

## FOCUS · Creixement als emergents i condicions financeres globals: una relació compromesa

Les economies emergents experimenten una etapa dolça en matèria de creixement: des de la Gran Recessió del 2009, i fins al 2017, van créixer una mica més del 5% anual i, si es compleixen les previsions dels analistes, es mantindran en aquestes cotes en els cinc propers anys. Com ja es va comentar al Focus «Cicle expansiu als emergents: quelcom nou, quelcom vell i quelcom prestat»,<sup>1</sup> sembla indubtable que una part de l'estímul al creixement prové de l'extraordinari relaxament de les condicions financeres globals que es va iniciar després de la Gran Recessió. Però ara que la política monetària dels països avançats transita, cadascuna al seu ritme, cap a una lenta, però continuada, senda de normalització, la pregunta clau és fins a quin punt el futur enduriment de les condicions financeres globals pot afectar-ne el creixement i convertir les previsions anteriors en poc més que un brindis al sol.

Històricament, la relació entre el creixement dels emergents i els índexs de condicions financeres globals ha estat molt estreta.<sup>2</sup> Certament, correlació no implica causalitat, però, si utilitzem tècniques econòmiques més sofisticades, la relació entre les dues variables continua sent molt elevada. En concret, analitzem la capacitat d'explicar el creixement del PIB dels països emergents en funció de tres indicadors de referència: les condicions financeres,<sup>3</sup> els factors geopolítics<sup>4</sup> i la volatilitat financera (VIX). La variància del creixement explicada per aquests factors globals és molt elevada, del 70% durant el període comprès entre el 2007 i el 2012, el més afectat per la Gran Recessió i per l'inici de la política monetària no convencional, i del 55% entre el 2013 i el 2017. Del total de la variància explicada, les condicions financeres són el factor amb més pes durant els dos períodes i, a més a més, guanyen importància a mesura que ens allunyem de la crisi (vegeu el primer gràfic).

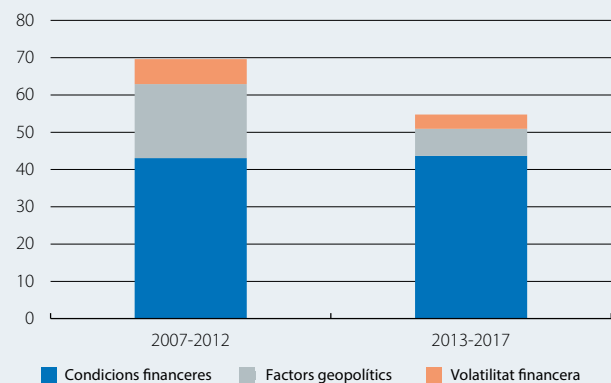
Per afinar una mica més la valoració de l'impacte que podria tenir l'enduriment de les condicions financeres sobre el creixement dels emergents, analitzem les funcions d'impuls-resposta d'un model VAR (vegeu el segon gràfic). El *shock* al qual sotmetem les economies emer-

gents correspon a un enduriment d'1,5 punts de l'índex de condicions financeres utilitzat. Aquesta magnitud sembla raonable si analitzem l'evolució històrica de les condicions financeres en èpoques d'augment de tipus d'interès als EUA i l'escenari previst per als propers anys.<sup>5</sup> Doncs bé, un enduriment de les condicions financeres d'aquest calibre, si es produís de forma sobtada, tindria un impacte sobre el creixement dels emergents proper a 1 p. p. al cap de dos trimestres. Una magnitud gens menyspreable.

Naturalment, esperem que l'enduriment de les condicions financeres es produeixi de forma molt més gradual, la qual cosa hauria de permetre que les economies emergents continuïn mantenint un ritme de creixement elevat. Però si, per exemple, la Fed ha d'accelerar el ritme de pujades de tipus, perquè les pressions salarials i/o inflacionistes acaben augmentant més del que s'esperava, l'impacte sobre els països emergents podria no ser menor.

### Factors globals que expliquen el creixement dels emergents

Contribució de cada factor a la variància explicada (%)



Font: CaixaBank Research.

### Resposta del creixement dels emergents a un shock financer global

(p. p.)



Nota: S'estima un vector autoregressiu de quart ordre que inclou dades trimestrals del creixement dels emergents, l'índex de condicions financeres globals i el VIX. Les línies discontinues representen un interval de confiança del 95%.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI, de Goldman Sachs i de Thomson Reuters Datastream.

1. Vegeu l'IM02/2018.

2. La disponibilitat d'índexs de condicions financeres globals és escassa. En aquesta anàlisi de regressió, s'utilitzarà l'índex de condicions financeres globals (ICF) de Goldman Sachs. Aquest índex sintetitza les condicions financeres mitjançant la integració de la informació que ofereixen diferents actius financers (tipus d'interès, *spreads*, cotitzacions borsàries i tipus de canvi) sobre un conjunt de països, avançats i emergents.

3. Inclouem l'ICF de Goldman Sachs, l'ICF de la Reserva Federal de Chicago, l'S&P 500, l'índex MSCI dels mercats emergents i l'índex de les borses emergents de Bloomberg.

4. S'utilitza l'índex de riscos de Jacoviello i Caldara, l'índex de conflictes de CaixaBank Research i l'índex d'incertesa política global de Baker, Bloom i Davis.

5. Serveixi també de referència que, a l'abril del 2013, en l'episodi conegut com *taper tantrum*, aquest índex va augmentar 1 p. p. en només dos mesos.