

## Las economías emergentes responden a las presiones de los mercados<sup>1</sup>

La reducción de posiciones en las economías de mercado emergentes se reanudó con gran intensidad hacia finales de 2013, conforme sus débiles perspectivas de crecimiento continuaban alejándose del optimismo imperante en los mercados maduros y a medida que la política monetaria estadounidense reducía el flujo de dinero laxo. Las señales de debilitamiento económico y riesgos financieros crecientes en China también inquietaron a los inversores. Como consecuencia se produjeron salidas de inversiones de cartera y caídas de los valores de los activos. En paralelo, algunas monedas de mercados emergentes registraron fuertes depreciaciones, lo que indujo a las autoridades a defenderlas subiendo las tasas de interés oficiales e interviniendo en los mercados de divisas.

Aunque, en promedio, la dinámica de los tipos de cambio durante el episodio de ventas generalizadas de enero fue similar a la de mediados de 2013, las causas subyacentes fueron distintas. Tras el inesperado anuncio oficial de que la Reserva Federal preveía suprimir gradualmente («*tapering*») sus compras de deuda a gran escala, las fuertes depreciaciones registradas en el episodio precedente tendieron a recaer en las monedas de economías de mercado emergentes con abultados desequilibrios externos, alta inflación o rápido crecimiento del crédito interno. Esta vez, sin embargo, las depreciaciones reflejaron incertidumbres políticas y diferencias en las perspectivas de crecimiento. Los bancos centrales de las economías de mercado emergentes también intervinieron mucho más enérgicamente en esta ocasión, logrando estabilizar y, en ciertos casos, fortalecer sus divisas.

En las economías avanzadas, los mercados continuaron subiendo durante las primeras semanas de 2014. Allí, los inversores se impulsaron en los compromisos políticos de apoyo al crecimiento, así como en sorpresas económicas positivas, especialmente en la zona del euro y el Reino Unido. Así pues, obviaron el anuncio y posterior inicio del «*tapering*» estadounidense. El estrechamiento de los diferenciales de rendimiento continuó hasta mediados de enero, mientras los

<sup>1</sup> Este artículo ha sido elaborado por el Departamento Monetario y Económico del BPI. Las preguntas acerca del mismo pueden dirigirse a Mathias Drehmann ([mathias.drehmann@bis.org](mailto:mathias.drehmann@bis.org)) y Nikola Tarashev ([nikola.tarashev@bis.org](mailto:nikola.tarashev@bis.org)). Las cuestiones sobre datos y gráficos deben dirigirse a Alan Villegas ([alan.villegas@bis.org](mailto:alan.villegas@bis.org)) y Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)).

constantes flujos de entrada en fondos de renta variable mantenían la presión alcista sobre los precios de las acciones. Sin embargo, hacia finales de enero, las decepcionantes cifras de crecimiento del empleo en Estados Unidos y las amenazas procedentes de las economías de mercado emergentes ocasionaron una caída brusca, aunque transitoria, de las valoraciones de todos los activos, salvo los de las clases más seguras.

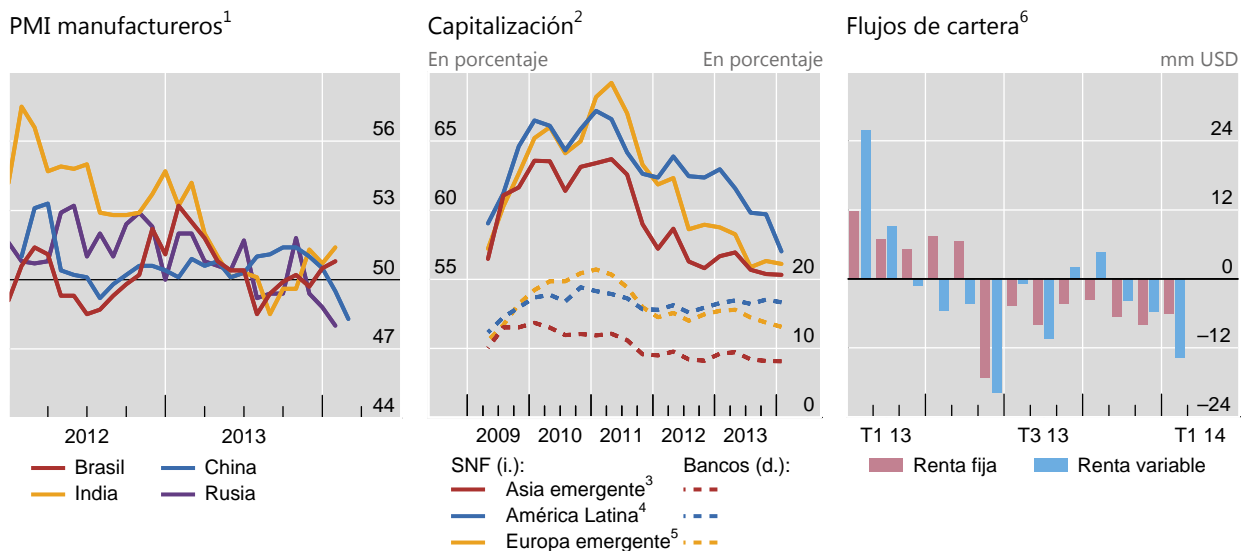
## Economías de mercado emergentes

El reciente episodio de ventas generalizadas en las economías de mercado emergentes se produjo en el contexto de sus débiles perspectivas de crecimiento. En enero, un indicador procedente de encuestas sobre la situación del sector manufacturero en China se adentró en territorio contractivo por vez primera desde septiembre de 2012, por lo que los analistas comenzaron a prever efectos adversos sobre los exportadores a China (Gráfico 1, panel izquierdo). En el caso de Brasil, la India y Rusia, el indicador había fluctuado alrededor de su nivel neutral desde mediados de 2013, indicando pequeñas contracciones y expansiones. Combinada con unas mejores perspectivas en las economías avanzadas y una reducción del dinero laxo procedente de Estados Unidos, esa evolución redujo el atractivo de los mercados emergentes para los inversores internacionales.

### Perspectivas económicas y reducción de posiciones inversoras

Economías de mercado emergentes

Gráfico 1



<sup>1</sup> Índice de directores de compras (PMI) procedente de encuestas mensuales a empresas del sector privado. Cifras superiores (inferiores) a 50 indican una expansión (contracción). <sup>2</sup> Capitalización del mercado en el conjunto de la región dividida entre la suma de la capitalización del mercado en el conjunto de la región y el valor contable de los pasivos en el conjunto de la región; promedios de los tres meses anteriores. SNF = sociedades no financieras. <sup>3</sup> China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei chino. <sup>4</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>5</sup> Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía. <sup>6</sup> Suma de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taipei chino, Turquía y Venezuela.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; EPFR; HSBC; Moody's; cálculos del BPI.

La percepción de riesgos financieros crecientes también se había intensificado, impulsada en cierta medida por las tensiones políticas en diversos países. Con todo, las condiciones financieras subyacentes desempeñaron también un papel importante. En enero, un episodio próximo a la quiebra en el sector bancario no regulado de China sobresaltó a los participantes en los mercados. La creciente importancia de este sector se había manifestado en la duplicación del volumen de crédito concedido por entidades no bancarias chinas en los 18 últimos meses, hasta el 25% del crédito total en el país. En términos más generales, y paralelamente a una expansión de sus balances, la capitalización de las sociedades no financieras y de los bancos de las economías de mercado emergentes se había deteriorado. En promedio, el cociente de los recursos propios sobre el tamaño total del balance en el conjunto de la región había caído de forma gradual, pero sostenida, entre 2010 y finales de 2013 (Gráfico 1, panel central).

### Los mercados emergentes bajo presión

Tras remitir en septiembre y octubre, la reducción de posiciones inversoras en los mercados emergentes adquirió velocidad en noviembre. Como manifestación directa, las salidas de fondos invertidos tanto en deuda como en renta variable se intensificaron y continuaron siendo cuantiosas hasta finales de enero (Gráfico 1, panel derecho). El grueso de estas salidas correspondió a inversores minoristas, mientras continuaban los flujos de entrada procedentes de inversores institucionales. En paralelo, e inmediatamente después de experimentar un fuerte rebote de dos meses de duración, un índice bursátil amplio perdió más del 10% de su valor en los tres meses hasta finales de enero (Gráfico 2, panel superior izquierdo).

Esta evolución se reflejó en los mercados de divisas, donde nuevas depreciaciones de sus monedas obligaron a los bancos centrales a elevar las tasas de interés oficiales o recurrir a sus reservas. Las depreciaciones comenzaron a finales de octubre, mantuvieron su ritmo ante la decisión de la Reserva Federal sobre el «*tapering*» del 18 de diciembre y se aceleraron el 23 de enero (Gráfico 2, paneles inferiores). En esa fecha, en un intento de preservar sus reservas de divisas, el banco central de Argentina limitó su respaldo al peso, que inmediatamente perdió un 10% de su valor frente al dólar estadounidense. Este evento se propagó, induciendo bruscas depreciaciones simultáneas de las monedas de otras economías emergentes y un repunte de los diferenciales de rendimiento de un índice amplio de deuda denominada en moneda local (Gráfico 2, panel superior izquierdo).

Las intervenciones de política en las economías de mercado emergentes dieron fruto en febrero. Estas intervenciones estabilizaron y, en ciertos casos, fortalecieron las divisas de esas economías, dando un respiro a las empresas locales que habían recurrido crecientemente a los mercados internacionales emitiendo deuda denominada en moneda extranjera<sup>2</sup>. Del mismo modo, los índices bursátiles recuperaron la mayor parte de sus pérdidas de enero y los diferenciales de rendimiento se estrecharon.

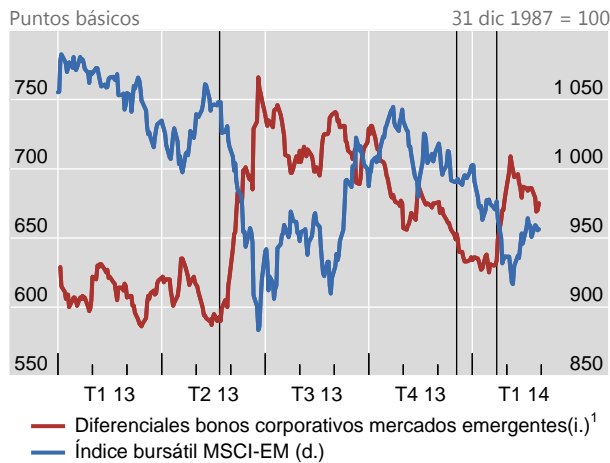
<sup>2</sup> Véase una discusión más detallada de las posibles consecuencias sobre la estabilidad financiera del endeudamiento en moneda extranjera por parte de entidades financieras no bancarias de los mercados emergentes en P. Turner, «*The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs*», *BIS Working Papers*, n° 441, febrero de 2014.

## Caída de los valores de la renta variable, la deuda y las divisas

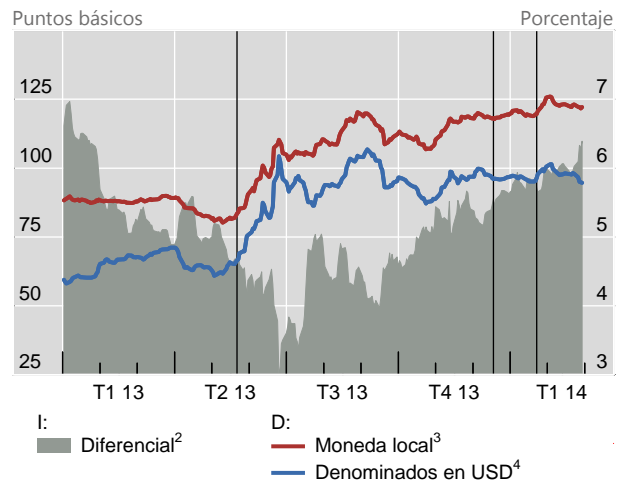
Economías de mercado emergentes

Gráfico 2

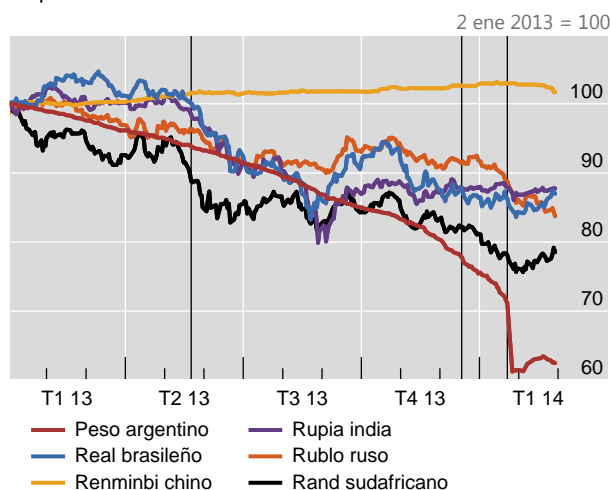
### Mercados de renta variable y deuda



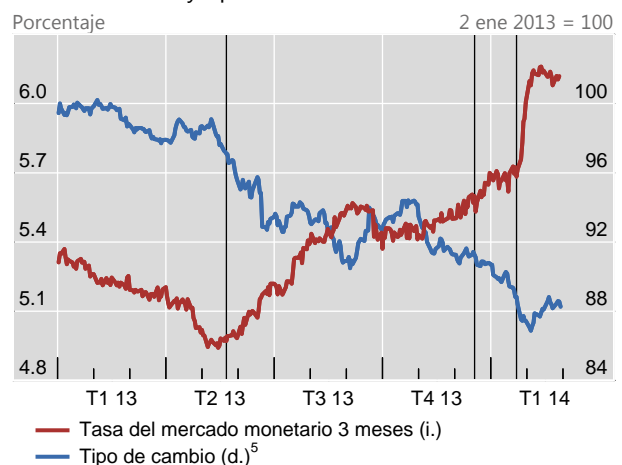
### Rendimientos de deuda soberana



### Depreciaciones en un año<sup>5</sup>



### Tasas de interés y tipos de cambio<sup>6</sup>



Las líneas verticales negras indican los principales anuncios de «tapering» del 22 de mayo y 18 de diciembre de 2013, respectivamente, y la pronunciada depreciación del peso argentino el 23 de enero de 2014.

<sup>1</sup> Diferenciales de rendimiento, ajustados de opciones, de un índice de deuda de alta rentabilidad en moneda local emitida por sociedades financieras y no financieras. <sup>2</sup> Rendimiento de la deuda denominada en moneda local menos rendimiento de la deuda denominada en dólares de EEUU. <sup>3</sup> Índice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendimiento a la amortización. <sup>4</sup> Índice JPMorgan EMBI Global Diversified, rendimiento al vencimiento neto de garantías. <sup>5</sup> Dólares de EEUU por unidad de moneda local. <sup>6</sup> Media simple de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

## Comparación de episodios de ventas generalizadas: mediados de 2013 y enero de 2014

Pese a las similitudes en la dinámica agregada de los tipos de cambio, los dos últimos episodios de ventas generalizadas en los mercados emergentes difirieron en importantes aspectos. El episodio de mediados de 2013 respondió al inesperado anuncio oficial de que la Reserva Federal planeaba suspender gradualmente

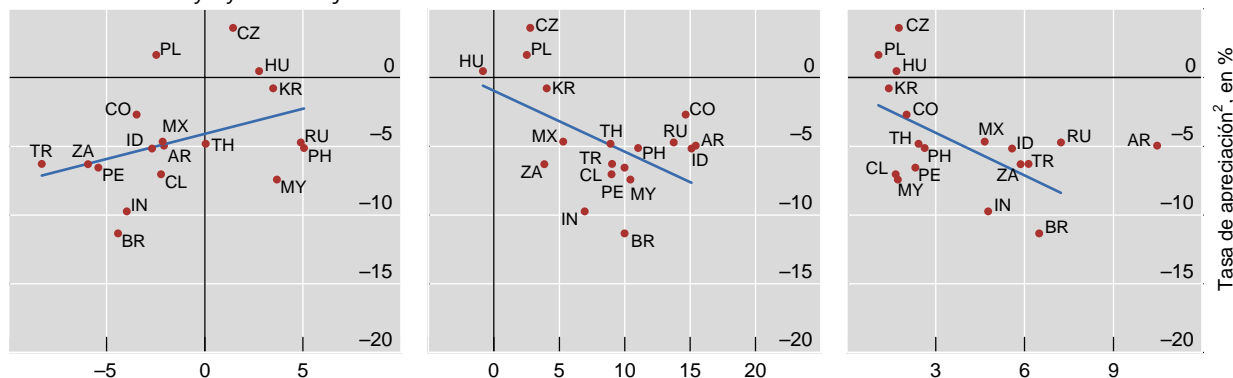
(«*tapering*») sus compras de deuda a gran escala. Este anuncio había venido precedido de un periodo de tipos de cambio relativamente estables y tasas de interés reducidas y a la baja en las economías emergentes (Gráfico 2, panel inferior derecho). En cambio, a finales de 2013, los mercados habían digerido el comienzo efectivo del «*tapering*» en Estados Unidos y las perspectivas macroeconómicas se habían deteriorado en numerosas economías emergentes. Así pues, durante 2013, los tipos de cambio de esas economías ya se habían depreciado alrededor de un 10%, en promedio, frente al dólar estadounidense. Al mismo tiempo, las tasas de interés habían subido continuamente conforme varias economías de mercado emergentes, como la India, elevaban sus tasas oficiales en respuesta a las ventas generalizadas de mediados de 2013. Y al acentuarse el 23 de enero la presión de los mercados, las enérgicas respuestas de política se tradujeron en una subida de las tasas de interés mucho más intensa que la registrada durante el episodio precedente (Gráfico 2, panel inferior derecho).

Además, el riesgo de tipo de cambio fue asumiendo gradualmente un papel predominante en los mercados de deuda soberana durante el segundo semestre de 2013. Durante el primer episodio de ventas generalizadas en junio, los rendimientos de la deuda denominada en moneda local y en dólares estadounidenses subieron en paralelo, impulsados por la percepción de un mayor riesgo de crédito de la deuda soberana (Gráfico 2, panel superior derecho). En cambio, mientras que el rendimiento de la deuda denominada en moneda local aumentaba 80 puntos básicos de julio a enero, apenas varió el rendimiento de la correspondiente deuda denominada en dólares estadounidenses durante el mismo periodo. Este hecho sugiere que el riesgo de tipo de cambio sustituyó al riesgo de crédito como principal catalizador de los costes del endeudamiento de los soberanos de las economías emergentes.

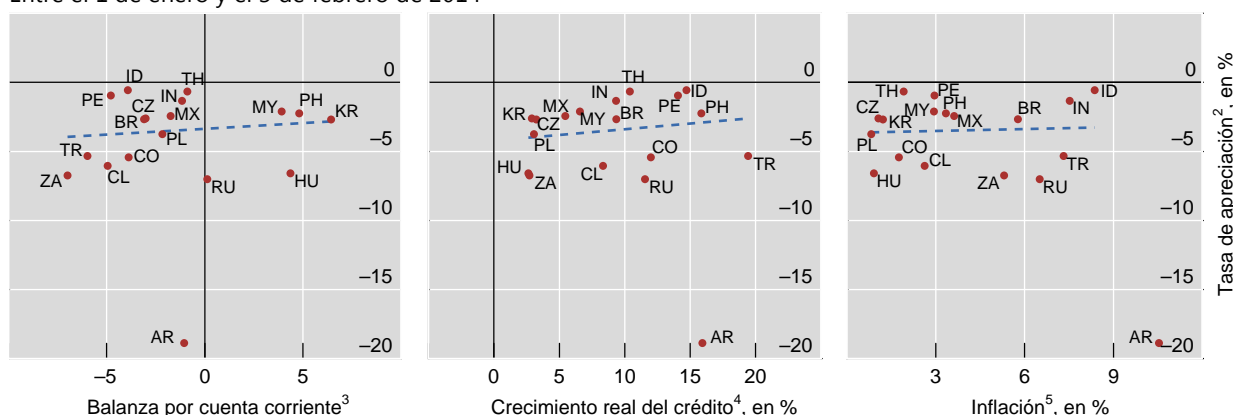
Esto configuró el contexto para la diferente evolución de los mercados de divisas observada en los dos episodios de ventas generalizadas. Entre mediados de mayo y finales de julio, las monedas de las economías de mercado emergentes con mayores desequilibrios externos e internos fueron las que más se depreciaron. Por ejemplo, los abultados déficits por cuenta corriente estuvieron asociados a presiones bajistas sobre los valores de las monedas (Gráfico 3, panel superior izquierdo). Los inversores en divisas también recelaron de los mercados emergentes con altas tasas de inflación o rápidas tasas de crecimiento del crédito al sector privado no financiero (Gráfico 3, paneles superiores central y derecho). Al encontrarse entre las economías de mercado emergentes más vulnerables, la India y Brasil vieron cómo sus monedas se depreciaban en torno a un 10% frente al dólar estadounidense durante ese episodio.

Pese a la sustancial depreciación registrada por las monedas de los mercados emergentes desde principios de 2014 hasta su estabilización el 3 de febrero, las enérgicas medidas de política adoptadas amortiguaron el efecto de la presión de los mercados sobre los tipos de cambio. Conforme se propagaba la repentina depreciación del peso argentino, los mercados penalizaron a los países con abultados déficits por cuenta corriente. Así, la lira turca y el rand sudafricano fueron algunas de las monedas que más se depreciaron en los días siguientes. Con el fin de evitar esta evolución y sus consecuencias, diversos bancos centrales respondieron con fuertes subidas de sus tasas oficiales a finales de enero y principios de febrero. Estas medidas estabilizaron los tipos de cambio, e incluso llegaron a apreciarlos más recientemente (Gráfico 2, panel inferior derecho). Por su parte, las autoridades rusas defendieron el rublo recurriendo a sus cuantiosas reservas de divisas. El banco central de Rusia vendió 7 800 millones de dólares en enero, frente a un total de

Entre el 15 de mayo y el 31 de julio de 2013



Entre el 1 de enero y el 3 de febrero de 2014



AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CO = Colombia; CZ = República Checa; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; TH = Tailandia; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

<sup>1</sup> Las líneas de tendencia excluyen Argentina. Las líneas de tendencia son continuas (discontinuas) si la pendiente estimada es significativa (no significativa) al nivel del 10%. Este nivel de significación casi se alcanza en la regresión de las tasas de depreciación sobre las balanzas por cuenta corriente entre el 15 de mayo y el 31 de julio. Pero esta regresión es significativa si las tasas de depreciación se calculan entre el 15 de mayo y el inicio de septiembre, cuando las monedas de los mercados emergentes volvieron a apreciarse en promedio. La ampliación del horizonte temporal no cambia los niveles de significación de las otras dos variables. <sup>2</sup> Variación porcentual del tipo de cambio en el periodo indicado. Cifras negativas indican una depreciación relativa de la moneda local frente al dólar de EEUU. <sup>3</sup> En porcentaje del PIB, T1 2013 (panel superior) y T3 2013 (panel inferior). <sup>4</sup> Variación porcentual interanual del crédito total al sector privado no financiero, deflactado por el IPC, T1 2013 (panel superior) y T3 2013 (panel inferior). <sup>5</sup> Variación porcentual interanual del IPC, abril de 2013 (panel superior) y noviembre de 2013 (panel inferior).

Fuentes: FMI; CEIC; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

7 000 millones entre junio y julio del pasado año. Estas medidas —así como la creciente importancia de las tensiones políticas como factor de riesgo diferencial— difuminaron la relación entre las depreciaciones de las divisas de los mercados emergentes y los indicadores de desequilibrios económicos anteriormente señalados (Gráfico 3, paneles inferiores).

Al elevar las tasas de interés para defender sus monedas, las autoridades económicas afrontan una disyuntiva. Por una parte, esas mayores tasas pueden estabilizar el tipo de cambio. Por otra parte, podrían debilitar la macroeconomía. En la actual coyuntura, calibrar el adecuado tono monetario para muchas economías de mercado emergentes es aún más complicado debido a las condiciones de política monetaria extremadamente acomodaticias de los últimos años (véase el recuadro). Así pues, un endurecimiento podría normalizar el tono de la política monetaria, adaptando mejor las tasas de interés a las condiciones

macroeconómicas internas subyacentes. Sin embargo, el prolongado periodo de bajas tasas de interés ha inducido una rápida acumulación de altos niveles de deuda en diversos países. Combinada con el deterioro de las perspectivas económicas, una subida de las tasas de interés en ese contexto podría precipitar una corrección desordenada de los desequilibrios financieros al elevar los costes del servicio de la deuda de los prestatarios sobreendeudados.

## Economías avanzadas

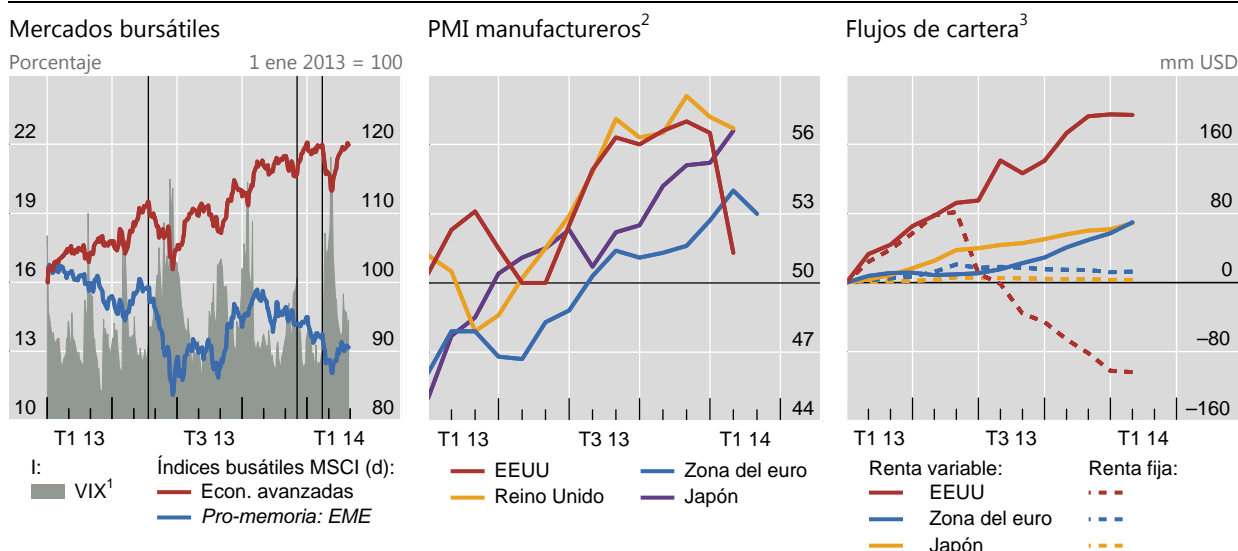
En los últimos meses, los inversores en las economías avanzadas actuaron conforme a la percepción de unas perspectivas de crecimiento favorables y en un entorno de acomodación monetaria extraordinaria. El optimismo imperante se manifestó en ganancias sustanciales en los mercados bursátiles, cuantiosos flujos de entrada en fondos de renta variable y una incesante reducción de los diferenciales de rendimiento. Las ventas generalizadas en los mercados emergentes y unos datos macroeconómicos peores de lo esperado en Estados Unidos pusieron a prueba esa firme evolución a finales de enero.

Entre noviembre y mediados de enero, las cotizaciones bursátiles en las economías avanzadas mantuvieron su tendencia alcista, a diferencia de los mercados emergentes (Gráfico 4, panel izquierdo). Ante unas perspectivas de crecimiento positivas (Gráfico 4, panel central), los índices bursátiles amplios en Estados Unidos, la zona del euro y Japón subieron un 5%, 4% y 10%, respectivamente, entre el 1 de noviembre y el 22 de enero. Durante el proceso, los mercados obviaron el anuncio de «tapering» estadounidense del 18 de diciembre.

### Perspectivas de crecimiento, mercados bursátiles y reposicionamiento inversor

Economías avanzadas

Gráfico 4



Las líneas verticales negras indican los principales anuncios de «tapering» del 22 de mayo y 18 de diciembre de 2013, respectivamente, así como la pronunciada depreciación del peso argentino el 23 de enero de 2014.

<sup>1</sup> Índice de volatilidad del Chicago Board Options Exchange. <sup>2</sup> Índice de directores de compras (PMI) procedente de encuestas mensuales a empresas del sector privado. Cifras superiores (inferiores) a 50 indican una expansión (contracción). <sup>3</sup> Flujos netos acumulados.

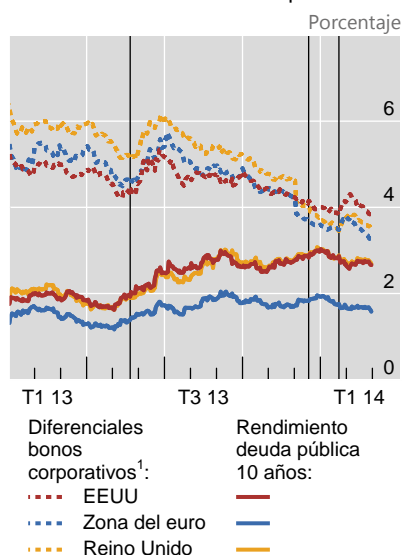
Fuentes: Bloomberg; Datastream; EPFR.

## Mercados de deuda y expectativas sobre política económica

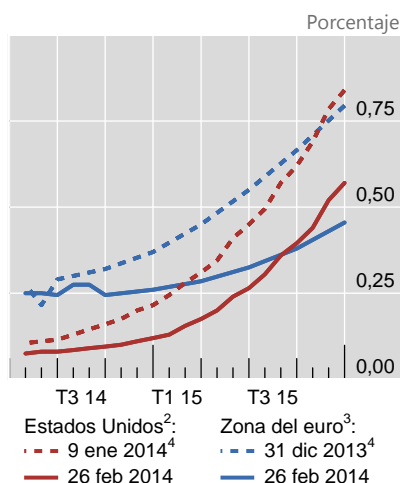
Economías avanzadas

Gráfico 5

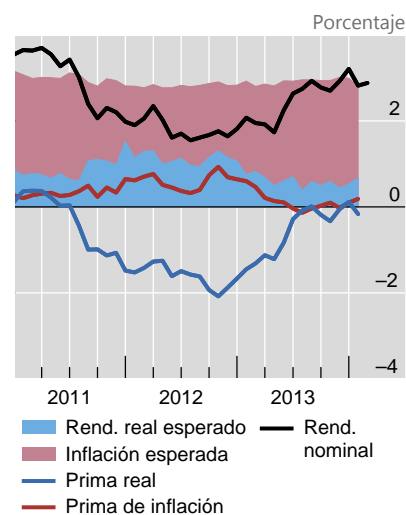
Rendimientos de deuda soberana y diferenciales de deuda corporativa



Contratos de futuros



Descomposición del rendimiento<sup>5</sup>



Las líneas verticales negras indican los principales anuncios de «tapering» del 22 de mayo y 18 de diciembre de 2013, respectivamente, así como la pronunciada depreciación del peso argentino el 23 de enero de 2014.

<sup>1</sup> Diferenciales, ajustados de opciones, de un índice de deuda de alta rentabilidad en moneda local emitida por sociedades financieras y no financieras. <sup>2</sup> Futuros sobre tasas de interés de los fondos federales a 30 días. <sup>3</sup> Futuros sobre Euribor a tres meses. <sup>4</sup> Fecha en la que se registraron los mayores rendimientos entre el 1 de diciembre de 2013 y el 26 de febrero de 2014. <sup>5</sup> Descomposición del rendimiento del bono del Tesoro a 10 años, basada en un modelo conjunto macroeconómico y de estructura temporal. Véanse P. Hördahl, O. Tristani y D. Vestin, «A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics», *Journal of Econometrics*, vol. 131, 2006, pp. 405–44; y P. Hördahl y O. Tristani, «Inflation risk premia in the term structure of interest rates», *BIS Working Papers*, n° 228, mayo de 2007.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; cálculos del BPI.

La subida de las valoraciones tuvo lugar en paralelo a fuertes flujos de entrada en fondos de renta variable, especialmente en la zona del euro (Gráfico 4, panel derecho).

En consonancia con su apetito por las acciones, los inversores buscaron el rendimiento en los mercados de deuda de las economías avanzadas. Como resultado, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad continuaron cayendo hacia sus niveles mínimos previos a la crisis. Los diferenciales de los índices amplios de deuda corporativa en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido fueron estrechándose paulatinamente hasta mediados de enero, alcanzando sus niveles más bajos desde octubre de 2007 (Gráfico 5, panel izquierdo). En paralelo, se produjo una contracción similar de los diferenciales de los índices de deuda corporativa con grado de inversión, mientras los rendimientos de la deuda emitida por soberanos de la periferia de la zona del euro se mantenían estables en niveles inferiores a los de mediados de 2013. Combinado con la mejora de las perspectivas de crecimiento y las expectativas de endurecimiento de la política monetaria, el atractivo de la deuda relativamente arriesgada contribuyó a un reajuste de los precios de los activos situados en la parte más segura de la gama. Los rendimientos de la deuda soberana estadounidense y británica a 10 años aumentaron unos 40 puntos básicos durante los dos últimos meses de 2013, mientras los correspondientes rendimientos del bund alemán se elevaban 25 puntos básicos. Simultáneamente, se produjeron salidas de los fondos invertidos en deuda



(Gráfico 4, panel derecho). Estas salidas fueron particularmente cuantiosas en Estados Unidos, donde la Reserva Federal inició el «tapering» de sus compras de deuda.

A finales de enero, afloraron breves tensiones en los mercados de las economías avanzadas, aunque se disiparon a mediados de febrero. Los datos indicativos de un crecimiento decepcionante del empleo en Estados Unidos, junto con las ventas generalizadas de activos de los mercados emergentes, provocaron una brusca caída de las valoraciones y un aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles (Gráfico 4, panel izquierdo), así como de los diferenciales de rendimiento de la deuda de alta rentabilidad (Gráfico 5, panel izquierdo). En paralelo, cayeron los rendimientos de la deuda soberana a 10 años de las economías centrales, al igual que los rendimientos de los bonos soberanos de la periferia de la zona del euro, donde el clima de confianza inversor había venido mejorando.

Las autoridades de las economías avanzadas mantuvieron su apoyo a la recuperación económica. Los bancos centrales de ambas orillas del Atlántico se habían comprometido explícita y reiteradamente a mantener las tasas de interés oficiales a niveles extraordinariamente reducidos hasta que la recuperación estuviera bien enraizada (véanse ediciones previas de este *Informe*). En fechas más recientes, los bancos centrales estadounidense y británico han revisado sus pronunciamientos sobre la futura orientación de sus políticas monetarias para recalcar que estas continuarían siendo acomodaticias aunque la reducción de la tasa de desempleo fuera más rápida de lo previsto. En consonancia con esto, los mercados retrasaron varios meses la fecha esperada de las subidas de las tasas oficiales (Gráfico 5, panel central). Las curvas de los futuros sobre tasas de interés a finales de febrero implican que los mercados no esperan subidas de las tasas oficiales en Estados Unidos o la zona del euro antes de finales de 2015. Del mismo modo, la escasa incertidumbre sobre la política monetaria y su impacto en la inflación, así como la percepción de que los mercados absorberían el descenso de la demanda oficial de deuda a largo plazo, mantuvieron la prima de riesgo del bono del Tesoro estadounidense a 10 años próxima a cero en los ocho últimos meses (Gráfico 5, panel derecho).

## ¿Cómo afecta la política monetaria estadounidense a las tasas oficiales de las economías de mercado emergentes?

Előd Takáts

La política monetaria de las economías avanzadas, especialmente de Estados Unidos, parece tener una influencia significativa en la conducción de las políticas monetarias de numerosas economías de mercado emergentes (EME). Durante la «búsqueda del rendimiento» a escala mundial, muchas EME temieron que los amplios diferenciales de sus tasas de interés frente a las de las economías avanzadas propiciaran entradas de capital desestabilizadoras y tipos de cambio sobrevalorados. En los últimos años, esto parece haber mantenido las tasas oficiales en las EME por debajo de lo que las condiciones puramente internas habrían recomendado. En cambio, el inicio de la normalización de la política monetaria estadounidense ha comenzado ya a inducir ajustes al alza de las tasas oficiales, amplificadas por un giro del clima de confianza inversor, una reversión de los flujos de capital y una fuerte presión bajista sobre los tipos de cambio.

Una forma de evaluar los factores que explican las tasas oficiales en las EME consiste en estimar una ecuación de Taylor. La ecuación de Taylor convencional utiliza dos variables internas para explicar las tasas oficiales: la inflación (o su desviación respecto del objetivo) y la brecha del producto. La intuición es clara: la política monetaria anticíclica debería elevar las tasas si la inflación crece o la economía está sobrecalentada —y reducirlas si la inflación cae o el producto está por debajo de su potencial—. Aquí ampliamos esta ecuación de Taylor convencional con un término adicional para evaluar el impacto de la política monetaria estadounidense<sup>1</sup>. Formalmente, para cada EME estimamos la siguiente ecuación:

$$r_{t,EME} = c + \alpha\pi_{t,EME} + \beta y_{t,EME} + \gamma r_{t,US} + \varepsilon_t$$

donde  $r_{EME}$  denota la tasa oficial de política monetaria de la EME en cuestión,  $\pi$ , la tasa de inflación e  $y$ , la brecha del producto;  $r_{US}$  denota la tasa oficial «sombra» de Estados Unidos<sup>2</sup>. Como es habitual,  $\varepsilon$  denota el término de error y  $t$  es el índice temporal de frecuencia trimestral. La muestra abarca 20 EME durante el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2000 y el tercer trimestre de 2013.

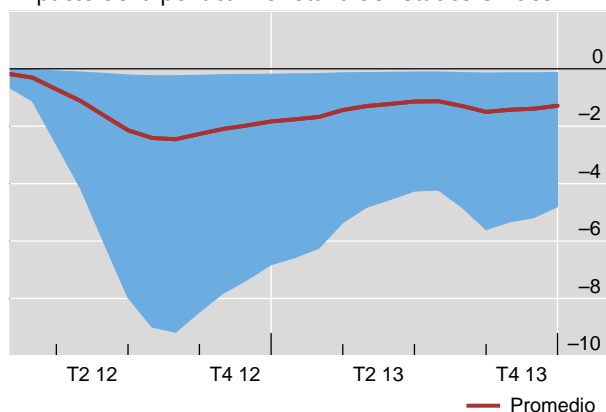
Los resultados confirman que la ecuación de Taylor ampliada es coherente, en líneas generales, con la evolución de las tasas oficiales en las EME, es decir, la regresión se ajusta bien a las tasas oficiales observadas.

### Fijación de las tasas oficiales en las EME

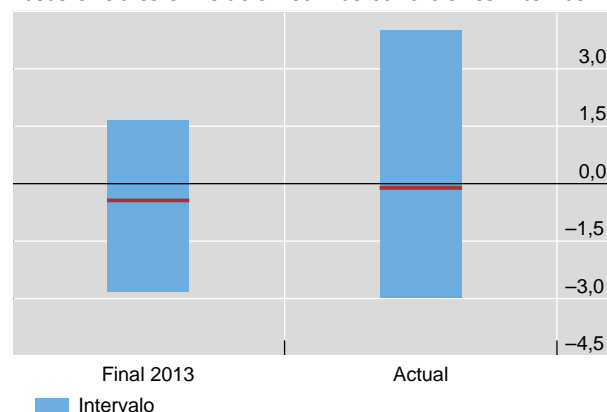
En puntos porcentuales

Gráfico A

Impacto de la política monetaria de Estados Unidos<sup>1</sup>



Tasas oficiales en relación con las condiciones internas<sup>2</sup>



<sup>1</sup> El componente inducido por la tasa oficial estadounidense «sombra» de la ecuación de Taylor ampliada para los países donde  $\gamma$  es significativo al nivel del 5%: Brasil, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur (tasa a un día), Sudáfrica y Turquía. <sup>2</sup> Diferencia entre las tasas oficiales implícitas en los componentes internos (inflación y brecha del producto) de la ecuación de Taylor ampliada y las tasas observadas en el mismo grupo de países previamente indicado.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales; cálculos de los autores.

Asimismo, corroboran que la política monetaria estadounidense tiene efectos significativos que trascienden las condiciones internas: la política monetaria estadounidense, captada por el parámetro  $\gamma$ , es estadísticamente significativa en la mayoría de los mercados emergentes (16 de 20). En términos más concretos, los resultados indican que, en estas economías, la política monetaria estadounidense está asociada a unas tasas oficiales en promedio 150 puntos básicos más bajas desde 2012 (Gráfico A, panel izquierdo, línea roja), si bien con una notable heterogeneidad por países y a lo largo del tiempo (banda azulada). Este hallazgo es coherente con recientes resultados que sugieren que la política monetaria en las EME tendió a ser más acomodaticia que la prescripción de la regla de Taylor<sup>③</sup>. Por ejemplo, incluso a finales de 2013, tras los ajustes inducidos por el episodio de ventas generalizadas de mayo, las tasas oficiales de las EME tendían a ser 50 puntos básicos más bajas, en promedio, que los niveles sugeridos por los componentes internos de la ecuación de Taylor estimada (Gráfico A, panel derecho, línea roja horizontal en la primera columna). El reciente endurecimiento monetario en las EME contribuyó a eliminar, en promedio, esta diferencia (línea roja en la segunda columna). Sin embargo, estos promedios ocultan un aumento sustancial de la dispersión (barras azules), lo que refleja cambios de política repentinos y concentrados y no un realineamiento generalizado de las tasas oficiales.

Por descontado, una comparación de las tasas oficiales con una sencilla referencia debe interpretarse con cautela. La medición de variables inobservables, como la brecha del producto, está plagada de dificultades. Incluso la tasa oficial podría no ser una medida fiable de las condiciones monetarias, porque las EME han venido utilizando crecientemente medidas de política monetaria ajenas a la tasa de interés e instrumentos macroprudenciales para influir en las condiciones monetarias. Y los resultados, aun si fueran representativos de las EME como grupo, no deberían considerarse aplicables a las diferentes EME por separado. Dicho esto, el hallazgo de unas condiciones anormalmente acomodaticias en las EME parece bastante robusto y subsistiría aun utilizando otras referencias, como la tasa de crecimiento de las economías. Además, es consistente con la presencia de fuertes auges del crédito y de los precios de los activos en varios países. En particular, la evidencia reciente sugiere que el producto potencial suele sobrestimarse cuando se producen esos auges<sup>④</sup>.

① Véanse más detalles de la estimación en E. Takáts, y A. Vela, «International monetary policy transmission», *BIS Papers*, 2014 (de próxima aparición), disponible previa solicitud del interesado. El documento muestra que la regla de Taylor convencional no capta por completo la evolución de las tasas oficiales en la mayoría de las EME y que la inclusión de una medida de la tasa oficial estadounidense mejora significativamente las estimaciones. ② La tasa oficial sombra ha sido desarrollada por M. Lombardi y F. Zhu, «Filling the gap: a factor based shadow rate to gauge monetary policy», 2014 (mimeografiado), a fin de tener en cuenta el impacto de las políticas monetarias no convencionales estadounidenses una vez alcanzado el límite inferior cero. Naturalmente, esta tasa sombra puede ser negativa. ③ Véase un análisis adicional en B. Hofmann y B. Bogdanova, «Reglas de Taylor y política monetaria: ¿una «Gran desviación» mundial?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012. ④ C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, «Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle», *BIS Working Papers*, nº 404, febrero de 2013.