, un 50% més el 2010 que el 2009, cosa que ha encarit el *real*, i amb això han minvat la competitivitat de la indústria i les exportacions brasileres. **Això, al seu torn, limita la capacitat de les autoritats monetàries en la seva lluita contra la inflació**

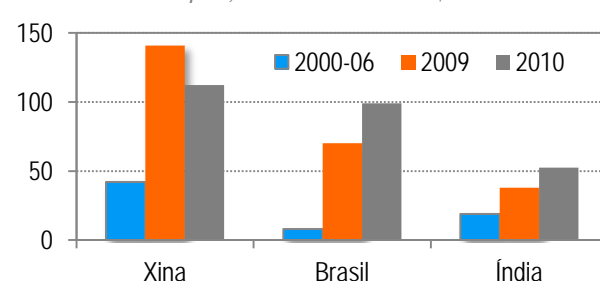
## Tipus elevats en relació amb les economies avançades

%, Desembre 2010



## Augmenten els influxos de capital cap al sud

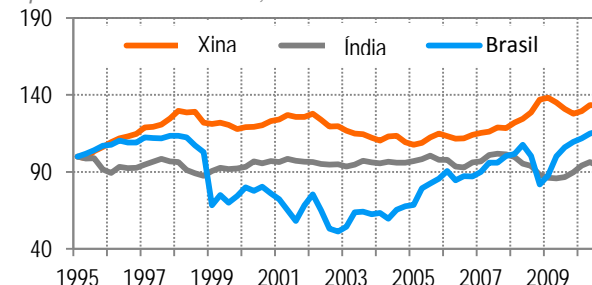
Influxos nets de capital, milers de milions de \$



Nota: Les dades per al 2010 corresponen a l'última dada disponible. La Xina, primera meitat del 2010; l'Índia, tres primers trimestres.

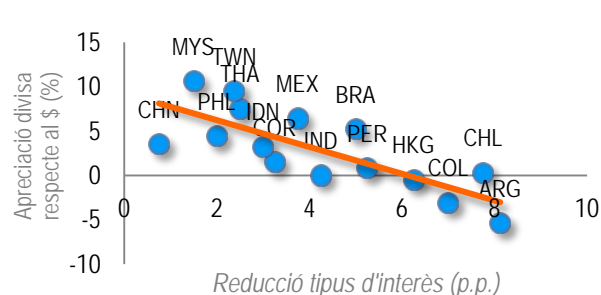
## I s'aprecien les divises emergents

Tipus de canvi efectiu real, 1995T1=100



## A menor relaxació de tipus, més apreciació

Canvi acumulat 2007-2010



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.



en obligar-les, en certa mesura, a racionar les pujades de tipus per no agreujar la situació.

**Tot i que l'apreciació de les seves divises no ha impedit que la majoria d'emergents hagin iniciat la normalització monetària, sí que ha limitat el ritme d'aquesta normalització.** L'apreciació del *real* va obligar les autoritats brasileres a moderar el camí de pujada de tipus a finals del 2010 malgrat que la inflació no donava treva. Així mateix, es van veure forçats a combinar aquestes pujades amb altres instruments com el control de les entrades de capital estranger o la restricció al crèdit, per no agreujar l'apreciació.

**A la Xina, o en altres països amb sistemes de tipus de canvi fix o regulat, l'augment de les entrades de capital estranger comporta una acumulació massiva de reserves i més costos d'esterilització<sup>4</sup>.** L'apreciació limitada del RMB ha donat suport a un elevat superàvit per compte corrent que, en la seva majoria, es trasllada a acumulació de reserves estrangeres, de les quals s'estima que un 70% són en dòlars.

## Riscos d'una retirada lenta o tardana

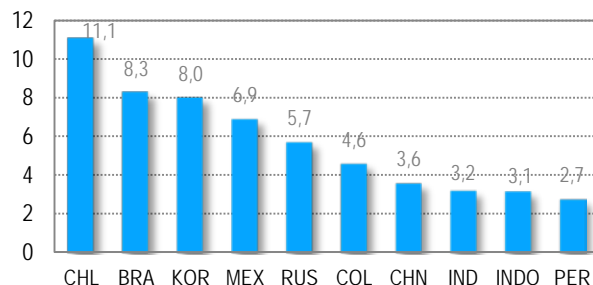
**Una retirada dels estímuls massa lenta podria comprometre l'objectiu d'estabilitat macroeconòmica que persegueixen la majoria de països emergents.** Un ajust tardà no sols comporta riscos de bombolles en determinats mercats, sinó que, a més, pot disparar les pressions inflacionistes fins al punt d'afavorir un ajust sobtat, cosa que augmenta la probabilitat d'un aterratge forçós i un cicle *boom-bust*.

**Les borses emergents han mantingut una tendència alcista des de mitjan 2010 que només van interrompre breument després de l'anunci de la segona expansió quantitativa de la Fed o després de les recents pujades de tipus de la Xina.** En les últimes setmanes, la persistència del conflicte a Líbia i l'anticipació d'un probable ajust monetari a la Xina o altres emergents han moderat, relativament, l'arrencada de les borses emergents. Tanmateix, hi ha riscos de bombolla en alguns mercats, per la qual cosa una retirada tardana dels estímuls al crèdit intern pot agreujar aquesta situació.

<sup>4</sup> Entre aquests costos destaca l'augment dels tipus d'interès domèstics que poden comportar les operacions obertes de mercat. Així mateix, altres mesures, com les actuacions sobre el coeficient de caixa, poden repercutir negativament sobre l'eficiència del sector financer.

## La normalització prossegueix però l'apreciació de les divises emergents l'alenteix

Apreciació nominal respecte al \$ des del juny del 2010 (%)



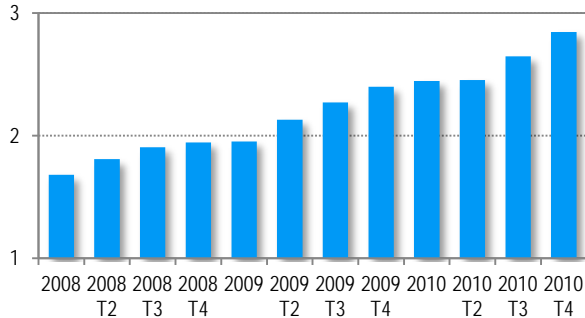
▲ Tipus d'interès de referència \*



Nota: (+) Canvi tipus d'interès de referència des de 06/2010.

## A la Xina, augmenten els costos d'esterilització... i el fons de reserves

Bilions de \$



## Tipus baixos i excés de liquiditat: brou de cultiu de bombolles en els mercats de valors emergents...

Índex MSCI, Mercats emergents (gener del 2010 = 100)



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

**Les facilitats internes al crèdit també han contribuït a l'arrencada dels mercats immobiliaris.** Tot i que l'evolució dels preus mitjans no és indicativa de l'existència de bombolles generalitzades (els preus no estan augmentant gaire més que el PIB nominal), no es pot descartar la formació de bombolles en determinades zones, com les grans ciutats costaneres de la Xina.

La fragilitat de la recuperació global i la seva dependència de l'avanç emergent fa que la por a un cycle *boom-bust* estigui fonamentada. En els últims anys, el gruix del creixement mundial s'explica pel dinamisme emergent, ja que les economies avançades, en el seu conjunt, haurien minorat l'avanç global. A partir del 2011, s'espera que les economies avançades tornin a contribuir-hi positivament, però un *hard landing* emergent augmentaria significativament el risc de recaiguda de l'economia global.

## Conclusions

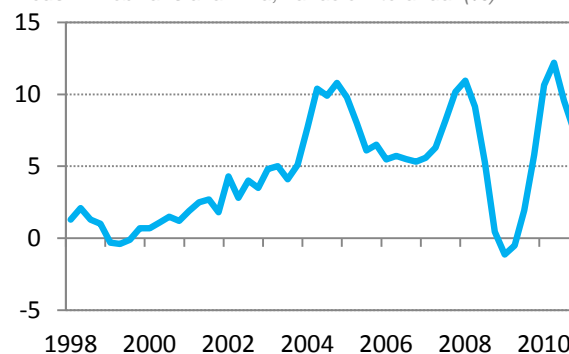
**L'activitat econòmica a la gran majoria d'emergents ja ha recuperat del tot els nivells anteriors a la crisi o està molt a prop de recuperar-los. Amb vista al 2011, tot i que considerem una certa moderació, també esperem un creixement robust dels BIC. El vigor de la recuperació en aquestes economies ha estat acompanyada, en els últims mesos, d'un repunt inflacionista que ha suscitat temors a un sobreescalfament eventual d'aquestes.**

**L'evolució alcista dels mercats de primeres matèries, combinada amb el pes elevat d'aquestes mercaderies a la cistella de la compra dels emergents, explica part del repunt de la inflació. Tanmateix, un *output gap* positiu el 2010 i la seva esperada persistència el 2011, així com la tendència igualment alcista de la inflació subjacent, suggereixen una influència també determinant de les pressions de demanda sobre les renovades tensions inflacionistes i, per tant, cap a un possible risc de sobreescalfament.**

Els resultats de la nostra anàlisi corroboren la contribució de les pressions de demanda a la inflació dels països emergents durant l'últim cycle econòmic i, en especial, en el cas de la Xina i el Brasil. Aquest resultat, juntament amb l'escenari d'acceleració que esbossen els últims indicadors avançats d'activitats en tots dos

## ...i també immobiliaris?

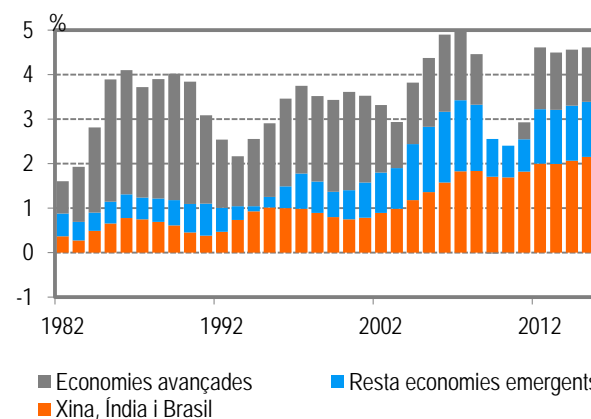
Preus immobiliaris a la Xina, variació interanual (%)



Font: Thomson Reuters Datastream i elaboració pròpia.

## Les economies emergents contribueixen cada vegada més al creixement de l'economia mundial

Contribucions al creixement mundial, punts percentuals  
Pesos en PPA, Mitjanes mòbils 3 anys



Font: FMI World Economic Outlook octubre 2010 i Update gener 2011, i elaboració pròpia.

gegants, ens porten a concloure que el risc de sobreescalfament té prou fonament. Alhora, les nostres estimacions certifiquen l'impacte dels preus d'aliments i petroli sobre la inflació dels emergents.

**La causa principal de sobreescalfament emergent l'atribuïm a l'endarreriment en la retirada dels estímuls públics posats en marxa arran de la crisi.** Encara que aquesta retirada ja ha començat a la gran majoria d'emergents, en alguns d'ells es va posar en marxa massa tard o no progressa al ritme adequat. La demora de l'ajust s'explica per diferents motius que inclouen des de la manca d'experiència en la focalització de la política monetària en la lluita contra la inflació fins a la repercussió de l'excés de liquiditat global en cerca de rendibilitat combinat amb el diferencial de tipus d'interès a favor dels emergents.

Davant del vigor persistent de la recuperació i sense anticipar, a curt termini, canvis estructurals significatius que puguin modificar la via potencial de la producció de les economies emergents, és probable que **les tensions inflacionistes vagin a més**, llevat que la normalització s'acceleri. A més, les tensions geopolítiques a l'Orient Mitjà i, en menor mesura, les necessitats d'importació de petroli que pot comportar el recent sisme al Japó poden intensificar les tensions en el mercat del cru i agreujar amb això les pressions sobre preus. Per tot plegat, i provat l'impacte de les pressions de demanda sobre els preus, **seria desitjable una acceleració del tempo de l'ajust, en especial, en l'àmbit fiscal i el crèdit.**

**Tot i que la màxima anterior s'aplica a la majoria d'emergents, no hi ha una única recepta per a tots:**

- **A la Xina**, anticipem noves pujades del tipus de referència (dues d'addicionals fins a final d'any) i del coeficient de caixa, i més restriccions al crèdit. En canvi, no preveiem alteracions significatives pel que fa a la política fiscal a causa del risc de tensions socials que això comportaria, en especial en un entorn de preus a l'alça. En contrapartida, sí que s'albira un canvi d'enfocament en la despesa, on s'ha començat a reduir el seu èmfasi en les inversions en infraestructures per centrar-se en el suport al consum domèstic a fi d'impulsar un canvi en el model de creixement del país. El nostre escenari central també considera una apreciació progressiva del RMB, una mica més elevada que l'any passat però encara molt gradual (al voltant del 6%-7% anual).
- **Al Brasil**, esperem que la consolidació fiscal s'intensifiqui a mesura que avanci l'exercici, ja que, de moment, les mesures proposades pel nou gabinet de govern s'estimen insuficients. Encara més si tenim en compte que la política monetària, tot i que segur que continuarà en la via de les pujades, veurà limitat el seu marge de maniobra davant de les pressions sobre un *real* encara apreciat. Cal assenyalar, tanmateix, que també preveiem que les pressions a l'alça sobre la divisa brasilera disminueixin a mesura que les economies avançades recuperin el to i comencin a apujar el tipus de referència i a retirar els instruments excepcionals de liquiditat posats en marxa després de la crisi. Pel que fa al crèdit, el Banc Central del Brasil hauria de prosseguir amb la retirada de les facilitats introduïdes arran de la crisi a fi de contribuir a l'ajust econòmic cap a

nivells de creixement més en línia amb el seu potencial i evitar, així, que les pressions inflacionistes s'acabin enquistant i desencadenin una espiral inflacionista.

- **Pel que fa a l'Índia**, tant l'ajust monetari com el fiscal resultaran clau per garantir l'estabilitat macroeconòmica. El seu creixement robust i les elevades taxes d'inflació, que situen el tipus d'interès real clarament en territori negatiu, l'obliguen a fortes consolidacions. Esperem, doncs, que l'enduriment monetari prossegueixi, amb noves pujades que situarien el tipus d'interès de referència al voltant del 7,5% el 2011 (davant del 6,75% actual). Per la seva banda, la retirada dels estímuls fiscals introduïts durant la crisi continuarà i es veurà impulsada per un nou pla d'ajust més profund —tot i que probablement insuficient— a fi de corregir el dèficit sistèmic dels comptes públics indis. No hi ha dubte que continuaran aprofitant la flexibilitat del seu tipus de canvi com a instrument de control de les entrades de capital.

Si es compleix el nostre **escenari central**, amb un enduriment de les polítiques contracíclics i una resolució ràpida dels conflictes a l'Orient Mitjà, els països emergents han de poder contenir les pressions inflacionistes dels últims mesos. Així mateix, no anticipem canvis substancials en el comportament recent de les borses emergents, que han tendit a estabilitzar-se des de finals del 2010, descomptant la necessitat d'ajust. Tampoc no esperem un repunt brusc de les *yields* emergents.

Això no obstant, si l'ajust no s'accelera prou per **aplacar el sobreescalfament**, pot induir la formació de bombolles i al final fer detonar un ajust sobtat del creixement tant emergent com global. Això comportaria una evolució negativa i volàtil de les borses emergents. L'avversió al risc es dispararia i el capital que abans es dirigia al sud a la cerca de rendibilitat buscaria refugi en actius més segurs al nord.

En relació amb aquesta aversió, un altre factor que cal tenir en compte, tal com ha fet palès el recent repunt de conflictes a l'Orient Mitjà, és el **risc sociopolític** latent en moltes economies emergents. La proliferació de tensions socials en altres regions emergents a l'Àsia o l'Amèrica Llatina podria disparar l'avversió al risc i complicar la recuperació dels seus actius borsaris.

**En tot cas, la consolidació de la recuperació mundial i l'estabilitat macroeconòmica a les**

regions emergents exigeixen tallar qualsevol risc d'aterratge forçós i això passa per refredar una demanda excessivament inflada per uns suports públics que s'haurien d'haver retirat amb més empena i determinació.

## Annex

L'especificació empírica de la inflació inclou tant factors de demanda com d'oferta. En particular, el model que s'estima és el següent:

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

on  $p$  és el logaritme natural dels preus;  $OG$  captura l'*output gap* mesurat com la desviació entre l'*output* actual i el potencial en percentatge del potencial;  $m^s$  és el logaritme de la base monetària;  $m^{trend}$  és la tendència lineal d'aquesta base durant el període considerat;  $e$  és el logaritme natural del tipus de canvi nominal en unitats de moneda local per dòlar;  $petr$  i  $ali$  es refereixen al logaritme natural del preu del petroli i dels aliments, respectivament.

En aquesta especificació, la variable  $\Delta p_{t-2}$  s'utilitza com a *proxy* de canvis en els salaris. Així mateix, l'*output gap*  $OG$  mesura la pressió de la demanda dels preus. En el cas d'estimacions de la Corba de Phillips especificada més amunt per a països emergents l'oferta monetària ( $m^s - m^{trend}$ ) s'introdueix com un indicador addicional de la dinàmica futura de la demanda. Així doncs, el tercer terme mesura l'excés d'oferta monetària com la desviació respecte a la seva tendència lineal. La variable  $\Delta e$  mesura l'apreciació de la moneda. Finalment, les dues últimes variables capturen xocs en el preu del petroli i dels aliments, respectivament.