

## FOCUS · Política monetaria emergente y condiciones macroeconómicas internas

La dependencia de los bancos centrales emergentes de su homólogo estadounidense es un tema recurrente en el debate sobre la política monetaria emergente. Este asunto cobra aún más relevancia en el contexto actual de normalización de la política monetaria estadounidense. Asimismo, la mayor integración de los países emergentes a la economía mundial ha incrementado la sensibilidad de la política monetaria que llevan a cabo los bancos centrales emergentes a la que realiza la Fed.<sup>1</sup> Pero la política monetaria emergente depende también, en gran parte, de las condiciones macroeconómicas internas de cada país, especialmente tras la tendencia a una mejor flexibilización de los tipos de cambio. Así, en este artículo, también ponemos el foco en las condiciones macroeconómicas de las principales economías emergentes y sus implicaciones para la política monetaria que deben llevar a cabo sus bancos centrales.

Una herramienta habitualmente utilizada para evaluar si la política monetaria de un país es adecuada para sus condiciones económicas es la regla de Taylor, denominada así por el economista estadounidense que la desarrolló en la década de los noventa. Básicamente, esta regla proporciona una estimación del nivel al cual el banco central debería situar el tipo de interés dadas las condiciones macroeconómicas de su país.

La estimación de esta regla<sup>2</sup> para cinco de los principales bancos centrales emergentes pone de relieve varios elementos sobre la evolución de la política monetaria emergente a lo largo de la última década. Primero, en el periodo que se inicia justo después de la crisis, a finales de 2008, y hasta finales de 2010, se observa una notable alineación entre los tipos oficiales de los bancos centrales y el tipo dibujado por la regla de Taylor. Después, a partir de 2010, el tipo oficial se sitúa por debajo del que sugiere la regla de Taylor, lo que apunta a que los bancos centrales emergentes implementaron una política monetaria más laxa de lo que las condiciones macroeconómicas internas requerían. Finalmente, desde finales de 2016, el tipo oficial sigue relativamente desconectado del nivel estimado por la regla de Taylor, pero esta vez en sentido inverso, ya que la regla de Taylor apunta a que la política monetaria emergente está siendo más restrictiva de lo necesario (véase el gráfico adjunto).

1. Para más detalles sobre este asunto, véase el Focus «¿Qué bancos centrales emergentes tendrán que seguir la estela de la Fed?» del IM05/2017.  
2. La especificación del modelo utilizado es la siguiente:  $i = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 0.5c(u - u^*)$ , donde  $i$  es el tipo de interés de referencia nominal,  $r^*$  el tipo real de equilibrio,  $\pi$  la tasa de inflación,  $\pi^*$  la tasa de inflación objetivo,  $c$  es un coeficiente a estimar,  $u$  la tasa actual de desempleo y  $u^*$  la tasa de pleno empleo (NAIRU, por sus siglas en inglés).

Uno de los principales elementos que explica la diferencia entre la política monetaria que se ha llevado cabo en los países emergentes y la recomendada por la regla de Taylor desde la crisis financiera es, precisamente, la política monetaria implementada en EE. UU. Por ejemplo, entre los años 2010 y 2016, las medidas ultraexpansivas adoptadas por la Fed presionaron a los bancos centrales emergentes a adoptar una política más laxa de lo que las condiciones macroeconómicas de sus respectivos países requerían. De no haber acomodado, en parte, la política monetaria a las condiciones financieras internacionales que la política de la Fed propició, su moneda se hubiera apreciado, lo que habría erosionado sus exportaciones y habría presionado a la baja la inflación. En cambio, desde que la Fed empezó a normalizar su política monetaria, los bancos centrales emergentes han mantenido un tono más restrictivo de lo que sugieren las condiciones macroeconómicas de sus países para evitar una mayor depreciación de sus monedas.

De cara al futuro, se espera que el tono de la política monetaria de los principales bancos centrales emergentes sea algo más laxo. De todas formas, la continuación del proceso de normalización de las condiciones monetarias en EE. UU. hará que estos tengan que mantener una política monetaria algo más restrictiva de lo deseado.

### Índice de política monetaria emergente según la regla de Taylor \*



Notas: \* Promedio simple con los cinco bancos centrales emergentes seleccionados (Brasil, China, México, Rusia y Turquía). \*\* Previsiones tipos oficiales CaixaBank Research.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Thomson Reuters Datastream.