

Política monetària als emergents: dies difícils a la vista

L'etapa posterior a l'esclat de la COVID ha estat protagonitzada per la reducció de les restriccions als desplaçaments, per la dinamització de l'activitat econòmica i per la introducció de les vacunes. Però el cicle de recuperació també ha anat acompanyat del ràpid ascens dels preus de les primeres matèries i de la formació de colls d'ampolla en la cadena de subministraments. La suma d'aquests aspectes ha influït en el ritme de recuperació dels emergents, eminentment desigual, i ha alimentat el repunt de la inflació en un gran nombre d'aquests països. Davant aquest escenari, des de la primavera del 2021, molts dels seus bancs centrals han començat a plantejar el gir de les estratègies monetàries cap a un escenari menys acomodatiu i s'han anticipat al moviment als països desenvolupats.

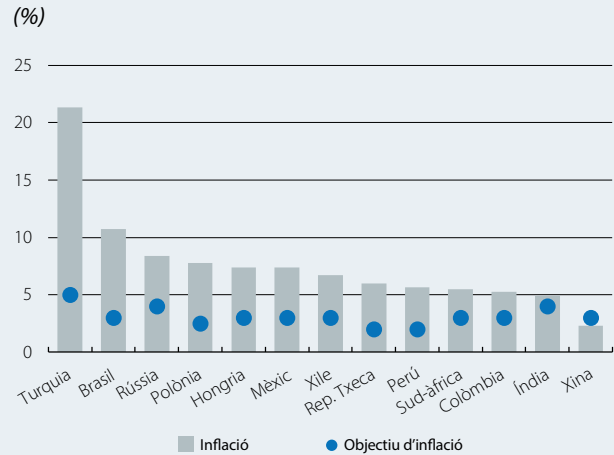
Factors que expliquen l'actuació dels bancs centrals

Si ens aturem a entendre el perquè de la resposta de les autoritats monetàries en l'escenari actual, trobem diversos detonants de rellevància. En primer lloc, la depreciació de les divises en els moments més incerts de la pandèmia. Cal esmentar que els bancs centrals d'aquests països solen reaccionar de forma més notable davant les variacions en el tipus de canvi de les divises que els de les economies avançades.¹ En segon lloc, i com hem apuntat més amunt, el ràpid increment de les taxes d'inflació. Ja, en el 2T 2021, en un terç d'aquests països (com, per exemple, Turquia, Rússia, el Brasil, Mèxic, l'Índia, Filipines, Hongria i Polònia), l'IPC es va situar per damunt de l'objectiu d'inflació dels bancs centrals,² arran, principalment, de l'encariment dels aliments i de l'energia i de la composició de les cistelles de preus³ (vegeu el primer gràfic).

En tercer lloc, la pressió de l'augment dels dèficits fiscals, incrementats durant la pandèmia, sobre els deutes sobirans d'alguns països, ja prou inflats (com en el cas de Sud-àfrica i del Brasil), i la necessitat urgent de finançament. Malgrat que, en els últims anys, ha augmentat el nombre de països que s'han pogut endeutar en divisa local, alguns d'ells encara tenen un percentatge elevat del deute extern en dòlars, la qual cosa els exposa molt als moviments en la política de la Fed. Finalment, hi hauria les motivacions de cada banc central emergent d'avançar la

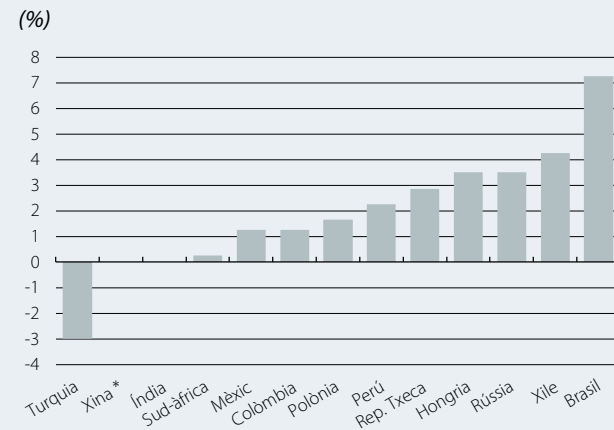
1. Aquesta funció de reacció s'ha vist modificada amb el desenvolupament dels mercats financers d'aquestes economies, tot i que encara és major que a les avançades. Vegeu «[Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence \(bis.org\)](#)» i «[The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19 \(rba.gov.au\)](#)».
 2. Al 65% dels països emergents, les polítiques monetàries estan enquadrades en règims de metes d'inflació.
 3. Vegeu el Focus «[El repunt dels preus de les primeres matèries i el seu impacte sobre la inflació](#)», a l'IM09/2021.

Emergents: taxes d'inflació



Nota: Dades a 22 de desembre del 2021.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades dels bancs centrals i de Bloomberg.

Emergents: variació dels tipus d'interès de referència el 2021



Notes: * A la Xina, s'ha pres com a referència el tipus d'interès de préstec. Dades a 22 de desembre del 2021.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades dels bancs centrals i de Bloomberg.

pujada de tipus d'interès a la de la Reserva Federal,⁴ per evitar una sortida intensa de fluxos de capital estranger de les economies i el tensionament de les condicions financeres (com va succeir el 2013, quan la Fed va anunciar la retirada dels estímuls monetaris, *taper tantrum*).

Política monetària en el present

Des de l'estiu, la dinàmica del cicle de normalització monetària s'ha accelerat a molts països emergents. El millor exemple d'aquesta circumstància el trobem a les principals economies de l'Amèrica Llatina. Les seves autoritats monetàries s'enfronten a la gestió del repunt de la

4. Des de la dècada dels vuitanta, molts estudis han mostrat que el diferencial entre els tipus d'interès dels *treasuries* i els bons sobirans dels mercats emergents han determinat, en gran part, la demanda de deute dels països emergents.

inflació en un entorn en què els governs mantenen la pressió de la despesa pública, per combatre la pobresa agreujada per la pandèmia, i en què els aspectes idiosincràtics particulars de cada país⁵ han alimentat la inestabilitat del tipus de canvi de les divises. Aquestes circumstàncies han comportat que, per exemple, el banc central del Brasil hagi protagonitzat la pujada de tipus d'interès més gran a nivell mundial el 2021 (vegeu el segon gràfic). Així mateix, la necessitat d'ancoratge de les expectatives d'inflació a mitjà termini ha influït sobre la majoria de les decisions dels bancs centrals de les principals economies de l'Europa emergent (Rússia, Polònia, Hongria i la República Txeca).

Paral·lelament, hi ha el grup de bancs centrals que encara no han pujat els tipus d'interès, però que han deixat les portes obertes a actuacions similars en els propers mesos. Aquest és el cas de les autoritats monetàries de les principals economies de l'Àsia emergent (l'Índia, Indonèsia, Filipines, Malàisia i Tailàndia), on la inflació s'ha mostrat més continguda davant la volatilitat dels preus energètics i les disrupcions de les cadenes de subministrament.

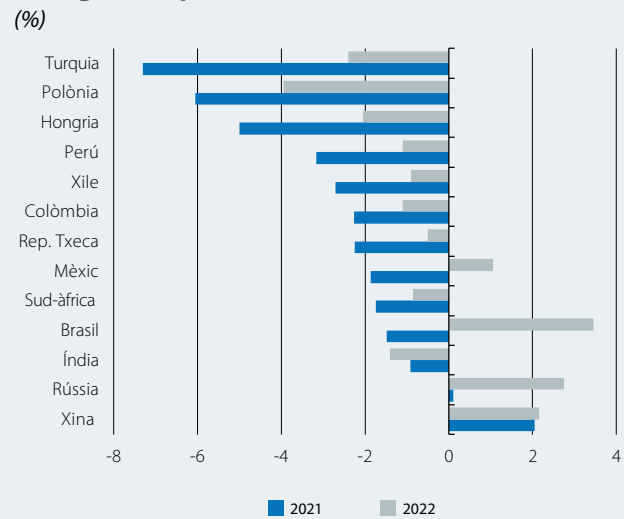
No obstant això, hi ha dues grans excepcions a aquestes polítiques monetàries: Turquia i la Xina. A Turquia, des del setembre, el banc central està duent a terme una política monetària no ortodoxa (ha rebaixat els tipus d'interès en 500 p. b., fins al 14%), tot i que la inflació interanual quadruplica l'objectiu de preus del banc central i la seva divisa travessa un episodi de feblesa rellevant. A la Xina, el Banc Popular ha optat per mantenir sense canvis la política monetària des de l'inici de la pandèmia i ha utilitzat de forma esporàdica eines alternatives, com la ràtio de reserves de la banca, per relaxar l'apreciació del iuan enfront del dòlar.

Política monetària en el futur

De cara al nou any, tots els indicadors avançats apunten al fet que, en els propers trimestres, es mantindrà el cicle de pujades de tipus d'interès al bloc emergent. Així ho perceben també els inversors, que anticipen que l'ajust monetari pot ser més ràpid i bruscat que a les economies avançades. L'augment dels pendents de les corbes sobiranes als principals països emergents, superior al de la corba nord-americana, a més de mostrar la sensibilitat a la normalització monetària de la Fed, anticipa el propòsit de les autoritats monetàries emergents de millorar la credibilitat de cara als inversors, però, sobretot, de mantenir la continuïtat de l'entrada dels fluxos d'inversió cap al seu deute en divisa local.

5. Entre aquests aspectes, destacaríem el risc de sostenibilitat del deute públic al Brasil, la dependència dels fluxos de capital estrangers a Mèxic, l'excés de dèficit fiscal a Xile, la inestabilitat política al Perú i la pressió del deute extern a Colòmbia.

Emergents: tipus d'interès reals



Notes: Els tipus reals són la diferència entre els tipus d'interès de la política monetària i la taxa d'inflació. Dades a 22 de desembre del 2021.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

En aquesta ocasió, però, s'espera que l'orientació de la política monetària de la Fed després de la pandèmia tingui un efecte més contingut sobre les finances dels emergents que el 2013, a causa de la composició actual del seu deute extern, amb un major percentatge en moneda local,⁶ com hem apuntat més amunt. D'altra banda, malgrat les pujades recents de tipus d'interès, a la majoria de països emergents, els tipus d'interès reals s'han mantingut en territori negatiu i han atorgat un entorn relativament favorable per a la recuperació econòmica, aspecte que s'espera que es mantingui l'any vinent (vegeu el tercer gràfic).

El que és clar és que el 2022 no serà un any fàcil per als bancs centrals dels països emergents, quelcom que succeeix sempre que la Fed inicia un procés de pujada dels tipus d'interès.

Beatriz Villafranca

6. Les emissions de deute en divisa local s'han accelerat després de la crisi del 2013, ja que atorguen una certa protecció a les finances domèstiques davant l'augment de les tensions externes. Vegeu «[The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19](#)» (rba.gov.au).