

Política monetaria en los emergentes: días difíciles a la vista

La etapa posterior al estallido de la COVID ha estado protagonizada por la reducción de las restricciones a los desplazamientos, la dinamización de la actividad económica y la introducción de las vacunas. Pero el ciclo de recuperación también ha venido acompañado del rápido ascenso de los precios de las materias primas y de la formación de cuellos de botella en la cadena de suministros. La suma de estos aspectos ha influido en el ritmo de recuperación de los emergentes, eminentemente desigual, y ha alimentado el repunte de la inflación en un gran número de estos países. Ante este escenario, desde la primavera de 2021, muchos de sus bancos centrales comenzaron a plantear el giro de sus estrategias monetarias hacia un escenario menos acomodaticio, anticipándose al movimiento en los países desarrollados.

Factores detrás de la actuación de los bancos centrales

Si nos detenemos a entender el porqué de la respuesta de las autoridades monetarias en el escenario actual, encontramos varios detonantes de relevancia. En primer lugar, la depreciación de sus divisas en los momentos de mayor incertidumbre por la pandemia. Cabe mencionar que los bancos centrales de estos países suelen reaccionar de forma más notable ante variaciones en el tipo de cambio de sus divisas que los de las economías avanzadas.¹ En segundo lugar, y como apuntábamos anteriormente, el rápido incremento de las tasas de inflación. Ya en el 2T 2021, en un tercio de estos países (como, por ejemplo, Turquía, Rusia, Brasil, México, India, Filipinas, Hungría y Polonia) el IPC se situaba por encima del objetivo de inflación de sus bancos centrales,² resultado principalmente del encarecimiento de los alimentos y la energía y de la composición de sus cestas de precios³ (véase el primer gráfico).

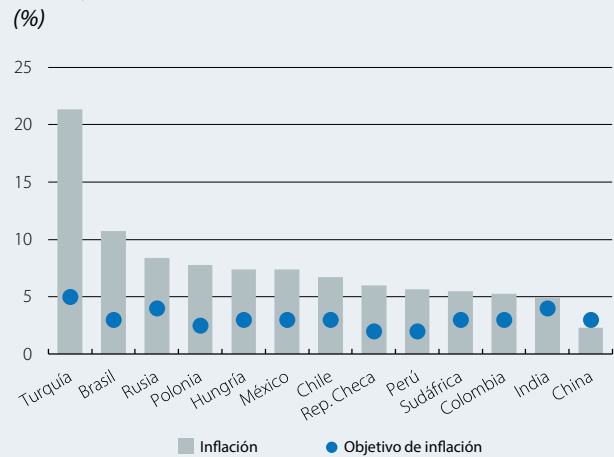
En tercer lugar, la presión del aumento de los déficits fiscales, acrecentados durante la pandemia, sobre las ya de por sí abultadas deudas soberanas de algunos países (como en Sudáfrica y Brasil), y su acuciante necesidad de financiación. A pesar de que en los últimos años ha crecido el número de países que han podido endeudarse en divisa local, algunos de ellos todavía tienen un elevado porcentaje de su deuda externa en dólares, lo que les expone sobremedida a los movimientos en la política de la Fed. Finalmente, estarían las motivaciones de cada banco cen-

1. Esta función de reacción se ha visto modificada con el desarrollo de los mercados financieros de estas economías, aunque todavía es mayor que en las avanzadas. Véase: «[Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence \(bis.org\)](#)» y «[The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19 \(rba.gov.au\)](#)».

2. Las políticas monetarias en el 65% de los países emergentes están encuadradas en regímenes de metas de inflación.

3. Véase el Focus «[El repunte de los precios de las materias primas y su impacto en la inflación](#)» en el IM09/2021.

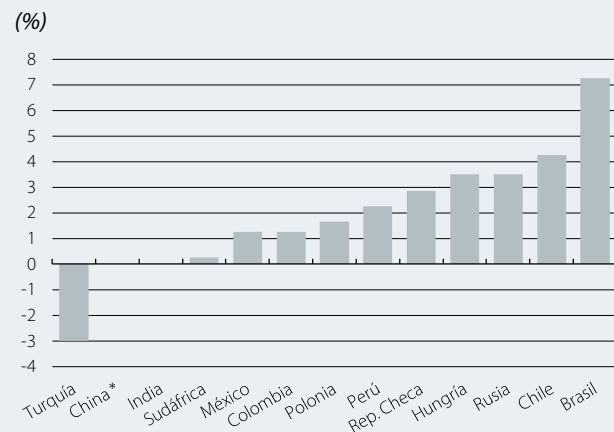
Emergentes: tasas de inflación



Nota: Datos a 22 de diciembre de 2021.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de bancos centrales y Bloomberg.

Emergentes: variación de los tipos de interés de referencia en 2021



Notas: * En China se ha tomado como referencia el tipo de interés de préstamo. Datos a 22 de diciembre de 2021.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de bancos centrales y Bloomberg.

tral emergente de adelantar su alza de tipos de interés al de la Reserva Federal,⁴ para evitar una intensa salida de flujos de capital extranjero de sus economías y el tensionamiento de sus condiciones financieras (como ocurrió en 2013 cuando la Fed anunció la retirada de los estímulos monetarios, *taper tantrum*).

Política monetaria en el presente

Desde el verano, la dinámica del ciclo de normalización monetaria se ha acelerado en numerosos emergentes. El mejor ejemplo de esta circunstancia lo encontramos en las principales economías de América Latina. Sus autori-

4. Desde la década de los ochenta, numerosos estudios han mostrado que el diferencial entre los tipos de interés de los *treasuries* y los bonos soberanos de los mercados emergentes han determinado, en gran medida, la demanda de deuda de los países emergentes.

dades monetarias se enfrentan a la gestión del repunte de la inflación en un entorno donde los gobiernos mantienen la presión del gasto público, para combatir la pobreza agravada por la pandemia, y donde los aspectos idiosincráticos particulares de cada país⁵ han alimentado la inestabilidad del tipo de cambio de sus divisas. Estas circunstancias han llevado a que, por ejemplo, el banco central de Brasil haya protagonizado la mayor subida de los tipos de interés a nivel mundial en 2021 (véase el segundo gráfico). Asimismo, la necesidad de anclaje de sus expectativas de inflación a medio plazo ha influido en la mayoría de las decisiones de los bancos centrales de las principales economías de Europa emergente (Rusia, Polonia, Hungría y República Checa).

Paralelamente, se encuentra el grupo de bancos centrales que aún no han subido sus tipos de interés, pero que han dejado las puertas abiertas a actuaciones similares en los próximos meses. Este es el caso de las autoridades monetarias de las principales economías de Asia emergente (India, Indonesia, Filipinas, Malasia y Tailandia) donde la inflación se ha mostrado más contenida ante la volatilidad de los precios energéticos y las interrupciones de las cadenas de suministro.

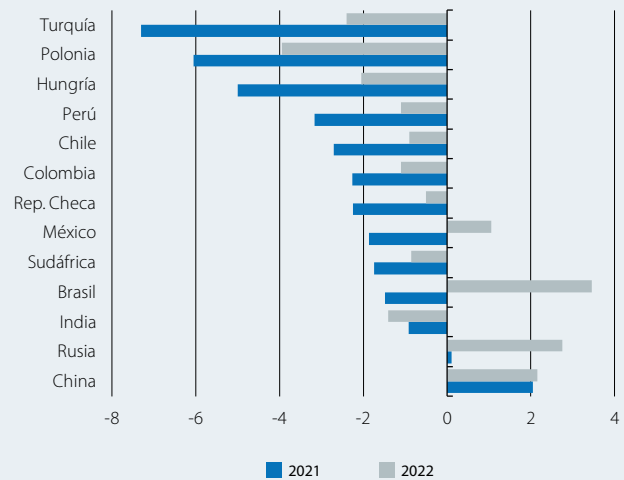
No obstante, existen dos grandes excepciones a tales políticas monetarias: Turquía y China. En la primera, desde septiembre el banco central turco está llevando a cabo una política monetaria no ortodoxa (ha rebajado los tipos de interés 500 p. b. hasta el 14%) a pesar de que la inflación interanual cuadruplica el objetivo de precios del banco central y su divisa atraviesa un episodio de relevante debilidad. En la segunda, el Banco Popular de China ha optado por mantener sin cambios su política monetaria desde el inicio de la pandemia y se ha apoyado en el uso esporádico de herramientas alternativas, como la ratio de reservas de la banca, para relajar la apreciación del yuan frente al dólar.

Política monetaria en el futuro

De cara al nuevo año, todos los indicadores adelantados apuntan a que el ciclo de subidas de tipos de interés en el bloque emergente se mantendrá durante los próximos trimestres. Así lo perciben también los inversores, que anticipan que el ajuste monetario puede ser más rápido y brusco que en las economías avanzadas. El aumento de las pendientes de las curvas soberanas en los principales países emergentes superior al de la curva estadounidense, además de mostrar la sensibilidad a la normalización monetaria de la Fed, anticipa el propósito de las autoridades monetarias emergentes de mejorar su credibilidad de cara a los inversores, pero sobre todo de mantener la con-

5. Entre estos aspectos señalaríamos el riesgo de sostenibilidad de la deuda pública en Brasil, la dependencia de los flujos de capital extranjeros en México, el exceso de déficit fiscal en Chile, la inestabilidad política en Perú y la presión de la deuda externa en Colombia.

Emergentes: tipos de interés reales (%)



Notas: Los tipos reales son la diferencia entre los tipos de interés de la política monetaria y la tasa de inflación. Datos a 22 de diciembre de 2021.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

tinuidad de la entrada de los flujos de inversión hacia su deuda en divisa local.

En esta ocasión, sin embargo, se espera que la orientación de la política monetaria de la Fed tras la pandemia tenga un efecto más contenido sobre las finanzas de los emergentes que en 2013, debido a la composición actual de su deuda externa, con un mayor porcentaje de esta en moneda local,⁶ como apuntábamos anteriormente. De otra parte, a pesar de las recientes subidas de tipos de interés, en la mayoría de los países emergentes los tipos de interés reales se han mantenido en territorio negativo y han otorgado un entorno relativamente favorable para la recuperación económica, aspecto que se espera que se mantenga el próximo año (véase el tercer gráfico).

Lo que está claro es que 2022 no va a ser un año fácil para los bancos centrales de los países emergentes, algo que ocurre siempre que la Fed inicia un proceso de subida de los tipos de interés.

Beatriz Villafranca

6. Las emisiones de deuda en divisa local se han acelerado tras la crisis de 2013, debido a que otorgan cierta protección a las finanzas domésticas ante el aumento de tensiones externas. Véase «[The Response by Central Banks in Emerging Market Economies to COVID-19](https://www.frb.org/publications/2014/03/the-response-by-central-banks-in-emerging-market-economies-to-covid-19)» (rba.gov.au).