

## EUROPA EMERGENT

## Anàlisi del cicle econòmic de l'Europa emergent

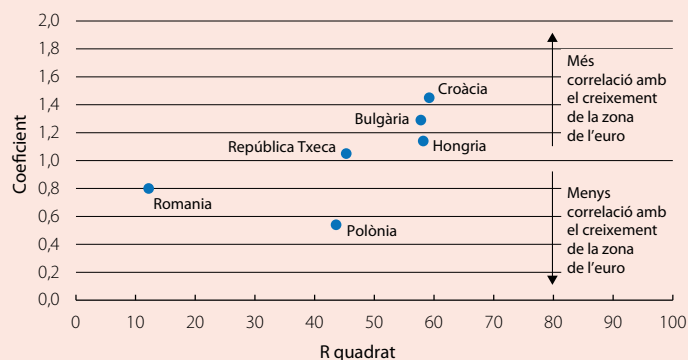
L'Europa de l'Est (EE) creix amb força. Així ho mostren les dades de creixement del PIB, que, en els últims trimestres, han presentat taxes que feia anys que no s'experimentaven en aquests països (vegeu el primer gràfic). Això ha generat una certa incredulitat. És sostenible aquest ritme de creixement? En aquest article, indagarem sobre els factors que expliquen l'embranchada econòmica de l'Europa emergent. Veurem que, tot i que l'auge econòmic està íntimament vinculat a la puixança econòmica de la UE, també hi ha factors idiosincràtics de relleu.

L'anàlisi del cicle actual de les economies de l'EE es pot separar en dues parts. D'una banda, l'EE es caracteritza per ser una àrea amb un grau elevat d'obertura comercial a la UE, el seu soci més important, ja que captura al voltant del 75% del total de les seves exportacions.<sup>1</sup> Així, en la mesura que l'activitat a la UE ha guanyat tracció, això ha empès les exportacions de l'EE. Un altre factor clau que ha contribuït a un major creixement de l'EE és la recepció dels fons estructurals per part de la UE.<sup>2</sup>

No obstant això, la UE no explica la totalitat del cicle econòmic de l'Europa emergent. Una mostra d'això és la relació entre el creixement del PIB de cada economia de l'EE amb la de la zona de l'euro.<sup>3</sup> Tal com es pot veure al segon gràfic, malgrat que, en general, la relació entre el PIB de cada economia de l'EE amb la de la zona de l'euro és d'un a un (1 p. p. més de creixement del PIB a la zona de l'euro s'associa amb 1 p. p. més de creixement a cada país de l'EE<sup>4</sup>), la variància explicada pel PIB de la zona de l'euro amb prou feines assoleix, de mitjana, el 50% de la variància total.

Així, quins altres factors expliquen el cicle de l'EE? En la conjuntura actual, en destaquen dos: la política fiscal i la política monetària. Pel costat de la política fiscal, els governs de l'àrea han adoptat un posicionament clarament expansiu des del 2015 (vegeu el tercer gràfic). Això, tal com es tracta amb més detall a l'article «Risc polític a l'Europa emergent: fins a quin punt ens hem de preocupar?», d'aquest mateix Dossier, es pot explicar, si més no en part, per l'auge de polítiques de caire populista, aplicades, sobretot, a Polònia i a Hongria. Els plans anunciats pels respectius governs fins ara fan pensar que aquesta tendència es mantindrà en els propers anys.

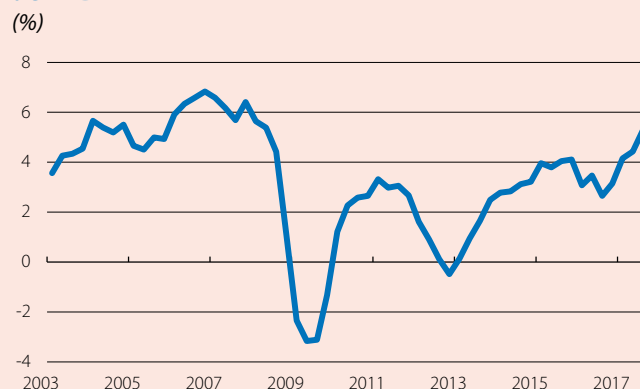
## Grau d'associació del creixement de l'Europa emergent amb la zona de l'euro \*



**Nota:** S'estima, per a cada país de l'EE, la següent equació per mínims quadrats ordinaris:  $Y_{EE} = a + \beta Y_{EZ}$ , on  $Y_{EE}$  és el creixement del PIB de cada país de l'EE i  $Y_{EZ}$  el creixement del PIB de la zona de l'euro. A l'eix vertical, mostrem els coeficients  $\beta$  estimats i, a l'eix horitzontal, el R quadrat. El R quadrat mesura el percentatge de la variància total observada explicada per la variable explicativa, és a dir, el creixement del PIB de la zona de l'euro.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

## Europa emergent: creixement ponderat del PIB \*



**Nota:** \* Europa emergent inclou Polònia, Hongria, la República Txeca, Romania, Bulgària i Eslovàquia. Ponderació per PIB de cada país.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

preocupar?», d'aquest mateix Dossier, es pot explicar, si més no en part, per l'auge de polítiques de caire populista, aplicades, sobretot, a Polònia i a Hongria. Els plans anunciats pels respectius governs fins ara fan pensar que aquesta tendència es mantindrà en els propers anys.

Pel costat de la política monetària, el tipus d'interès de referència a la majoria de països de l'EE se situa en mínims històrics i dona suport, així, al creixement de la demanda.<sup>5</sup> No obstant això, en la conjuntura actual de fort creixement de l'activitat, dels salaris i del to expansiu de la política fiscal, tot i que és veritat que la taxa d'inflació es manté al voltant de l'objectiu de les autoritats monetàries, és probable que pugui de forma més ràpida de l'esperat.<sup>6</sup> Això podria empènyer les autoritats monetàries a haver d'apujar tipus de forma més ràpida del que s'ha anunciat fins ara per evitar que les economies s'escalfin en excés. Com a mostra que la política monetària pot ser massa acomodaticia en el context actual, valgui la comparació del

1. El 2016, en una mitjana ponderada pel PIB, les economies de Polònia, Hongria, la República Txeca, Romania, Bulgària i Eslovàquia van mostrar una ràtio de la suma d'importacions i exportacions sobre el PIB 34,4 p. p. per damunt de la de la zona de l'euro.
2. El lector interessat en la qüestió dels fons estructurals destinats a l'EE pot llegir l'article «Els dividendes de la integració de l'Europa emergent a la UE», en aquest mateix Informe Mensual.
3. Utilitzem l'agregat de la zona de l'euro en lloc del de la UE, ja que la UE inclou els països de l'EE.
4. Polònia és la excepció més destacable, la qual cosa era d'esperar, atès el pes del seu mercat interior.

tipus de referència de cada país amb el tipus predit per una senzilla regla de Taylor. Tal com es pot veure al quart gràfic, en tots els casos, el tipus predit és més alt que el tipus real.<sup>7</sup>

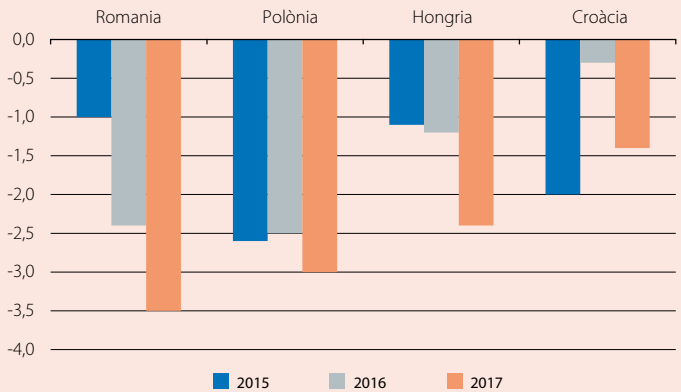
Així, cal esperar que l'EE mantindrà un fort ritme de creixement en els propers trimestres en la mesura que els factors esmentats més amunt continuaran donant suport a l'activitat, malgrat que el creixement serà una mica més moderat si les autoritats monetàries comencen a retirar l'actual grau d'estímul.

Més enllà de l'anàlisi a curt termini, cal preguntar-se fins a quin punt el bon moment que travessa la regió es podrà mantenir a mitjà i a llarg termini. Una primera anàlisi del desenvolupament de l'actual fase expansiva convida a l'optimisme, ja que, tal com es discuteix a l'article «Europa emergent: creixement amb menys riscos», d'aquest mateix Dossier, els països de l'EE estan sent capaços de mantenir un ritme elevat d'avanç sense acumular desequilibris macroeconòmics.

No obstant això, els reptes que té la regió, entre els quals destaca l'encaix de l'EE a la UE, continuen sent importants. Aquesta temàtica s'aborda a l'article «Els dividendes de la integració de l'Europa emergent a la UE», d'aquest Dossier, la principal tesi del qual és que la integració de l'EE a la UE ha estat molt beneficiosa per a l'EE, tot i que aquest impuls ha començat a perdre força. Revertir aquesta tendència dependrà molt del grau de compromís que adquireixin els països de l'àrea amb el projecte de construcció europeu. En canvi, hi ha el risc d'una deriva populista en països com Polònia i Hongria, que, a la llarga, pot desembocar en

### Dèficit ajustat pel cycle \*

(% del PIB potencial)

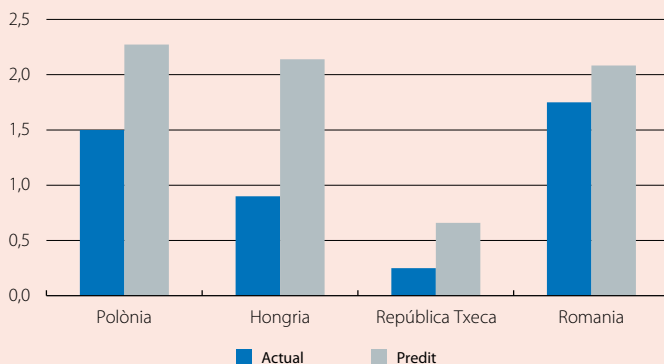


**Nota:** \* El dèficit ajustat pel cycle és una mesura que elimina els factors cíclics del còmput del dèficit (per exemple, es corregeix pel fet que les despeses per subsidis d'atur són més altes en una recessió que en una expansió).

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'IFMI.

### Tipus d'interès de referència: actual i predit \*

(%)



**Nota:** \* El tipus predit es calcula mitjançant una regressió del tipus d'interès de referència sobre el mateix tipus un període enrere, el diferencial del creixement del PIB i la seva mitjana històrica i el mateix diferencial sobre la inflació. La regressió s'estima sobre dades que arriben fins al 2016. La comparativa es fa sobre el valor del 3T 2017.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Datastream.

molt dependent de la mà d'obra barata a un de major valor afegit. El repte no és nou, però hi ha alguna regió emergent més ben preparada per dur-lo a terme?

Oriol Carreras Baquer

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

5. Els bancs centrals de Polònia, de la República Txeca i d'Hongria permeten que el tipus de canvi fluctui lliurement al mercat. Cal destacar el cas de la República Txeca, que, entre el 2013 i l'abril del 2017, va mantenir el compromís de mantenir la corona a un tipus de canvi mínim de 27 corones per euro. Aquesta mesura es va fer efectiva per combatre el risc de deflació i va ser abandonada quan el banc central va considerar que els riscos havien desaparegut.

6. En el 3T 2017, els salaris van créixer el 5% interanual a Polònia, el 7% a la República Txeca, el 12,5% a Hongria i el 15,6% a Romania.

7. La regla de Taylor usada en aquest article relaciona el tipus d'interès de referència amb la mateixa variable retardada un trimestre, la diferència entre la inflació i la mitjana històrica de la inflació i la diferència entre el creixement del PIB i la seva mitjana històrica.

8. La PTF ha passat d'explicar, aproximadament, el 60% del creixement durant el període 1998-2008 a poc menys del 40% entre el 2009 i el 2016. Per fer aquests càlculs, s'ha assumit una funció de producció amb dos factors productius: capital i treball. A més a més, les contribucions s'han calculat assumint que el percentatge de la retribució del capital sobre el total de la renda dels països és del 40%.