

## Els emergents davant les pujades de tipus dels EUA i les últimes turbulències financeres

La Fed s'ha vist obligada a donar una resposta contundent per contenir l'avanç de la inflació i per ancorar les seves expectatives: en cap altre cicle de pujades anterior, el tipus de referència havia pujat tant (500 p. b.) en un espai de temps tan breu (poc més d'un any), la qual cosa ha provocat un tensionament important de les condicions financeres a nivell mundial. Quines repercussions té això sobre les economies emergents?

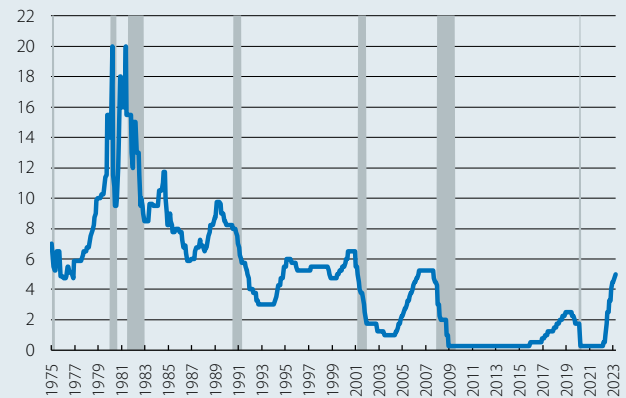
En les quatre últimes dècades, els països emergents han patit diverses crisis al llarg dels diferents cicles d'enduriment monetari als EUA, amb un cost econòmic i financer molt elevat. Tot i que les causes de cada episodi són diferents (les pujades de tipus de la Fed sí que estan més directament relacionades amb la crisi del deute a l'Amèrica Llatina al començament dels vuitanta i amb la del peso mexicà el 1994), el que és cert és que les decisions de política monetària de la Fed incideixen en les condicions financeres globals, i això té un efecte potencialment negatiu sobre les economies emergents més vulnerables.

A més a més, l'impacte d'una pujada de tipus sobre els mercats financers globals no sempre és el mateix, sinó que depèn del motiu d'aquesta pujada, com ho ha analitzat recentment el Banc Mundial.<sup>1</sup> Segons el seu informe, els detonants que cal seguir són: (i) un xoc d'inflació, (ii) l'anticipació dels mercats d'un major tensionament de la política monetària, o (iii) un xoc positiu de creixement. L'experiència històrica ens assenyalava que, si les pujades de tipus tenen a veure amb els dos primers aspectes, és més probable assistir a efectes indirectes adversos sobre els mercats emergents, ja que, en les dues situacions, hi concorren la desacceleració econòmica als EUA i el deteriorament de la confiança dels inversors. El contrari succeeix quan les pujades de tipus responen a un xoc positiu de creixement. La mala notícia és que el cicle de pujades de tipus iniciat per la Fed el 2022 respon, principalment, als dos primers grups de factors.

A més a més, en aquestes circumstàncies, les economies emergents que es veuen pressionades acostumen a travessar episodis de pèrdua de valor de les seves divises. En aquest sentit, durant el 2022, diferents divises emergents van patir una depreciació significativa en relació amb el dòlar, superior al 15% en el cas de la lira turca, del peso colombià, del peso argentí, de la lliura egípcia i d'altres divises dels emergents frontera i de renda baixa.

1. Vegeu World Bank Group, «How Do Rising U.S. Interest Rates Affect Emerging and Developing Economies? It Depends», desembre del 2022.

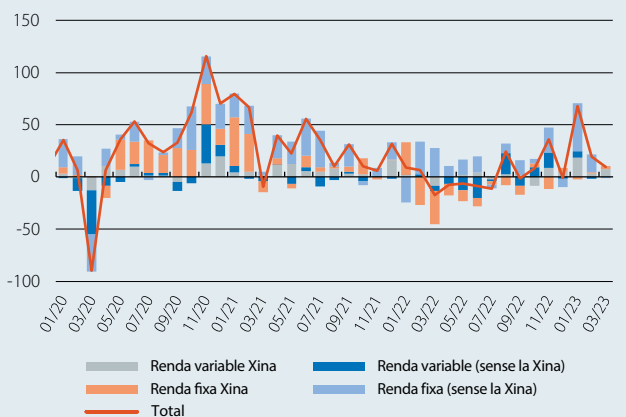
### EUA: tipus d'interès de la política monetària (%)



**Nota:** Marquem en gris els períodes de recessió econòmica als EUA segons el National Bureau of Economic Research.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal i del National Bureau of Economic Research.

### Mercats emergents: entrades netes de capital estranger (Milers de milions de dòlars)



**Nota:** Fluxos de cartera nets d'inversors estrangers a les economies emergents.

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

### Primeres conseqüències per als mercats emergents

L'impacte del tensionament de les condicions monetàries als EUA no havia estat tan intens com en cicles anteriors fins que la inestabilitat a la banca nord-americana, al començament de març, va provocar una sacsejada als mercats financers globals. Fins a aquesta data, l'avançament en la normalització de les polítiques monetàries d'una bona part dels emergents (en alguns casos, com a l'Amèrica Llatina, va començar al final del 2021) va afavorir l'ampliació dels diferencials de tipus reals en relació amb els de les economies avançades i va contribuir a la resistència dels mercats emergents durant una gran part del 2022. No obstant això, els últims esdeveniments d'inestabilitat

financera han intensificat la reducció d'aquest diferencial, en detriment dels emergents. Aquesta correcció és especialment severa a l'Amèrica Llatina, on, a més a més (i més enllà de casos extrems, com els patits a Veneçuela i a l'Argentina), la inflació persisteix més del que seria desitjable en nivells elevats, malgrat les pujades de tipus dels bancs centrals.

Un altre aspecte rellevant és l'impacte que les decisions de la Fed haurien tingut sobre els fluxos d'inversió estrangera cap a les economies emergents. Des de l'inici d'enguany, una menor apetència pel risc, arran del temor a una desacceleració de l'economia mundial, unida a la reducció dels diferencials sobirans emergents en relació amb els *treasuries*, fa menys atractives les inversions en els actius financers d'aquests països i, en especial, en aquells denominats en divisa local. D'altra banda, durant el mes de març, les turbulències financeres viscudes als EUA i a Europa després de la caiguda del Silicon Valley Bank van augmentar de manera significativa la inestabilitat dels mercats financers, però, malgrat que l'impacte va ser més notable als mercats de les economies desenvolupades que als mercats emergents, aquests últims no n'han sortit indemnes.<sup>2</sup>

De fet, segons les dades de l'Institut Internacional de Finances (IIF), a causa d'aquest fort augment de l'aversió al risc, només al març, els fluxos nets d'inversió cap als emergents van recular el 52%, amb una concentració de les majors reduccions en la renda fixa (pública i privada). Així, l'evolució futura de la inversió estrangera en aquests països s'enfronta a riscos importants, en un entorn ja exigent. D'una part, el seu nivell de deute es troba en màxims històrics<sup>3</sup> després de diversos anys de condicions de finançament laxes. I, de l'altra, des de la pandèmia, els inversors discriminen amb més rigor les inversions en funció de la qualificació creditícia dels països emissors. Això explica que les noves emissions de deute dels països amb dèficits externs més elevats siguin gairebé inexistent.

### La Xina, un cas particular

A diferència d'una bona part de les economies emergents, la Xina no s'ha vist obligada a endurir les condicions monetàries per contenir la inflació, ja que l'aplicació de la política de COVID zero va provocar un refredament important de l'economia, amb el consegüent impacte desinflationista: el 2022, la mitjana va ser del 2,0% i, durant l'any, ha reculat fins al 0,7%. De fet, el banc central ha

2. En part, gràcies a la diferent composició dels balanços de la banca als emergents, on la presència de dipòsits minoristes i de deute a mitjà termini és predominant, en relació amb una cartera d'actius *mark to market* (a preus corrents de mercat) menys rellevant, contràriament al que succeeix a la banca de les economies avançades.

3. Segons l'IIF, el 2022 el deute dels països emergents va assolir la xifra rècord de 98 bilions de dòlars, el 30% superior a la del 2019, i la ràtio de deute sobre el PIB es va situar en el 250%.

### Mercats emergents: índex de condicions financeres

Desviació típica (punts)



Nota: Calculat amb indicadors financers de 13 economies emergents.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Capital Economics i de Refinitiv.

estat aplicant una política clarament expansiva per sostenir el creixement de l'economia en aquest context de política sanitària, els efectes de la qual es van veure intensificats per la desacceleració de la demanda dels principals socis comercials. A més a més, la Xina tampoc té un problema d'accés al crèdit als mercats financers, ja que el seu deute extern amb prou feines representa el 15% del PIB, i, a més a més, el seu nivell de reserves supera, en més del 15%, el seu estoc total de deute extern. Per tant, la Xina és menys vulnerable a episodis d'inestabilitat financera global o a un tensionament de les condicions financeres globals. No obstant això, un dels principals problemes del sistema financer xinès és la seva elevada exposició al deute corporatiu: en el 3T 2022, era gairebé el 160% del PIB. La major part d'aquest deute està emès per empreses de naturalesa pública (amb nivells elevats de palanquejament) i amb un calendari de venciments molt concentrat en el curt termini. Aquest problema és especialment rellevant als bancs regionals, i el banc central mateix de la Xina reconeixia que hi havia unes 300 entitats d'alt risc.

En conclusió, sembla que l'augment de la inestabilitat financera afecta, principalment, les economies emergents més dependents de l'estalvi extern per finançar-se. Aspectes com els elevats dèficits per compte corrent o els alts percentatges de deute extern a curt termini són una font de fragilitat per a les seves divises, la depreciació de les quals seria un dels principals indicadors del seu risc. En aquest sentit, i com es desenvoluparà en un pròxim Focus, podem avançar que, el 2023, entre les economies més exposades a un canvi en el sentiment dels inversors destaquen Turquia, l'Argentina, Malàisia, Xile, el Perú, Colòmbia, Sud-àfrica i Egipte.

Beatriz Villafranca i Rita Sánchez Soliva