

FOCUS · ¿Qué bancos centrales emergentes tendrán que seguir la estela de la Fed?

Con dos subidas en tan solo tres meses, el proceso de normalización del tipo oficial de la Reserva Federal estadounidense (Fed) parece bien encarrilado. Con esta perspectiva, el debate sobre la tendencia de los bancos centrales emergentes a replicar las decisiones del banco central estadounidense vuelve a un primer plano por las implicaciones que podría tener para los activos financieros emergentes y, en general, para la actividad económica de los países en cuestión. Pero no todos los países emergentes están condenados a seguir a la Fed en su proceso de normalización.

Después de los diversos episodios de crisis sucedidos en los años ochenta y noventa, varios países emergentes decidieron implementar reformas estructurales para reducir su vulnerabilidad frente a choques externos. En particular, la adopción de un tipo de cambio flexible fue una de las medidas claves que se implementó a partir de finales de los años noventa en muchos países.

El mantenimiento de un tipo de cambio fijo puede ser útil en países emergentes que quieren impulsar el comercio exterior, ya que, al reducirse la incertidumbre sobre el tipo de cambio, pueden ser más atractivos para los inversores internacionales. Sin embargo, para mantener el tipo de cambio fijo, en general con el dólar, los bancos centrales se veían forzados a seguir la estela de la Fed, lo que en algunos casos les llevó a implementar unas condiciones monetarias que no eran las más apropiadas para su economía.

Así, tras la liberalización de los tipos de cambio en muchos países emergentes, ahora la presión para que sigan a la Fed debería ser menor. Sin embargo, en varios países se sigue observando cierto seguidismo de la política monetaria estadounidense. Concretamente, este patrón se observa en muchos de los países que presentan un déficit por cuenta corriente. Estos países son más dependientes de los flujos de financiación internacional y, por tanto, aunque dispongan de un tipo de cambio flexible, en los últimos años sus respectivos bancos centrales han ido aumentando los tipos de interés oficiales para evitar depreciaciones pronunciadas de su moneda y seguir siendo atractivos para los inversores internacionales.

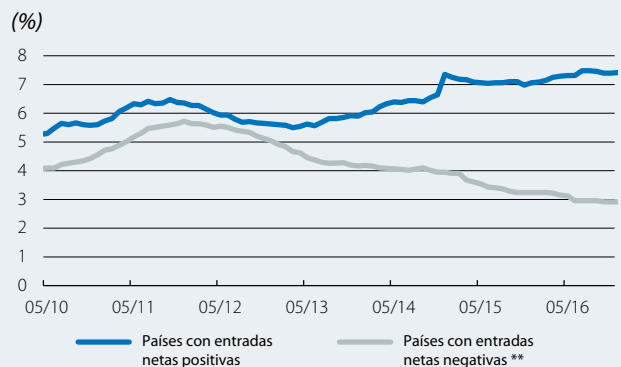
Según un estudio de la Reserva Federal de Dallas,¹ este tipo de acciones se ha concentrado en los países emergentes que en los últimos años han presentado una entrada neta de capitales en deuda. En cambio, los países en los que las entradas de capitales se han centrado en otro tipo de inversiones, como la inversión extranjera directa, no se observa este patrón. La razón: la inversión en deuda, ya sea soberana o corporativa, es mucho más líquida y, por tanto, más susceptible a cambios en el sentimiento inver-

sor. En cambio, la inversión extranjera directa suele hacerse con una visión de más largo plazo.

Así, según el estudio de la Reserva Federal de Dallas, los bancos centrales de los países emergentes que presentaron entradas netas de capitales en deuda en 2014 tienen una mayor sensibilidad ante una subida del *fed funds* (véase el segundo gráfico). Por ejemplo, se estima que una subida de 100 p. b. del *fed funds* se traduce, *ceteris paribus*, en una subida del tipo de referencia de 27 p. b. en Turquía, un país muy dependiente de las entradas de capitales en deuda. Al otro lado del espectro, en Hungría un aumento del *fed funds* de la misma magnitud se traduce en una subida del tipo de referencia de 16 p. b.

En los próximos trimestres, por tanto, cabría esperar una mayor propensión a subir los tipos de interés en los bancos centrales de países como Turquía, Rusia o Sudáfrica, que han mostrado en los últimos años importantes entradas de inversión en deuda.

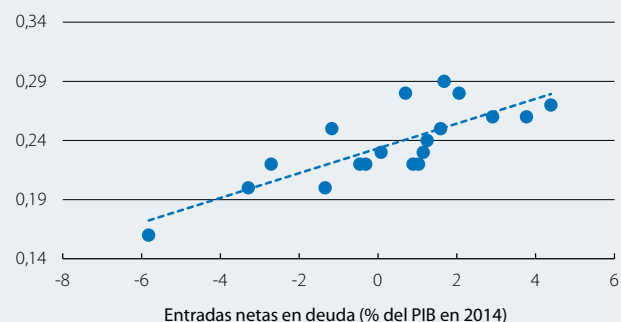
Tipos oficiales de los bancos centrales emergentes según las entradas netas en deuda *



Notas: * Promedio simple del tipo oficial agrupado según las entradas netas de capitales en deuda (2014). ** Entradas netas negativas indican desinversiones.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Reserva Federal de Dallas.

Impacto de una subida del *fed funds* en los tipos de referencia emergentes *

Coficiente de sensibilidad del tipo oficial del banco emergente



Nota: * El eje vertical indica el impacto en p. b. de una subida de 100 p. b. del *fed funds* sobre el tipo de referencia del banco central emergente.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y de la Reserva Federal de Dallas.

1. Scott Davis, J. (2016), «Emerging-Market Debtor Nations Likely to Follow Fed Rate Boosts», Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter.