

### III. Análisis de las economías de mercado emergentes

#### Aspectos más destacados

La expansión que ha venido observándose en las economías de mercado emergentes desde 2002 siguió consolidándose en el periodo analizado. El fuerte crecimiento de muchos países estuvo acompañado por el aumento del valor de las exportaciones y por elevados superávits por cuenta corriente. Esto permitió reducir considerablemente la carga financiera de la deuda externa y continuar la notable acumulación de reservas de divisas. Las cuentas públicas también mejoraron y se reforzaron los balances. En parte como consecuencia de estos factores, la confianza de los inversionistas y de los consumidores se mantuvo firme. A diferencia de lo ocurrido en anteriores ocasiones, la demanda interna demostró su gran solidez ante los mayores precios del petróleo, incluso en los países importadores de crudo.

Durante el actual ciclo, las economías de mercado emergentes han disfrutado de unas condiciones externas inusualmente favorables: vigorosa demanda mundial, grandes mejoras de la relación real (o términos) de intercambio de numerosos países y acceso mucho más fácil a la financiación externa. Una cuestión fundamental es si las autoridades de las economías emergentes han aprovechado adecuadamente estas circunstancias favorables para asegurar mejoras duraderas en su posición fiscal. Una segunda cuestión se refiere a los desequilibrios macroeconómicos que pueden aumentar los riesgos inflacionarios o producir subidas insostenibles de los precios de los activos. Aunque hasta ahora la inflación ha permanecido bien contenida en muchos países, las perspectivas son inciertas, debido a la volatilidad de los precios de las materias primas y a los niveles muy bajos o negativos en que se sitúan los tipos de interés reales a corto plazo. Además, un episodio de turbulencia en los mercados financieros en mayo de 2006 ha añadido más incertidumbre. Las autoridades de muchos países afrontan como reto fundamental evitar errores en las políticas monetarias que puedan poner en peligro la estabilidad macroeconómica y financiera.

#### Panorama macroeconómico

El pasado año, el crecimiento fue robusto en todas las regiones (véase el Cuadro III.1). Además, en China, las cifras revisadas del PIB revelan que las tasas de crecimiento previas se habían subestimado. El crecimiento se aceleró en la India, Corea se sobrepuso a la debacle de las tarjetas de crédito de 2003 y gran parte del sudeste asiático siguió creciendo con fuerza. En América Latina, a pesar de cierta desaceleración, la expansión económica se mantuvo intacta y la producción industrial repuntó en Brasil y México a principios de 2006. Argentina, Chile, Colombia y Perú continuaron registrando crecimientos por encima de la tendencia. La expansión en Europa central y oriental también

Crecimiento del producto y balanza por cuenta corriente							
	PIB real <sup>1</sup>				Balanza por cuenta corriente <sup>2</sup>		
	Media 2002-04	2005	2006		Media 2002-04	2005	2006
			Primer trimestre	Previsión para el año			
Asia	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220
China	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137
Corea	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7
Hong Kong RAE	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23
India <sup>3</sup>	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19
Otros países asiáticos <sup>4</sup>	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73
América Latina <sup>5</sup>	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31
Argentina	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4
Brasil	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9
México	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7
Europa central <sup>6</sup>	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17
Rusia	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90
Turquía	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28
África <sup>7</sup>	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24
Oriente Medio <sup>7</sup>	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241
Total <sup>8</sup>	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560
<i>Pro memoria:</i>							
<i>países del G-7</i>	2,1	2,6	2,8	2,8	-376	-614	-710

Nota: Las datos para 2006 se basan en las previsiones de Consensus de mayo, JPMorgan Chase y FMI.

<sup>1</sup> Variación porcentual anual. Las cifras regionales corresponden a las medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>2</sup> En miles de millones de dólares de EEUU. Las cifras regionales corresponden a la suma de las economías que forman parte de la región. <sup>3</sup> Los datos anuales corresponden a ejercicios fiscales que comienzan en abril. <sup>4</sup> Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>5</sup> Las economías enumeradas además de Chile, Colombia, Perú y Venezuela. <sup>6</sup> Hungría, Polonia y República Checa. <sup>7</sup> Según la cobertura de países realizada por el FMI. <sup>8</sup> Incluye las economías enumeradas más arriba. Para el crecimiento trimestral del PIB, se excluye África y Oriente Medio.

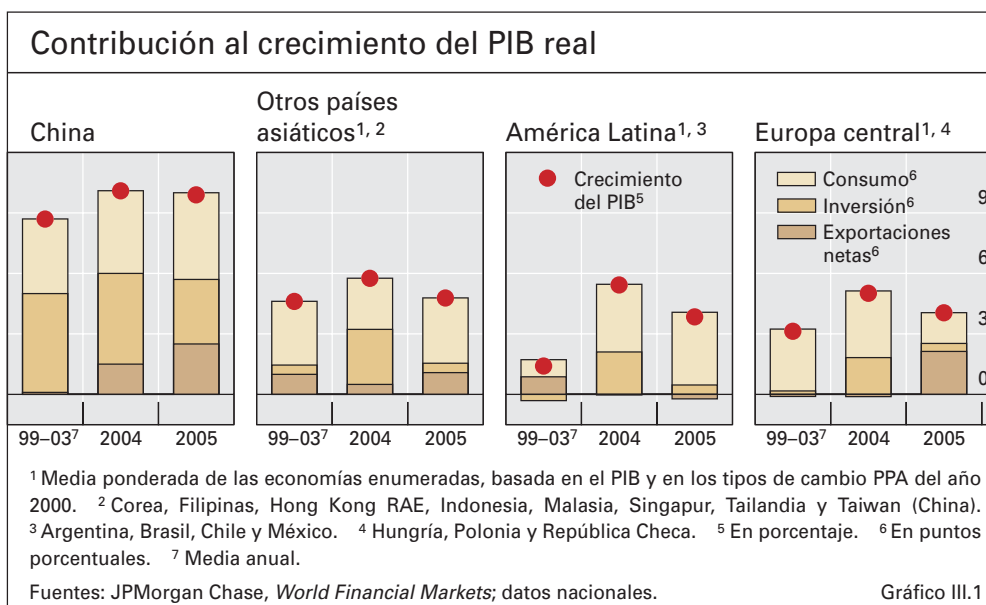
Fuentes: FMI; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; datos nacionales. Cuadro III.1

se mantuvo fuerte, aunque Hungría y Turquía tuvieron que hacer frente al incremento de la volatilidad en sus mercados que siguió a la inestabilidad financiera originada en Islandia en la primera parte de 2006. El crecimiento también fue robusto en gran parte de Oriente Medio y África, merced al aumento de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo.

#### *Patrón de demanda*

La demanda externa siguió jugando un papel fundamental...

La demanda externa siguió siendo un factor fundamental en distintos países (véase el Gráfico III.1). En general, la demanda de exportaciones procedentes de economías emergentes mantuvo su vigor, al tiempo que la mejora en la relación real de intercambio fue clave para los países exportadores de materias primas. Asimismo, las exportaciones de los países asiáticos se vieron especialmente favorecidas por el fin del periodo de desaceleración provocado por el exceso de existencias en el sector electrónico que comenzó en 2004. En comparación con ciclos bajistas anteriores, en esta ocasión las empresas han reaccionado de forma relativamente rápida para reducir sus excedentes de existencias. Además, la desaceleración de la demanda mundial de productos de alta tecnología se reveló temporal. El efecto combinado de todos estos



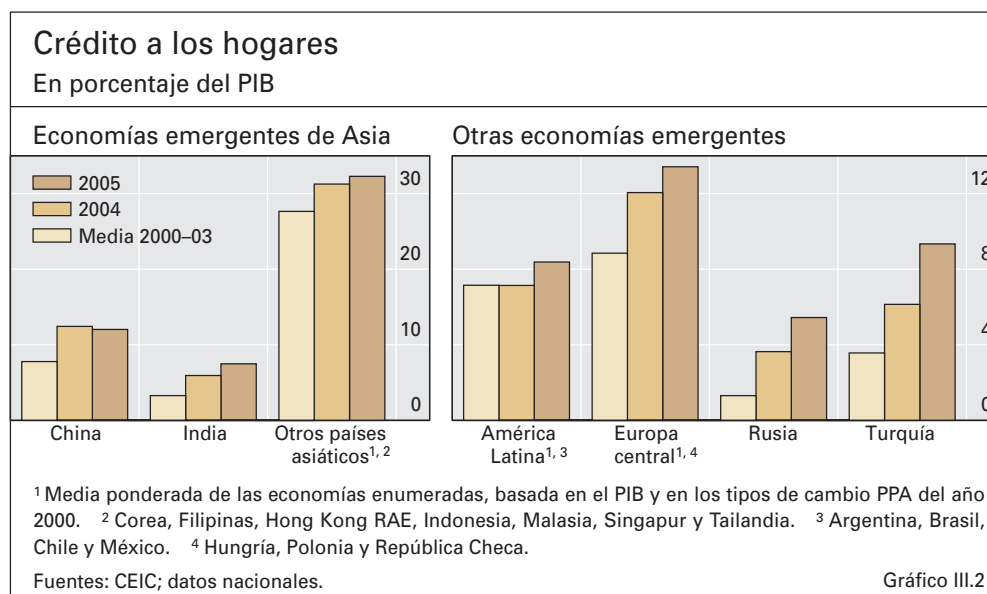
acontecimientos se plasmó en cuantiosas exportaciones y abultados superávits por cuenta corriente en muchos países.

Sin embargo, la contribución de la demanda externa al crecimiento económico de los distintos países fue desigual, aumentando de forma muy acentuada en China durante el último año, mientras que en Corea, Hong Kong RAE y Singapur se mantuvo en niveles elevados. Lo mismo ocurrió en varios países de Europa central, principalmente en la República Checa y Polonia, que vieron mejorar significativamente sus balanzas comerciales. Por el contrario, la contribución de la demanda externa neta se redujo en algunos países asiáticos importadores de petróleo y en América Latina.

El fuerte gasto de los hogares respaldó el crecimiento en todas las regiones. La solidez del consumo privado se vio complementada, en numerosos países, por un incremento del gasto en construcción de vivienda. Destacaron dos factores.

En primer lugar, el aumento de la renta de los hogares, la reducción del desempleo y los altos precios de los activos potenciaron el gasto de los hogares y la confianza de los consumidores. Por ejemplo, en China el gasto de las familias se sustentó en el fuerte crecimiento de las rentas, tanto en zonas urbanas como rurales (del 9,5% y 6% respectivamente, en términos reales per capita en 2005). El repunte de las rentas de la actividad agrícola y la mejora de la situación patrimonial de los hogares jugaron papeles similares en la India y en Corea, respectivamente. En Hong Kong, la recuperación vino de la mano de un incremento de los precios de los activos. En América Latina, efectos similares sobre la renta y la riqueza vinieron favorecidos por grandes mejoras de los términos de intercambio (véase la siguiente sección). En Argentina y Chile, el fuerte incremento de los salarios reales sostuvo el consumo privado el año pasado, al igual que ocurrió en varios países de Europa central y oriental. En la República Checa, la demanda de bienes de consumo duradero se recuperó gracias a la fuerte renta de los hogares. En Turquía, el gasto de los hogares en bienes de consumo duradero continuó aumentando en un contexto de descenso de la inflación y de los tipos de interés.

... aunque el gasto de los hogares también fue robusto...



... impulsado por el crédito bancario

En segundo lugar, el gasto de los hogares encontró un estímulo adicional en la fuerte expansión del crédito bancario. Esto ha quedado reflejado en un acentuado incremento de la relación entre el crédito a los hogares en circulación y el PIB en muchos países durante los últimos años (véase el Gráfico III.2). Un factor determinante en la expansión del crédito fue el bajo coste del endeudamiento, derivado de la continua relajación de la política monetaria (véase la sección dedicada a la política monetaria). También han contribuido otros factores como la menor inflación, la progresiva desregulación de los mercados de crédito, las deducciones fiscales por adquisición de vivienda y las profundas innovaciones financieras que han atraído a un creciente número de hogares hacia los mercados hipotecarios.

En Brasil, el crédito a los hogares creció el año pasado un 37% tras la introducción de un sistema de cobertura crediticia que utiliza los sueldos como garantía para proteger a los bancos del riesgo de impago. En Arabia Saudita, el rápido crecimiento de su joven población y el hecho de que ahora los bancos puedan recuperar su inversión crediticia reteniendo el pago de salarios contribuyeron a alcanzar una tasa similar de expansión del crédito.

La inversión no residencial en Asia fue débil...

A diferencia del dinamismo del gasto de los hogares, la inversión no residencial —especialmente la inversión en capital fijo del sector empresarial— fue relativamente débil en la mayoría de las regiones (véase el Cuadro III.2). Así ocurrió especialmente en Asia, donde la inversión no residencial en porcentaje del PIB volvió a caer o se mantuvo en niveles muy inferiores a los registrados antes de las crisis financieras asiáticas de 1997-98. China ha sido la excepción a esta regla. En la India, los cuantiosos beneficios y la revalorización de las acciones se asocian también con una reactivación más general de la inversión.

... a pesar de los fuertes beneficios

Muchos analistas se han sorprendido de la debilidad de la inversión no residencial en diversos países asiáticos, a pesar de los fuertes beneficios y de la mejora en el patrimonio. Sin embargo, varios indicadores sugieren que algunos de los factores que anteriormente restringían el gasto de las empresas se han ido suavizando a lo largo de los últimos años. Por

Inversión en activos fijos									
En porcentaje del PIB									
	Inversión residencial <sup>1</sup>			Inversión no residencial			Inversión total		
	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>
Asia									
China	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Corea	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Hong Kong RAE	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
India <sup>4</sup>	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Otros países asiáticos <sup>5, 6</sup>	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
América Latina									
Argentina	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brasil	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Chile	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
México	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
Europa central y oriental <sup>5, 7</sup>	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Sudáfrica	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

<sup>1</sup> Cuando no hay un desglose disponible, se utiliza la cifra total de construcción. <sup>2</sup> Para Sudáfrica, 1998. <sup>3</sup> O últimos datos disponibles. <sup>4</sup> Ejercicio fiscal con inicio en abril. <sup>5</sup> Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>6</sup> Filipinas, Malasia, Singapur, Tailandia. <sup>7</sup> Hungría, Polonia, República Checa y Turquía.

Fuentes: CEIC; Datastream; Eurostat; datos nacionales. Cuadro III.2

ejemplo, las empresas han reducido de forma significativa su coeficiente de apalancamiento desde las crisis de 1997-98. En Corea, este indicador disminuyó alrededor de dos tercios, hasta situarse en el 111% entre 1998 y 2005. Además, el exceso de capacidad se ha reducido notablemente o se ha eliminado y ha mejorado la concesión de créditos bancarios al sector empresarial. Por ejemplo, Corea, Indonesia y Malasia registraron el pasado año incrementos sustanciales en inversión no residencial.

En América Latina el panorama fue más heterogéneo, con una inversión especialmente volátil en Brasil. Tras registrar una tasa anual superior al 10% en 2004, el crecimiento real de la inversión en Brasil cayó en 2005 hasta el 2%. En México, la reciente debilidad de la inversión no residencial se ha asociado con una pérdida de competitividad del sector exportador. Por ejemplo, la cuota de México en las importaciones de Estados Unidos se redujo aproximadamente 1,5 puntos porcentuales entre 2001 y 2005. Esto contrasta con el repunte de la inversión no residencial en capital fijo en Argentina durante los dos últimos años. En Europa central y oriental, las tasas de inversión han caído a lo largo de los últimos cinco años, en parte debido a la debilidad de la inversión no residencial.

Panorama de inversión heterogéneo en otras regiones

#### *Crecientes presiones inflacionistas*

El fuerte crecimiento económico y el encarecimiento de las materias primas presionaron al alza los precios en todas las regiones, a pesar de lo cual la inflación se mantuvo bastante contenida en la mayoría de países durante el último año (véase el Cuadro III.3). En China, el crecimiento de la economía fue especialmente intenso, pero se asoció con registros de inflación muy reducida. En Corea y en la India, la inflación general se suavizó hacia finales del pasado

Inflación reducida pero crecientes presiones

Precios de consumo <sup>1</sup>							
Variación porcentual anual							
	Inflación general				Inflación subyacente <sup>2</sup>		
	2004	2005	2006		2004	2005	2006 abril <sup>3</sup>
			Abril <sup>3</sup>	Previsión para el año <sup>4</sup>			
Asia <sup>5</sup>	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
China	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Corea	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
India	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonesia	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Tailandia	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Otros países asiáticos <sup>5, 6</sup>	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
América Latina <sup>5</sup>	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentina	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brasil	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
México	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Otros países de América Latina <sup>5, 7</sup>	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Europa central <sup>5</sup>	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Hungría	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Polonia	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
República Checa	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Rusia	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Sudáfrica	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Turquía	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

<sup>1</sup> Para India, precios al por mayor. Media del periodo; para América Latina, fin del periodo. <sup>2</sup> Inflación general excluidos alimentos y energía o bien definición nacional. <sup>3</sup> O últimos datos disponibles. <sup>4</sup> Previsiones de Consensus de mayo. <sup>5</sup> Media ponderada de las economías enumeradas basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>6</sup> Filipinas, Hong Kong RAE, Malasia, Singapur y Taiwan (China). <sup>7</sup> Chile, Colombia y Perú.

Fuentes: FMI; OCDE; CEIC; © Consensus Economics; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.3

año, tras exhibir una subida destacable en 2004. En varios países asiáticos, la evolución de la inflación se vio afectada por el momento elegido para eliminar las subvenciones a los precios del petróleo. En cuanto a América Latina, la inflación siguió una senda descendente en Brasil y México durante gran parte del segundo semestre de 2005. En Chile, la inflación subyacente permaneció contenida, aunque la general aumentó hacia finales de 2005. En cambio, Argentina y Venezuela siguieron registrando tasas de inflación relativamente altas. En Europa central, la inflación disminuyó el pasado año en la mayoría de países, no sólo por la apreciación de sus monedas, sino también por el incremento de la competencia en el sector minorista. La inflación en Turquía cayó de nuevo en 2005, prosiguiendo así su tendencia de largo plazo.

### *Perspectivas y riesgos*

Perspectivas de crecimiento fuerte en 2006, pero riesgo de desaceleración de las exportaciones...

Las previsiones para 2006 apuntan a la continuidad del fuerte crecimiento, o incluso a una aceleración, en la mayor parte de las economías de mercado emergentes. A pesar de ello, se espera que la mayoría de los países mantengan el superávit por cuenta corriente y que la inflación permanezca moderada. Por supuesto, dichas previsiones no están exentas de riesgos.

En primer lugar, el crecimiento de un gran número de países depende de sus exportaciones, lo que les hace vulnerables a la volatilidad de las principales economías industrializadas y de China. Los países que han recibido sustancial financiación externa también podrían verse afectados por cambios en la confianza de los inversionistas. En segundo lugar, la financiación del gasto de los hogares mediante créditos conlleva ciertos riesgos. Una expansión demasiado rápida de la demanda de vivienda podría producir un recalentamiento del mercado inmobiliario, particularmente en Asia. En esta región, los precios de los inmuebles han ido creciendo durante los dos últimos años, aunque en varios casos (por ejemplo Hong Kong, Singapur y Tailandia) se están recuperando de una caída anterior. Corea tuvo que enfrentarse a un gran reto al incrementarse de forma acusada los precios de la propiedad inmobiliaria en algunas ciudades en la primera mitad de 2005. Las autoridades coreanas respondieron con un paquete de medidas de estabilización destinadas a enfriar el mercado inmobiliario, que incluía subidas de impuestos, restricciones al crédito hipotecario con fines especulativos y adjudicaciones adicionales de suelo urbanizable. Sudáfrica también ha experimentado un encarecimiento destacable en este mercado, con incrementos cercanos al 50% en los precios de la vivienda a lo largo de los dos últimos años.

... recalentamiento de los mercados inmobiliarios...

La tercera fuente de vulnerabilidad se debe a que en muchos países, especialmente de Europa central, los bancos han transferido a los hogares gran parte de sus riesgos a través de créditos a interés variable o denominados en moneda extranjera. Resulta difícil valorar si las familias serían capaces de soportar perturbaciones inesperadas que podrían incrementar rápidamente la carga financiera de su deuda. Además, la experiencia coreana de 2003 ha demostrado que la rápida expansión del endeudamiento de los hogares, incluso denominado en moneda local, puede generar una significativa volatilidad en el consumo y afectar negativamente al crecimiento futuro.

... y quizá hogares sobreexposados al riesgo

## Dos importantes retos de origen externo

Los grandes cambios en la relación real (o términos) de intercambio de las economías de mercado emergentes y el persistente vigor de la demanda de activos de estos países son dos aspectos destacables de los últimos años con implicaciones fundamentales, no sólo para el crecimiento, sino también para la instrumentación de las políticas monetaria y fiscal.

### *Cambios en la relación real de intercambio*

Los cambios en los precios relativos desde 2002 se han asociado con grandes variaciones en los términos de intercambio en las economías de mercado emergentes. Como ejemplo, los precios en dólares del petróleo casi se duplicaron entre 2001 y principios de 2006, después de una fuerte caída en los años 90. Los precios de los metales de uso industrial y de determinadas materias primas agrícolas también crecieron con rapidez durante el mismo periodo. Al mismo tiempo, los precios mundiales de las manufacturas sólo han

Drásticas variaciones de la relación real de intercambio...

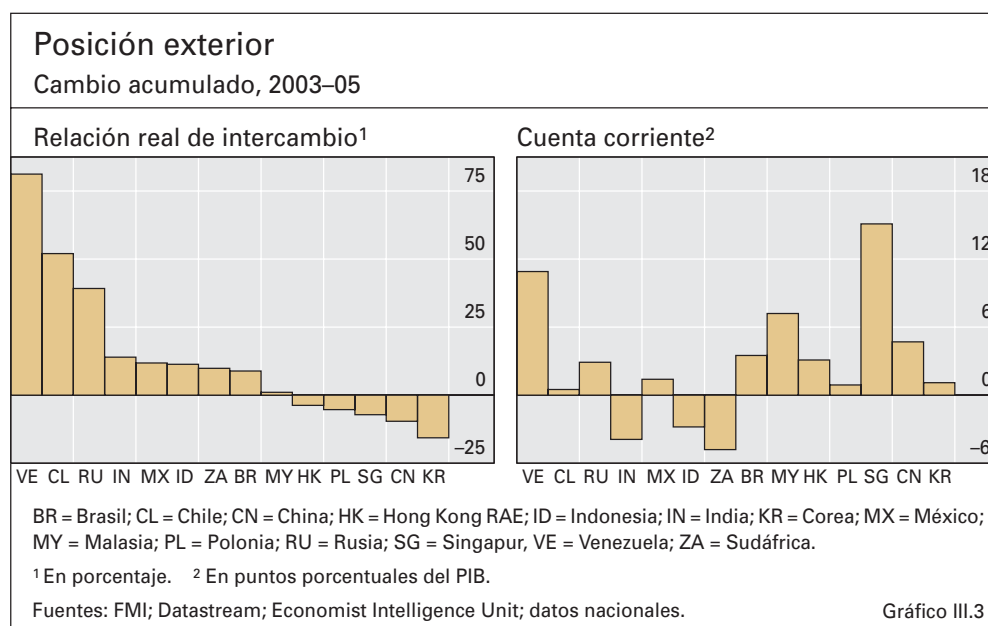
aumentado de forma moderada. En consecuencia, los países exportadores de materias primas han registrado algunas de las mejoras más perceptibles en la relación real de intercambio de los últimos años (véase el Gráfico III.3, panel izquierdo). Por el contrario, los países con una concentración significativa de exportaciones en manufacturas o servicios y con gran necesidad de importar crudo han sufrido pérdidas considerables en sus términos de intercambio.

... han generado superávits por cuenta corriente en algunos países...

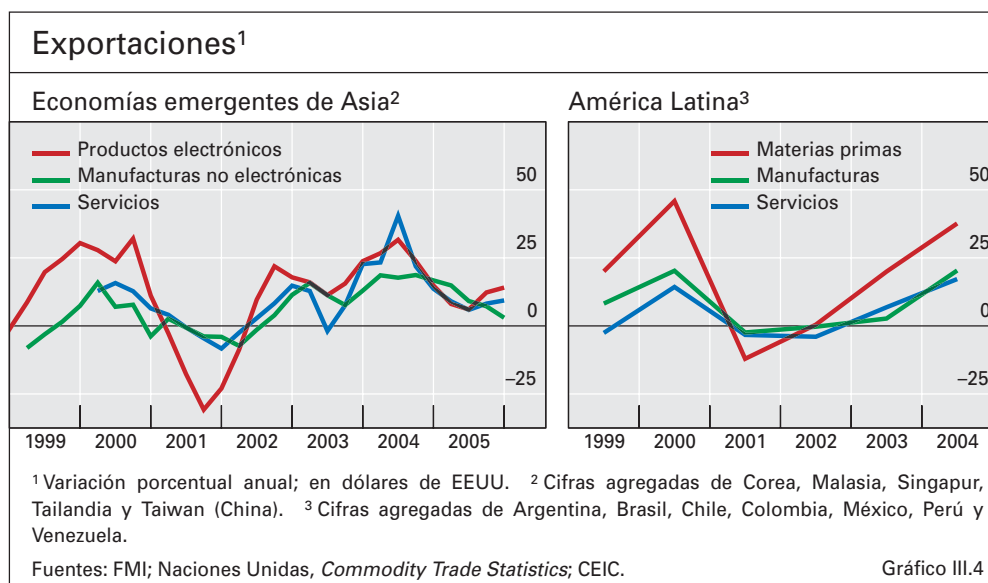
El efecto de los cambios en la relación real de intercambio también ha sido desigual entre los países exportadores de materias primas. La sustancial mejora de la relación real de intercambio ha supuesto mayores superávits por cuenta corriente en varios países de América Latina (véase el Gráfico III.3, panel derecho). Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela se han beneficiado de fuertes subidas de los precios en sus principales exportaciones. Las ganancias procedentes de los aumentos de los precios de exportación también han sido de apreciable magnitud en otras regiones, especialmente en países exportadores de petróleo como Rusia y Arabia Saudita.

... gracias también a mayores volúmenes de exportación...

Al mismo tiempo, muchos países, además de mejorar sus términos de intercambio, se han beneficiado de un gran crecimiento del volumen de sus exportaciones, no únicamente de materias primas, sino también de un amplio abanico de manufacturas y servicios. Por ejemplo, la caída de los precios de los productos básicos exportados por Argentina, cifrada en un 9% el pasado año, quedó compensada de sobra por un incremento del 27% en su volumen de exportaciones. No obstante, en otros países exportadores de materias primas, el aumento de las importaciones y otros pagos excedieron ampliamente el crecimiento de las exportaciones, lo que originó un deterioro neto de su cuenta corriente. Este fue el caso de Sudáfrica, que el año pasado registró un déficit por cuenta corriente récord superior al 4% del PIB.







Hay indicios de que el efecto adverso que han tenido las pérdidas en la relación real de intercambio para los países importadores de materias primas ha sido inferior al esperado, especialmente en Asia, donde la dependencia del petróleo tiende a ser bastante alta. A pesar de una fuerte desaceleración el año pasado, el crecimiento de las exportaciones siguió siendo sólido en la mayor parte de Asia (véase el Gráfico III.4), contribuyendo a contrarrestar las pérdidas en los términos de intercambio. De hecho, parte de los ingresos adicionales de los países exportadores de crudo volvió a la región asiática a través del sector comercial. Es más, las exportaciones asiáticas (excluido Japón) a los países exportadores de petróleo aumentaron un 27% en la primera mitad de 2005. El resultado neto fue que muchas economías asiáticas siguieron disfrutando de elevados superávits por cuenta corriente.

La sostenibilidad del cambio reciente en la relación real de intercambio, en un contexto histórico de alta volatilidad de los precios de las materias primas, constituye una incógnita. Por un lado, es posible que el fuerte crecimiento mundial provoque incrementos aún mayores de la demanda de materias primas. El persistente vigor de la economía china apunta en esa dirección. China representó más del 57% del aumento de la demanda de aluminio del pasado año, del 60% de la de cobre, y de más del 30% de la de petróleo. Esta tendencia podría verse reforzada en el futuro por una gran expansión de la demanda de petróleo y de otros productos básicos por parte de la India. Por otro lado, experiencias anteriores sugieren que los precios de las materias primas no petrolíferas han sido más volátiles y tienen mayor tendencia a revertir a su media que el precio del petróleo. Esto puede deberse, en parte, a diferencias en la estructura de los mercados, ya que la organización tipo cártel en el caso del petróleo facilita el control de la oferta. En cambio, en otros mercados (especialmente los de productos agrícolas) la oferta es más sensible a los niveles de precios. Un aumento de los precios reales de las materias primas aún podría desincentivar la demanda futura, especialmente cuando la innovación tecnológica permita un uso más eficiente de los insumos básicos.

... pero en otros países causaron pérdidas en la relación real de intercambio

¿Perdurarán los favorables términos de intercambio?

### *Fuerte demanda de activos de mercados emergentes*

La demanda de activos de mercados emergentes se fortaleció durante el periodo analizado. Los flujos netos de capital privado alcanzaron en 2005 los 254.000 millones de dólares, cifra visiblemente superior a la de 2004 (véase el Cuadro III.4), y muy por encima de los niveles registrados en el periodo 1998–2002. En el primer trimestre de 2006 parece que volvieron a registrarse flujos voluminosos, aunque recientemente se ha apreciado cierta volatilidad.

Los flujos netos de capital aumentaron significativamente

Los flujos netos de capital hacia Europa central y América Latina aumentaron sustancialmente en 2005, aunque los flujos netos privados dirigidos hacia Asia se redujeron a la mitad. La inversión de cartera y otros flujos privados explican la mayor parte de los cambios en los flujos de capital privado por regiones. En Asia, los flujos netos por inversiones de cartera cambiaron de signo, lo que se tradujo en una salida neta de capitales en 2005 (debido, al menos en parte, a grandes flujos de salida en términos brutos), al tiempo que se reducían también otros flujos privados (entre ellos los préstamos bancarios transfronterizos).

La IED es todavía el factor más importante

La inversión extranjera directa (IED) neta es todavía el principal componente de los flujos netos de capital, alcanzando los 212.000 millones de dólares en 2005, un incremento moderado desde sus niveles de 2004. Su distribución regional también fue similar a la de 2004: 72.000 millones de dólares correspondieron a Asia, 51.000 millones a América Latina y 41.000 millones a Europa central y oriental, repartiéndose el resto uniformemente entre África y Oriente Medio. En algunos casos, la IED recibida en términos brutos fue mayor que en términos netos, debido al aumento de los flujos de IED desde las economías emergentes. Numerosas multinacionales radicadas en mercados emergentes mantienen ahora grandes posiciones inversoras en el exterior. Por ejemplo, en 2004, el volumen de IED en el exterior superó los 100.000 millones de dólares tanto en Singapur (104% de PIB) como en Rusia (18%), alcanzó 69.000 millones en Brasil (11,5%) y se situó entre 32.000 y 38.000 millones en los casos de China (2,4%), Corea (4,7%) y Sudáfrica (18%).

Variaciones significativas entre regiones

Las entradas netas varían considerablemente entre regiones y economías. En Europa central y oriental, donde la integración económica con el resto de Europa siguió avanzando, los flujos netos de entrada excedieron del 6% del PIB, mientras que en América Latina fueron mucho menores. Sólo un reducido grupo de países registró déficits por cuenta corriente relativamente elevados, con la consiguiente necesidad de atraer voluminosas entradas de capital; Hungría, Sudáfrica y Turquía sobresalieron en este aspecto. Otros países con déficit por cuenta corriente son la India, México y Polonia.

Mayor demanda de la deuda de mercados emergentes...

En la situación actual no está claro hasta qué punto el incremento de los flujos de capital hacia economías de mercado emergentes ha sido reflejo de favorables condiciones en los mercados financieros desarrollados (los llamados factores “de empuje”), debido a la evolución de las políticas aplicadas o de la confianza del mercado. La preocupación anterior por si el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos acabaría reduciendo la demanda de activos de mercados emergentes se reveló infundada, al menos hasta mayo de 2006, cuando los precios de los activos en

## Flujos netos de capital privado hacia economías de mercado emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU

	Media anual 1990-97 <sup>1</sup>	Media anual 1998-2002	2003	2004	2005
<b>Economías de mercado emergentes<sup>2</sup></b>					
Flujos totales	130	79	160	231	254
Inversión directa	74	167	158	184	212
Inversión de cartera	50	-3	-4	35	39
Otros flujos privados	6	-85	7	12	3
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-78	70	229	311	511
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-73	-116	-352	-515	-580
<i>Flujos del sector oficial</i>	21	8	-62	-82	-139
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	2	-41	23	56	-46
<b>Asia</b>					
Flujos totales	55	-1	64	120	54
Inversión directa	36	58	68	60	72
Inversión de cartera	15	-5	4	4	-31
Otros flujos privados	4	-54	-9	56	13
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-10	104	166	184	241
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-37	-87	-227	-340	-282
<i>Flujos del sector oficial</i>	6	1	-18	2	5
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	-13	-17	14	34	-18
<b>América Latina</b>					
Flujos totales	48	37	16	6	25
Inversión directa	23	62	35	48	51
Inversión de cartera	31	1	-8	-14	28
Otros flujos privados	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-37	-53	7	18	30
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-19	3	-36	-24	-32
<i>Flujos del sector oficial</i>	3	12	6	-7	-25
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	5	1	7	8	2
<b>Europa central y oriental</b>					
Flujos totales	9	34	52	71	108
Inversión directa	7	23	17	34	41
Inversión de cartera	4	2	6	27	29
Otros flujos privados	-2	9	30	10	38
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-6	-24	-37	-59	-63
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-6	-11	-12	-14	-41
<i>Flujos del sector oficial</i>	0	0	-5	-7	-9
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	4	1	3	9	4
<i>Pro memoria: países exportadores de combustible</i>					
<i>Flujos netos de capital privado</i>	0	-9	13	5	5
<i>Balanza por cuenta corriente</i>	9	60	109	189	347

<sup>1</sup> Para países exportadores de combustible, 1994-97. <sup>2</sup> También incluye África, la Comunidad de Estados Independientes (CIS, en sus siglas en inglés) y Oriente Medio. <sup>3</sup> Un signo negativo indica un aumento. <sup>4</sup> Incluye errores y omisiones.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Cuadro III.4

muchos países disminuyeron de forma acentuada. De hecho, los diferenciales de la deuda soberana siguieron cayendo, incluso mientras los tipos de interés oficiales estadounidenses subían progresivamente en 2004 y 2005 (véase el Gráfico III.5, panel A). Asimismo, se estrecharon los diferenciales soberanos de varios países prestatarios de América Latina, al tiempo que Europa central y oriental también registraba una mejora sostenida. Los diferenciales de la deuda pública de los países asiáticos afectados por la crisis, que a raíz de ésta aumentaron hasta una media de 830 puntos básicos, se han reducido recientemente, aunque todavía se sitúan por encima de los niveles de mediados de 1997 (véase el Gráfico III.5, panel B). Sin embargo, aún está por ver el efecto de un endurecimiento monetario concertado en los principales países industrializados.

... debido a la abundante liquidez internacional...

Existen varios factores “de empuje” que pueden explicar esta disminución de los diferenciales soberanos. Uno de ellos es la creciente diversificación de las carteras de inversión para incluir valores de mercados emergentes. Otro es la abundante liquidez que sigue existiendo en los mercados de bonos de países desarrollados. Todo ello mantuvo en niveles reducidos los rendimientos de los bonos estadounidenses a largo plazo durante 2005, alentando así la búsqueda de rentabilidad. Aunque este efecto ha disminuido en 2006 por la subida de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, hay que señalar que los diferenciales de los bonos de alto rendimiento estadounidenses se estabilizaron hacia el final del periodo analizado, mientras que los de los bonos de mercados emergentes siguieron cayendo (véase el Gráfico III.5, panel A). Por tanto, esta situación no puede atribuirse únicamente a las condiciones financieras mundiales, sino que debe ser también reflejo de la percepción de los inversionistas de que se ha reducido el riesgo de mantener deuda de economías emergentes (véase una explicación más detallada en el Capítulo VI).

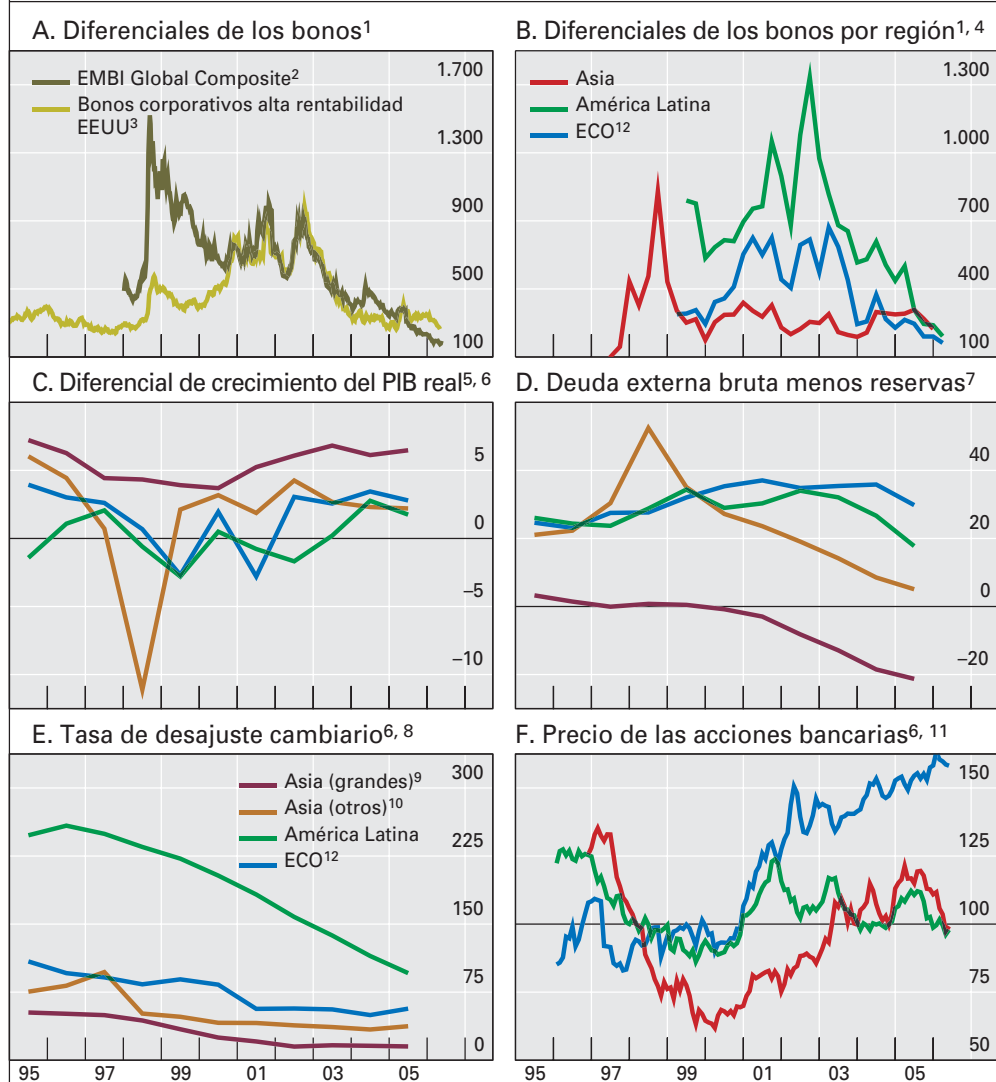
... a la mejora de las variables macroeconómicas fundamentales...

En cuanto a los factores “de arrastre” que afectan a los flujos de entrada de capitales, las variables macroeconómicas fundamentales han mejorado en esta década de cuatro formas principales. La primera han sido las reformas económicas y la mayor integración de la economía mundial, que han elevado las tasas de crecimiento en la mayoría de los países con respecto a las de las principales economías de mercado desarrolladas (véase el Gráfico III.5, panel C). La adhesión a la UE de algunos países de Europa central y oriental, la mayor orientación al comercio en América Latina y la mayor integración de China y la India en la economía mundial han estimulado el crecimiento en los correspondientes países y han potenciado la demanda de bienes producidos por otras economías de mercado emergentes.

... al menor endeudamiento externo...

La segunda mejora han sido los superávits por cuenta corriente, que han permitido a varios países reducir su endeudamiento externo neto. Las reservas de divisas han crecido y se ha cancelado deuda externa, en especial deuda oficial o reestructurada. En algunos casos, el pago de deuda externa se ha realizado recurriendo a reservas en moneda extranjera. Por ejemplo, el año pasado Rusia liquidó su deuda con el FMI y pagó 15.000 millones de dólares a países acreedores miembros del Club de París. En diciembre de 2005, Brasil amortizó deuda por importe de 15.500 millones de dólares al FMI y

## Factores de la demanda de activos de mercados emergentes



Nota: la agrupación de países de Asia y Europa central y oriental (ECO) difiere entre paneles.

<sup>1</sup> En puntos básicos. <sup>2</sup> Sobre bonos del Tesoro de EEUU, según cálculos de JPMorgan Chase. <sup>3</sup> Índice de rentabilidad para una cesta de bonos corporativos sin grado de inversión denominados en dólares de EEUU sobre los tipos de interés de los swaps a diez años. <sup>4</sup> Índices parciales del EMBI Global. Medias regionales basadas en las ponderaciones del índice EMBI Global Composite. <sup>5</sup> Tasas de crecimiento regionales menos el crecimiento en las economías del G-7; en puntos porcentuales. <sup>6</sup> Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>7</sup> En porcentaje del PIB. <sup>8</sup> Proporción de deuda en divisas sobre el total de deuda, dividida por la tasa de exportaciones sobre PIB. <sup>9</sup> China, India y Taiwan (China). <sup>10</sup> Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. <sup>11</sup> Con relación a los índices bursátiles generales, en términos de dólares de EEUU; 1996-2005 = 100. <sup>12</sup> Europa central y oriental.

Fuentes: FMI; Bloomberg; Deutsche Bank Research; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.  
 Gráfico III.5

2.600 millones al Club de París, y en abril de 2006 saldó su deuda en bonos *Brady* (aunque parte de la operación se financió contrayendo nueva deuda externa). Argentina también amortizó su deuda pendiente con las instituciones financieras internacionales (véase el Gráfico III.5, panel D). También en abril de 2006, Nigeria se convirtió en el primer país africano en cancelar su deuda con el Club de París por valor de 30.000 millones de dólares, al devolver 12.400 millones y serle condonado el resto. Una importante contrapartida interna a los crecientes superávits por cuenta corriente y a

la devolución de la deuda externa ha sido el aumento significativo de las tasas de ahorro nacionales. Un ejemplo destacable es la tasa de ahorro para el conjunto de América Latina, que ascendió al 22% del PIB en 2005, cuando a principios de la presente década rondaba el 17%.

... al fortalecimiento de los balances...

La reducción de los desajustes cambiarios (descalces de monedas) constituye la tercera mejora (véase el Gráfico III.5, panel E). Los créditos bancarios internacionales se denominan cada vez más en las monedas locales. Los Gobiernos y otros prestatarios de los mercados de capitales han reducido su dependencia de la deuda en moneda extranjera a medida que han ido emitiendo más títulos locales. Según las estadísticas del BPI, el total de bonos y letras nacionales en circulación emitidos por prestatarios latinoamericanos pasó de 228.000 millones de dólares en 2000 a 379.000 millones en 2005; durante ese mismo periodo, el volumen de títulos de deuda internacionales se redujo en 17.000 millones. La proporción de deuda indiciada al tipo de cambio en los mercados de deuda nacional ha disminuido en varios casos dignos de mención. Así ha ocurrido en Brasil, donde la proporción de este tipo de deuda sobre el total de la deuda pública cayó desde el 37% en 2002 hasta el 2,3% en el primer trimestre de 2006. Los mercados de deuda en moneda local también han aumentado en tamaño, con un incremento acentuado de la negociación internacional de instrumentos financieros domésticos. Cabe destacar que también parece haberse producido una extensión gradual de la estructura de vencimientos de la deuda pública nacional en algunos países. Esta mayor profundidad de los mercados de deuda en moneda local ofrece a los inversionistas internacionales nuevas oportunidades de mejorar considerablemente la rentabilidad. Dado que la rentabilidad de los bonos locales en los mercados emergentes parece responder en mayor medida a factores internos y presenta correlaciones relativamente bajas con la rentabilidad de los mercados desarrollados o con la de otros mercados emergentes, este tipo de instrumentos contribuye potencialmente a la diversificación de carteras.

... y a la mejora de los sistemas bancarios

Una cuarta mejora ha sido la consolidación de las posiciones financieras de los bancos y del sector empresarial no financiero en los últimos años. Las empresas han reducido sus coeficientes de apalancamiento y se ha producido una mejora significativa en los sistemas bancarios de forma generalizada. La rentabilidad sobre activos de los bancos se ha elevado y algunos indicadores apuntan a que ha mejorado su situación patrimonial. Otro indicador sencillo es la razón entre los índices sectoriales de las acciones bancarias y los índices generales de los mercados bursátiles, que se ha recuperado tras experimentar una acusada disminución durante las crisis de finales de los años 90 (véase el Gráfico III.5, panel F).

En resumen, los superávits por cuenta corriente y la reducción del endeudamiento externo neto, junto con mejoras significativas en el crecimiento, en los balances nacionales y en los sistemas bancarios, han respaldado el fuerte resurgimiento de la demanda externa de activos de mercados emergentes. Al mismo tiempo, hay que reconocer que la nueva coyuntura no está exenta de riesgos. Aunque el desarrollo de los mercados de bonos en moneda local puede imponer cierta disciplina a las autoridades

Pero los riesgos persisten

responsables de las finanzas públicas al poner de manifiesto la desaprobación del mercado ante políticas inadecuadas, también podría, en algunos casos, intensificar la tentación de recurrir a una financiación inflacionista. Además, el cambio en la composición de las carteras de los inversionistas nacionales podría afectar a la estabilidad financiera. Por un lado, el mayor número de inversionistas institucionales locales favorece el desarrollo del mercado y la diversificación de riesgos. Por otro, está demostrado que, en algunos países, los títulos de deuda pública nacional se concentran en las carteras de los bancos, lo que les expone a un importante riesgo de tipo de interés.

## Política fiscal

Las mejoras en la relación real de intercambio y el fácil acceso a la financiación para las economías de mercado emergentes, junto con el comportamiento vigoroso de la economía mundial, plantean la cuestión de si estos países han sabido aprovechar adecuadamente esta coyuntura favorable para mejorar sus finanzas públicas, más concretamente para reducir su deuda pública. La reducción de la deuda debería estar entre las prioridades de las economías emergentes, ya que la mayoría de ellas parecen mostrar "intolerancia a la deuda". Es decir, niveles de endeudamiento que soportan bien las economías desarrolladas parecen dejar a las economías emergentes expuestas a potenciales dificultades financieras.

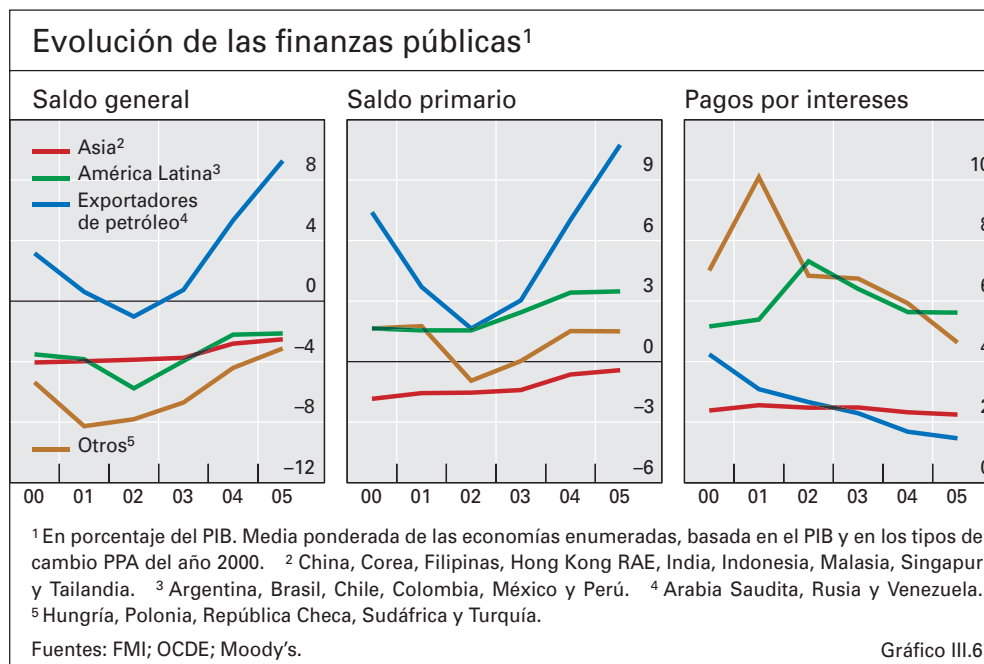
### *El grado adecuado de ajuste fiscal*

Las finanzas públicas han registrado superávits en los últimos años. La mejora en la mediana del saldo general presupuestario de la muestra que recoge el Gráfico III.6 fue de 2,3 puntos porcentuales del PIB entre 2002 y 2005. Los cambios han sido especialmente sustanciales entre los países exportadores de petróleo, mientras que en Asia han sido más reducidos que en otras regiones en los dos últimos años. De la muestra de países del gráfico, aquéllos que ya tenían bajos niveles de deuda pública (por ejemplo Chile, Corea y Tailandia) han mantenido en general superávits presupuestarios, sobre todo los exportadores de petróleo (como Arabia Saudita, Rusia y Venezuela). No obstante, la mayoría de las economías de mercado emergentes todavía registran déficits públicos significativos, con una mediana del 1,6% en términos de PIB en 2005.

Los saldos presupuestarios generales han crecido...

La mediana del pago por intereses de las economías de mercado emergentes se ha reducido, en algunas regiones considerablemente. El descenso de los tipos de interés ha sido particularmente drástico en Argentina y Turquía. En general, los países han aprovechado la mejora en las condiciones de financiación para emitir nueva deuda en términos más favorables. En algunos casos, esto ha facilitado el pago anticipado o la recompra de deuda pública en circulación de mayor coste. En otros, los países han podido obtener por anticipado los recursos necesarios para cubrir sus necesidades financieras a los tipos de interés más bajos vigentes en los últimos trimestres. Se estima que a finales de enero de 2006 los prestatarios de mercados

... los pagos por intereses se han reducido...



emergentes habían cubierto casi la mitad de sus necesidades de financiación para todo el año.

... y los resultados fiscales primarios han mejorado

La tendencia de los resultados fiscales primarios (que excluyen los pagos por intereses) quizá permite evaluar mejor la durabilidad de la evolución reciente de las cuentas públicas (véase el Gráfico III.6, panel central). El superávit primario ha crecido de forma acentuada entre los exportadores de petróleo, aunque también lo ha hecho en otras regiones. Así, en Rusia y Arabia Saudita, el saldo fiscal primario de 2004–05 alcanzó en promedio el 8% y el 16% del PIB respectivamente. También se registraron buenos resultados primarios (entre un 2% y un 7% del PIB) en Argentina, Brasil, Chile y Turquía. Por el contrario, en la India, todavía se observa un déficit primario, aunque también ha ido disminuyendo con el tiempo.

#### *Ajustes de ingresos y de gastos*

Algunas de las mejoras recientes en los resultados fiscales primarios obedecen a factores cíclicos o temporales, lo que genera preocupación por la posible reversión de las posiciones fiscales cuando la coyuntura económica y financiera mundial deje de ser inusualmente favorable. Aunque en general no se dispone de estimaciones fiables y comparables de las posiciones estructurales de las economías emergentes, el análisis de la adopción de medidas para reducir los gastos y aumentar los ingresos de forma permanente da una idea de la durabilidad del ajuste fiscal en algunas economías de mercado emergentes muy endeudadas. En teoría, dichas medidas están diseñadas para minimizar las distorsiones que pudieran afectar al bienestar económico y al potencial de crecimiento.

La reducción del gasto es difícil

A muchas economías emergentes les resulta muy difícil reducir el gasto. Un obstáculo son las partidas fijas de los gastos presupuestarios, que incluyen los pagos por intereses de la deuda, elevados compromisos salariales o de pensiones públicas, o generosas prestaciones sociales. Así ocurre, por



ejemplo, en Brasil y Turquía. En China o la India, así como en países exportadores de petróleo, el incremento de los ingresos debido al rápido crecimiento económico o a las inesperadas subidas del precio del petróleo ha generado presiones para incrementar los salarios del sector público o el gasto social. El aumento de estas partidas, además de dificultar la reducción del gasto, limita las posibilidades de incurrir en gastos necesarios para mejorar la calidad de la función pública o para reforzar sectores prioritarios como la sanidad, la educación o las infraestructuras. Como refleja el Gráfico III.7, últimamente se observa cierta tendencia al aumento del gasto público en las economías de mercado emergentes.

Recientemente, el impacto fiscal de este aumento del gasto se ha visto aliviado por el incremento de los ingresos públicos en porcentaje del PIB patentes en todas las regiones, en especial en los países exportadores de crudo (véase el Gráfico III.7, panel izquierdo). La mediana del coeficiente de ingresos públicos se ha incrementado unos dos puntos porcentuales en esta década, hasta situarse en el 27,1% del PIB en 2005 (comparado con la mediana del 38% de un grupo de países desarrollados). En muchos casos, esta mejora de los ingresos no ha ido acompañada de un aumento del gasto primario.

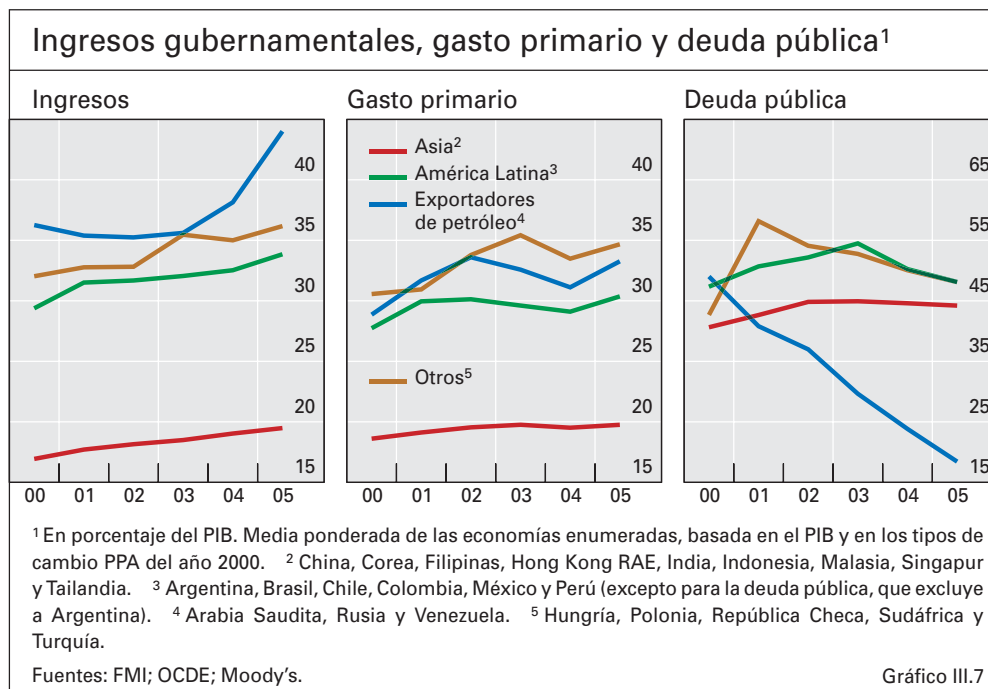
A pesar de su incremento reciente, preocupa el hecho de que los coeficientes de ingresos públicos todavía sean comparativamente bajos en varias economías emergentes. Por ejemplo, los ingresos públicos oscilan entre el 18% y el 20% del PIB en la India y Filipinas, muy por debajo de la media del 29% de Estados Unidos, donde los impuestos son bajos si se comparan con los de otros países desarrollados.

Otra preocupación es que estos incrementos pudieran revertirse en caso de presentarse una fase recesiva del ciclo, salvo que se llevasen a cabo reformas estructurales que mejorasen de forma permanente la posición fiscal.

El mayor coeficiente de ingresos públicos ha ayudado...

... pero en algunos casos aún es bajo...

... y se requieren reformas estructurales



En este sentido, el progreso ha sido dispar. En Filipinas, por ejemplo, se espera que la reciente ampliación del ámbito de aplicación del impuesto sobre el valor añadido repercuta en un aumento significativo de los ingresos. No obstante, asegurar las mejoras fiscales probablemente requiera limitar cualquier crecimiento posterior del gasto. En la India, la Ley de Responsabilidad Fiscal y Gestión Presupuestaria promulgada en 2003 tiene por objetivo equilibrar el componente de gasto corriente del presupuesto (excluida la inversión) para 2008. También se ha progresado en la ampliación de la base impositiva del sector servicios. En Turquía, existe una clara necesidad de ampliar la base impositiva para incluir el amplio sector informal y para aumentar la cobertura del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto de sociedades. No obstante, estas medidas también llevarán tiempo. En algunos países se han conseguido niveles relativamente altos de ingresos públicos en proporción del PIB, aunque con frecuencia a través de impuestos con grandes efectos de distorsión, como los gravámenes sobre transacciones financieras. Un estudio reciente sobre la aplicación de este tipo de impuestos en Brasil revela que el cambio a un sistema menos distorsionador podría reforzar el crecimiento económico sin reducir los ingresos fiscales.

#### *Implicaciones del encarecimiento de las materias primas*

Desde 2003, las fuertes subidas de los precios de las materias primas han presentado dos retos fundamentales para la política fiscal. En primer lugar, algunos países importadores de petróleo, especialmente en Asia, han tenido que tomar una decisión sobre las subvenciones destinadas a reducir la factura energética. El aumento del precio del crudo ha acrecentado el coste de dichos subsidios y ha exacerbado las distorsiones que resultan de proteger a los consumidores (y en ocasiones a las empresas) de los cambios en los precios. En algunos casos, el coste de los subsidios se ha traspasado en gran medida a las compañías petrolíferas estatales, a las que no se permite subir los precios minoristas. Estos precios artificialmente bajos han provocado escasez de abastecimiento, han empujado a las compañías petrolíferas locales a vender en el extranjero y han estimulado el contrabando. Algunos países han reaccionado eliminando dichas subvenciones, como Tailandia, que suprimió los subsidios a los combustibles en 2005, mientras que la India e Indonesia los redujeron significativamente, lo que provocó un repunte de los precios de los carburantes. Como se analiza más adelante, el creciente coste de estas ayudas fiscales y los esfuerzos para reducirlas han disparado la inflación general, lo que ha complicado la instrumentación de la política monetaria.

En segundo lugar, los productores deberían responder con prudencia al efecto fiscal de subidas inesperadas e insostenibles de los precios de las materias primas. Dado que es probable que dichas alzas de precios sean temporales, los esfuerzos deben centrarse en limitar el incremento del gasto, que tiende a ser más permanente. Esto también contribuiría a mitigar el indeseado carácter procíclico del gasto público. Además, en el caso del petróleo y de otras materias primas no renovables, el déficit primario, excluidos los ingresos fiscales que obedecen al precio de las materias primas, debería fijarse de tal forma que parte de las ganancias generadas pueda

Los ingresos  
extraordinarios  
deben ahorrarse

invertirse en activos financieros, con cuya rentabilidad podrá financiarse el gasto una vez que las materias primas se hayan agotado. En algunos países, como Chile y Rusia, existen fondos de estabilización que se dotan con las ganancias extraordinarias por los precios de los productos básicos. En 2005, México también adoptó las medidas legislativas necesarias para destinar estos ingresos extraordinarios a financiar la inversión de empresas públicas, particularmente de la petrolera Pemex, y a incrementar sustancialmente un fondo de estabilización petrolero. Sin embargo, la constitución y gestión de este tipo de fondos no han estado exentas de dificultades en algunos países. Por ejemplo, en Venezuela, un fondo macroeconómico de estabilización quedó seriamente mermado tras una huelga importante en la producción de petróleo en 2002. Si bien los ingresos petroleros extraordinarios se han dedicado en parte a acumular reservas y a cancelar la deuda, el fondo no se ha reconstituido últimamente. En cambio, se están asignando cantidades significativas de recursos a financiar el gasto público corriente.

La experiencia reciente de Rusia, que ha mejorado llamativamente su posición financiera neta, ilustra las repercusiones fiscales de este tipo de ingresos excepcionales. La deuda pública rusa en términos brutos se ha reducido marcadamente, desde 96% del PIB en 1999 hasta una estimación del 14% en 2005. En parte, esto se ha debido al pago anticipado de la deuda, principalmente al FMI y al Club de París el pasado año. Además, un fondo de estabilización petrolífero constituido en 2004 acumulaba 43.000 millones de dólares a finales de 2005. Los superávits primarios también han crecido, pasando del 2,7% del PIB en 2002 a cerca del 8,7% en 2005. Al tiempo que los grandes superávits primarios han suavizado las presiones sobre la demanda agregada procedentes de estos ingresos extraordinarios, la política fiscal se ha relajado de manera considerable últimamente. Las propuestas orientadas a gastar una mayor proporción de dichos ingresos, por ejemplo en mayores salarios y pensiones en el sector público, y a aumentar el gasto en infraestructuras hacen temer un posible agravamiento de las presiones inflacionistas. Asimismo, los altos precios del petróleo podrían debilitar el proceso de reformas microeconómicas, que incluye mejoras en la administración tributaria.

Rusia ha reducido su deuda

#### *Reducción y sostenibilidad de la deuda*

En los últimos años, la relación entre deuda pública y PIB ha tendido a reducirse en las economías de mercado emergentes (véase el Gráfico III.7, panel derecho), especialmente en Brasil, Indonesia, Rusia y Turquía, así como en Argentina tras el canje de su deuda en 2005. En cambio, estas medidas de endeudamiento se han mantenido estables en Asia.

A pesar de todo, la mediana de los cocientes de deuda pública sobre PIB en las economías de mercado emergentes aún ronda el 46%, nivel suficientemente alto como para preocuparse por la sostenibilidad de la deuda. Las tasas de endeudamiento están bastante por encima de la mediana en la India, Argentina, Filipinas, Brasil y Turquía, pero se sitúan por debajo en varias economías asiáticas (como Corea y Tailandia), en países exportadores de crudo y en Chile. Las cifras de endeudamiento publicadas por China

Los cocientes de deuda pública han disminuido pero aún son altos...

son relativamente bajas, si bien la consolidación fiscal continúa siendo una prioridad. Además, en el sistema financiero hay pasivos contingentes que podrían llegar a ser sustanciales, al tiempo que los objetivos sociales y de desarrollo que se han fijado resultarán costosos.

... lo que genera riesgos específicos

Los casos de Turquía y Brasil ilustran los retos que plantean altas tasas de deuda pública. En ambos países, el crecimiento económico y las políticas implementadas permitieron obtener considerables superávits primarios en 2005 (7% del PIB en Turquía y casi 5% en Brasil), mientras que los menores tipos de interés y la apreciación de sus monedas han contribuido a reducir significativamente los pagos por el servicio de la deuda y las tasas de endeudamiento en la presente década. El endeudamiento de Turquía cayó desde su máximo reciente del 107% al 73% del PIB en 2005, mientras que el de Brasil se contrajo del 65% al 52%. En ambos países las proyecciones apuntan a reducciones adicionales si se mantuviese la orientación reciente de la política fiscal y no se produjesen drásticas desaceleraciones del crecimiento o incrementos en los tipos de interés. No obstante, las perspectivas de la deuda serían menos favorables bajo otros supuestos; por ejemplo, si el crecimiento económico y los tipos de interés se situasen en sus medias históricas. El endeudamiento público de Turquía y de Brasil es sensible a perturbaciones de los tipos de interés, ya que la proporción de deuda con vencimiento a corto plazo o ligada al tipo de interés continúa siendo significativa. En consecuencia, tanto uno como otro podrían mejorar la capacidad de reacción de sus economías si continuasen aplicando políticas que ya han facilitado la reducción del endeudamiento y han reforzado su credibilidad.

El déficit fiscal ha disminuido en la India

En la India, también es un desafío conseguir que la deuda sea sostenible a largo plazo, aunque los riesgos se atenúan por el hecho de que el Gobierno no se endeuda en moneda extranjera y los bancos mantienen inmovilizada en sus carteras gran parte de la deuda pública. Aunque ha habido importantes reducciones en el déficit presupuestario general total en los últimos años, el porcentaje previsto del 7,7% del PIB para 2005–06 (frente al 10% del PIB en 2002–03) sigue siendo demasiado alto.

## Políticas monetaria y de tipo de cambio

En el contexto de una vigorosa demanda mundial, el crecimiento se vio estimulado por las dos principales alteraciones que afectaron a las economías de mercado emergentes en el periodo analizado: un nuevo incremento generalizado de los precios de las materias primas y la mayor demanda de activos de estos países. Sin embargo, estas dos perturbaciones inclinan los riesgos hacia un aumento de la inflación, lo que plantea ciertos retos para la política monetaria. Los elevados precios de las materias primas tienden a aumentar directamente la inflación, tanto para los países que las exportan como para aquéllos que las importan, aunque los primeros también ven potenciados sus ingresos. La mayor demanda exterior de activos de mercados emergentes también tiende a estimular la demanda agregada y podría generar inflación a través de la relajación de las restricciones a la financiación.

Riesgo inflacionario

El margen de capacidad ociosa se ha estrechado y, en algunos casos, los mercados de trabajo se han tensado. Aunque la inflación se ha mantenido en general baja, en algunos países se han producido subidas acentuadas y los riesgos inflacionistas se han hecho cada vez más claros.

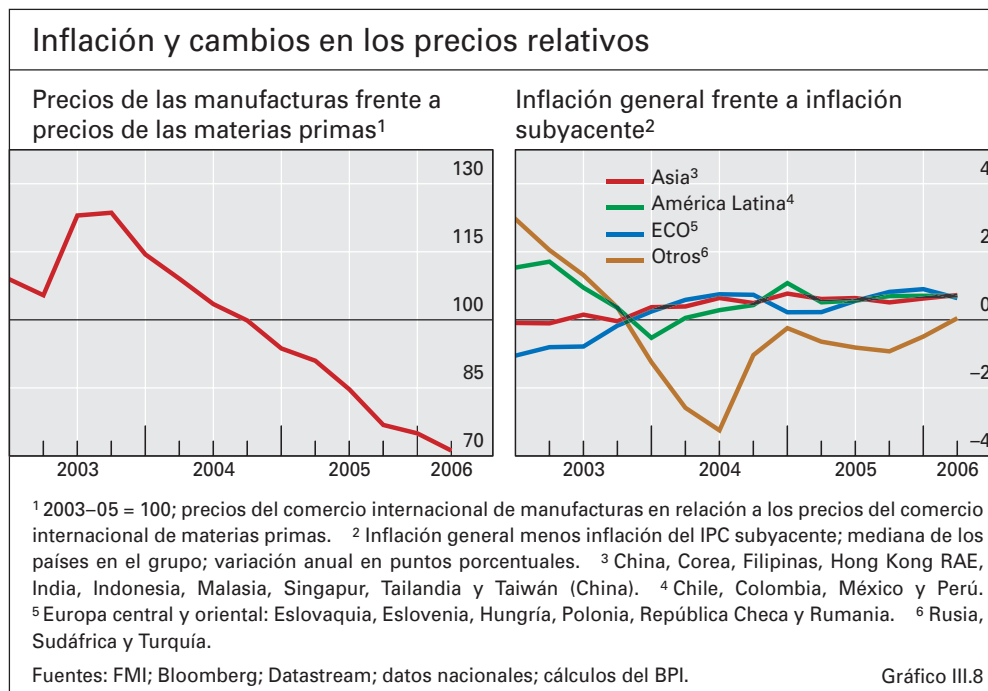
*Implicaciones de las alteraciones de los precios relativos*

El primer aspecto que complica la conducción de la política monetaria es la evaluación de las alteraciones sobre los precios relativos. Mientras las materias primas se han encarecido, los precios de las manufacturas en los mercados internacionales apenas lo han hecho (véase el Gráfico III.8, panel izquierdo). Si esta perturbación del precio de los productos básicos se previese reversible no constituiría una amenaza importante para la inflación subyacente, pero los cambios a más largo plazo en los precios relativos son más problemáticos, como bien ilustra la experiencia reciente. El encarecimiento de las materias primas ha abierto una brecha entre la inflación general y la subyacente que se ha mantenido durante un largo periodo (véase el Gráfico III.8, panel derecho), lo que plantea la cuestión de si las autoridades monetarias deberían conceder más importancia a los movimientos de la inflación subyacente o a los de la inflación general al medir los riesgos inflacionarios y formular la política monetaria.

Deben tomarse en consideración dos aspectos opuestos. El primero es que el encarecimiento de las materias primas está siendo bastante prolongado (aparentemente por el continuo reforzamiento de la demanda), ya ha elevado la inflación general y, en algún momento, podría influir sobre las expectativas de inflación. El segundo es que, a pesar de lo anterior, en buena parte de los mercados emergentes todavía no hay señales evidentes de mayores expectativas de inflación, ni las consiguientes presiones sobre los salarios.

Las perturbaciones de los precios relativos complican la política monetaria

Precios altos de las materias primas pero expectativas estables



Parece que en las economías emergentes se están produciendo cambios estructurales en el proceso de formación de precios similares a los observados en las economías desarrolladas (véase el Capítulo II). De hecho, los precios de los bienes y servicios (incluidos los salarios) parecen haberse vuelto menos sensibles a las perturbaciones provocadas por alteraciones específicas de precios o incluso a variaciones del nivel de utilización de la capacidad.

El aumento o disminución de la inflación general...

Estas consideraciones conllevan implicaciones contrapuestas a la hora de aplicar las políticas. Por un lado, el persistente encarecimiento de las materias primas hace aconsejable trabajar sobre las expectativas, centrándose en la inflación general. Por otro, si el comportamiento de los precios ha variado de forma considerable, se haría necesaria una respuesta más contenida de las políticas, basada en el supuesto de que la inflación general acabará cayendo hasta los niveles de la subyacente.

... depende de los factores que intervienen en la formación de precios

Resulta difícil valorar si la inflación subyacente aumentará hasta los niveles de la general o si ésta caerá a los niveles de la subyacente. Para ello, habría que resolver si perdurarán tanto la alteración de los precios de las materias primas como los cambios en el proceso de fijación de precios que parecen haber anclado los precios subyacentes hasta ahora. En cuanto al segundo interrogante, China es un elemento clave, al no registrar en la actualidad niveles de inflación muy bajos a pesar de que el crecimiento económico es lo suficientemente alto como para presionar al alza los precios mundiales de las materias primas. Ello podría explicarse por las notables ganancias de productividad en el sector manufacturero, que podrían resultar duraderas y tener efectos persistentes en los salarios y precios, tanto en China como en otros países.

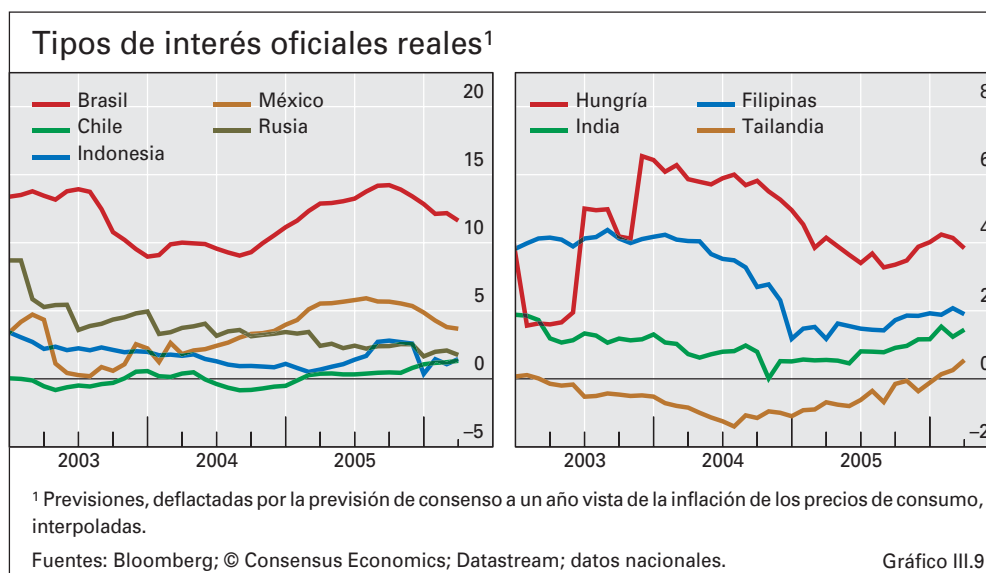
La inflación sigue representando un riesgo

Sin embargo, en el pasado China ha experimentado brotes de inflación tras largos periodos de rápido crecimiento. Además, es posible que la inflación de China esté de hecho aumentando, pero que esta subida no esté reflejada en los datos por no tenerse suficientemente en cuenta la inflación de los precios de los servicios al elaborar el índice de precios. Finalmente, las presiones inflacionistas parecen ya significativas en una serie de economías de mercado emergentes.

Los primeros en reaccionar han obtenido mejores resultados

Con este trasfondo de incertidumbre, las fluctuaciones de los precios relativos durante los últimos años han producido diferentes respuestas de política monetaria, con tendencia general al endurecimiento. Algunos productores de materias primas se han centrado más en la inflación general que en la subyacente. Los tipos de interés oficiales de Brasil, Chile y México subieron en una fase relativamente temprana del proceso, evitando la erosión de los tipos de interés reales ex ante, a medida que aumentaban las previsiones inflacionistas (véase el Gráfico III.9). Por el contrario, el tipo de interés real en Rusia se ha movido a la baja.

En algunos países asiáticos, la política monetaria incidió más sobre la inflación subyacente que sobre la general en un primer momento, al considerar las autoridades que la perturbación de los precios de los productos básicos era temporal, con pocas posibilidades de que se extendiese a las expectativas. Sin embargo, los tipos de interés oficiales subieron con fuerza más adelante, cuando las perturbaciones empezaron a revelarse más



persistentes. En algunos países importadores de petróleo (como la India, Indonesia, Malasia y Tailandia) las subvenciones a los consumidores de energía suavizaron inicialmente el efecto del encarecimiento del petróleo sobre el precio local. No obstante, al durar dicho encarecimiento más de lo previsto, varios países se vieron forzados a recortar drásticamente sus subvenciones energéticas ante los crecientes costes (hasta un 3,5% del PIB en 2005 en el caso de Indonesia). También se elevaron los tipos de interés ante el riesgo de que las expectativas de inflación se vieran afectadas de otro modo.

La supresión de las subvenciones elevó los precios...

A pesar de que en Indonesia ya estaban subiendo los tipos de interés en anticipación del repunte de la inflación tras los últimos recortes en las subvenciones energéticas, el drástico aumento de la inflación registrada se transmitió a las expectativas. Una oleada de inestabilidad afectó a los mercados cambiarios y de bonos domésticos, a medida que los tipos de interés oficiales más altos provocaron la desinversión en deuda pública por parte de los fondos de inversión. Más tarde la situación se estabilizó, habiéndose recuperado la rupia desde entonces. En Tailandia, donde la inflación se mantuvo baja a pesar del tipo de interés real negativo, las autoridades monetarias subieron rápidamente los tipos de interés al hacerse evidente la transmisión a las expectativas y elevarse la inflación. En Filipinas, donde el tipo de interés real era más alto, las autoridades tardaron más en subir los tipos oficiales, a pesar del aumento de la inflación en 2004 debido a la influencia de ciertos factores por el lado de la oferta. Dichas subidas estabilizaron la inflación en 2005, aunque en 2006 ha vuelto a subir.

... pero las reacciones fueron distintas

#### *Respuestas a las presiones alcistas sobre el tipo de cambio*

El tipo de cambio a menudo se ve sometido a intensas presiones alcistas en países con fuerte crecimiento de la demanda, superávit por cuenta corriente (gracias a la mejora de la relación real de intercambio) y cuantiosos flujos de entrada de capitales. Esto plantea un dilema a las autoridades, que pueden optar por permitir la apreciación de la moneda o tratar de prevenirla, relajando

Las presiones alcistas plantearon un dilema

la política monetaria o interviniendo en los mercados de divisas. La apreciación de la moneda nacional podría mitigar los riesgos inflacionarios, atenuar los efectos del encarecimiento de las materias primas sobre los precios y los ingresos de los exportadores y reducir las presiones sobre la capacidad productiva en los países que experimentan una fuerte demanda. También podría suavizar la tendencia a relajar las condiciones de financiación en los países que reciben elevados flujos de capital. Sin embargo, apreciaciones rápidas o muy fuertes de la moneda pueden tener efectos adversos sobre la competitividad.

A veces la relajación monetaria es conveniente

Evitar dicha apreciación relajando la política monetaria o interviniendo en los mercados de divisas puede tener otros inconvenientes. En regímenes con objetivo explícito de inflación, una política monetaria más laxa sólo sería apropiada cuando se espera que la apreciación de la moneda sitúe la inflación por debajo del objetivo. Distinto sería si la apreciación fuese una respuesta para compensar la expansión de las entradas de capital y las mejoras notorias de los términos de intercambio, ya que en tal caso la relajación de la política monetaria podría exacerbar los riesgos inflacionistas.

Las intervenciones cambiarias pueden evitar desajustes

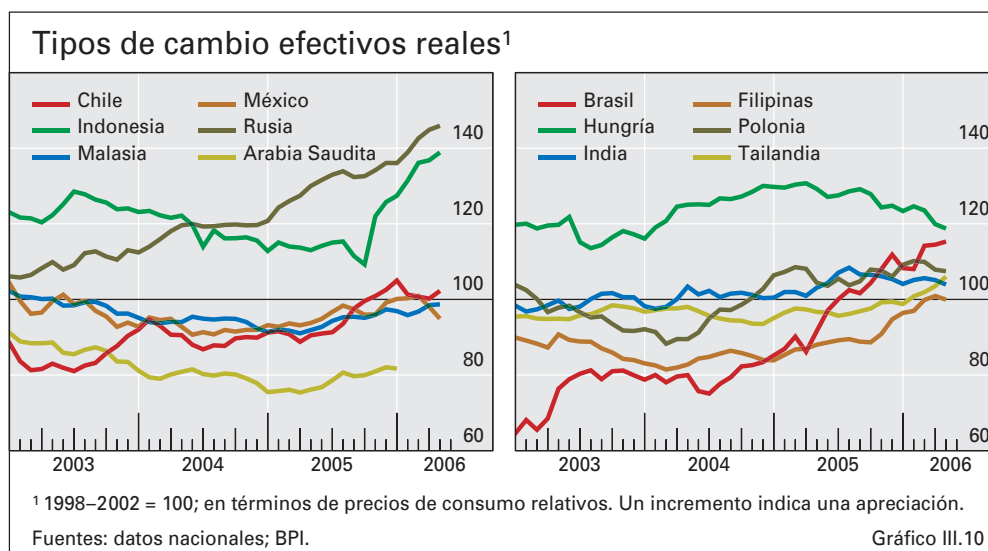
Si la presión sobre los tipos de cambio se considera pasajera (por ejemplo, si se espera que se reviertan algunos flujos de entrada de capitales o que la relación real de intercambio se reduzca más adelante), entonces las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario pueden ser preferibles a la relajación de la política monetaria como forma de evitar la apreciación. Los problemas se acumulan, sin embargo, a medida que la intervención se prolonga, ya que se hace más difícil esterilizarla, lo que de nuevo provoca una laxitud indeseada en las condiciones de financiación internas e imprime un impulso inflacionista. Incluso aunque fueran esterilizadas completamente, las intervenciones a gran escala podrían distorsionar los mercados financieros nacionales, a causa del volumen de emisión de deuda que requeriría una completa esterilización.

#### *Respuestas según los regímenes de política monetaria*

Algunos países han permitido la apreciación

Las soluciones al citado dilema han variado considerablemente en los distintos países, dependiendo hasta cierto punto de la manera en la que el régimen monetario de cada país ha influido en la respuesta de éste a las variaciones del tipo de cambio nominal. Algunos países, normalmente aquéllos con regímenes basados en objetivos de inflación, han optado por flexibilizar su tipo de cambio. Por ejemplo, entre los exportadores de materias primas donde se anticipaban presiones alcistas por la mejora en la relación real de intercambio, Brasil y Chile experimentaron apreciaciones significativas del tipo de cambio nominal entre principios de 2005 y comienzos de 2006, que se han reflejado en una apreciación significativa del tipo de cambio efectivo real (véase el Gráfico III.10). Esto contrasta con otros países que optaron por una mayor estabilidad de los tipos de cambio nominales, como Argentina y Rusia, cuyos regímenes monetarios pueden calificarse de híbridos, y Arabia Saudita y Venezuela, con tipos de cambio fijos. Aun así, a excepción de Arabia Saudita, los tipos de cambio reales se han apreciado en estos países debido al incremento de la inflación. En Rusia, las autoridades han reconocido la





necesidad de permitir una mayor apreciación del tipo de cambio nominal para contrarrestar el incremento de la liquidez y quitar fuerza al exceso de demanda.

Las autoridades de China y de buena parte de otros países asiáticos han intervenido durante años a gran escala para moderar la apreciación. Esta intervención masiva y sostenida situó las reservas chinas en 875.000 millones de dólares a finales de abril del presente año. Los países exportadores de petróleo han contribuido sustancialmente al volumen de activos financieros exteriores mantenidos como reservas oficiales (véase el Cuadro III.5). En el resto de países, la cadencia de acumulación de reservas de divisas parece haber disminuido con respecto a los ritmos vertiginosos de 2003 y 2004. Aunque el grado de esterilización ha variado, su efecto potencial sobre los

Grandes  
intervenciones en  
Asia

Reservas de divisas							
	Volumen de reservas <sup>1</sup>				En relación a los títulos de deuda pública <sup>2</sup>		
	2000	2004	2005	Abr 2006 <sup>3</sup>	2000	2004	2005
Total economías emergentes	973	2.094	2.487	2.679	39	59	64
Países exportadores de petróleo <sup>4</sup>	110	282	386	443	26	61	78
China	166	610	819	875	-7	104	152
Otros países asiáticos <sup>5</sup>	529	962	1.003	1.060	103	100	93
América Latina <sup>6</sup>	88	111	121	124	12	13	10
Otras economías emergentes <sup>7</sup>	80	129	159	177	28	15	19

<sup>1</sup>A finales de año; en miles de millones de dólares de EEUU. <sup>2</sup>En porcentaje. Calculado como la proporción entre el volumen de reservas de divisas excluido el efectivo en circulación y los títulos de deuda pública nacionales e internacionales en circulación. Para Argelia, Egipto, Nigeria, Omán, Qatar y Venezuela, se incluyen sólo títulos de deuda internacionales; para India, sólo títulos nacionales. <sup>3</sup>O últimos datos disponibles. <sup>4</sup>Argelia, Egipto, México, Nigeria, Omán, Qatar, Rusia y Venezuela. <sup>5</sup>Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>6</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. <sup>7</sup>Hungría, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.  
Fuentes: FMI; BPI. Cuadro III.5

mercados financieros locales podría calcularse comparando las reservas con los títulos de deuda pública en circulación. En los casos en que este cociente es alto, como en Asia, los posibles efectos distorsionadores sobre la intermediación financiera merecen ser estudiados detenidamente.

Esfuerzos para atajar el exceso de liquidez

Varios países han empezado a valerse de otros instrumentos para resolver el dilema antes mencionado. En los estados bálticos y del sudeste europeo, las autoridades han recurrido a medidas directas como incrementos del coeficiente de reservas mínimas y límites prudenciales más estrictos. Con el fin de cumplir los criterios de Maastricht y sumarse a los protocolos del nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II), estos países están tratando de controlar la inflación y mantener la estabilidad del tipo de cambio. No obstante, el uso de instrumentos directos en estos países plantea dudas sobre posibles ineficiencias y costes para el sistema financiero.

Presiones bajistas

Mientras los países antes indicados se han centrado en responder a las presiones tendentes a la apreciación, otros experimentaron presiones bajistas significativas en 2005 o en el primer trimestre de 2006. Por ejemplo, la rupia de Indonesia se depreció un 11% frente al dólar estadounidense en agosto de 2005 debido a la incertidumbre por la carga fiscal derivada de las subvenciones energéticas ante el encarecimiento del petróleo, aunque después se ha recuperado. El forint húngaro se depreció entre febrero y comienzos de abril de 2006, también por el recelo ante la situación fiscal y la posición en cuenta corriente.

#### *Consecuencias de estas respuestas*

Cabe preguntarse si puede demostrarse la influencia que han tenido para la inflación observada las diferencias en los regímenes de política monetaria y en la atención prestada a los tipos de cambio.

La inflación se moderó en países con objetivos explícitos de inflación...

Como resume el Cuadro III.6, la respuesta es variada. Los países con objetivos explícitos de inflación, en los que el tipo de cambio se dejó fluctuar con relativa libertad, han registrado en general una tasa de inflación moderada. Dentro de este grupo, Corea muestra pocas señales de inflación en los precios de consumo, mientras que las tasas de inflación en Brasil y Turquía se han conseguido reducir hacia el objetivo desde niveles altos. En México la inflación ha disminuido hasta quedar comprendida en el intervalo objetivo por primera vez desde su adopción, y en Chile también se encuentra dentro del margen objetivo. Ambos países permitieron el ajuste de su tipo de cambio y elevaron pronto sus tipos de interés oficiales. En Colombia y Perú, países productores de materias primas también con objetivos de inflación, se han observado resultados similares.

... fue incluso más baja en regímenes con tipo de cambio fijo...

No obstante, la mediana de la inflación de los países con regímenes de tipo de cambio fijo fue menor que en aquéllos con objetivos explícitos. Tanto China como Arabia Saudita presentan situaciones extrañas, ya que la inflación de los precios de consumo ha permanecido muy baja en ambas, a pesar del rápido crecimiento y de los síntomas de liquidez elevada. Sin embargo, el anclaje del tipo de cambio no asegura siempre una inflación baja. Valga el ejemplo de Venezuela, donde el tipo de cambio fijo no ha impedido que se registre una inflación de dos dígitos.

Indicadores utilizados en diferentes regímenes de política monetaria			
Mediana de los datos de los países para 2004–05, excepto indicación en contrario			
	Países con:		
	Objetivo de inflación <sup>1</sup>	Regímenes híbridos <sup>2</sup>	Objetivo de tipo de cambio <sup>3</sup>
IPC general <sup>4</sup>	3,9	7,0	2,9
Inflación con respecto al objetivo/socio <sup>5</sup>	0,2	.	1,0
Tipo de interés real <sup>6</sup>	2,4	0,7	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal <sup>4</sup>	3,8	0,2	-2,3
Reservas de divisas <sup>4</sup>	12,5	16,4	18,5
Crédito del sector privado <sup>4</sup>	15,2	24,8	29,4

<sup>1</sup> Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. <sup>2</sup> Argentina, India, Indonesia, Rumanía, Rusia, Singapur y Taiwan (China). <sup>3</sup> Arabia Saudita, China, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hong Kong RAE, Letonia, Lituania, Malasia y Venezuela. <sup>4</sup> Variación porcentual anual. <sup>5</sup> Divergencia respecto del centro de los intervalos de objetivos de inflación o respecto del objetivo implícito de su principal socio (1,8 para la zona del euro, 2,0 para EEUU), en puntos porcentuales. <sup>6</sup> Tipo de interés del Banco Central o tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, deflactados por las previsiones del IPC a un año vista realizadas por Consensus, interpolados.

Fuentes: FMI; Bloomberg; © Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro III.6

La inflación más alta se registró en países con sistemas híbridos que no han adoptado plenamente objetivos de inflación o no utilizan un ancla nominal explícita. Algunos de ellos parecen conceder gran importancia a la estabilidad cambiaria, a juzgar por la pequeña variación de la mediana del tipo de cambio nominal. Estos países también han gozado de mayor liquidez que aquellos con objetivos explícitos de inflación.

... y la más alta se registró en regímenes híbridos

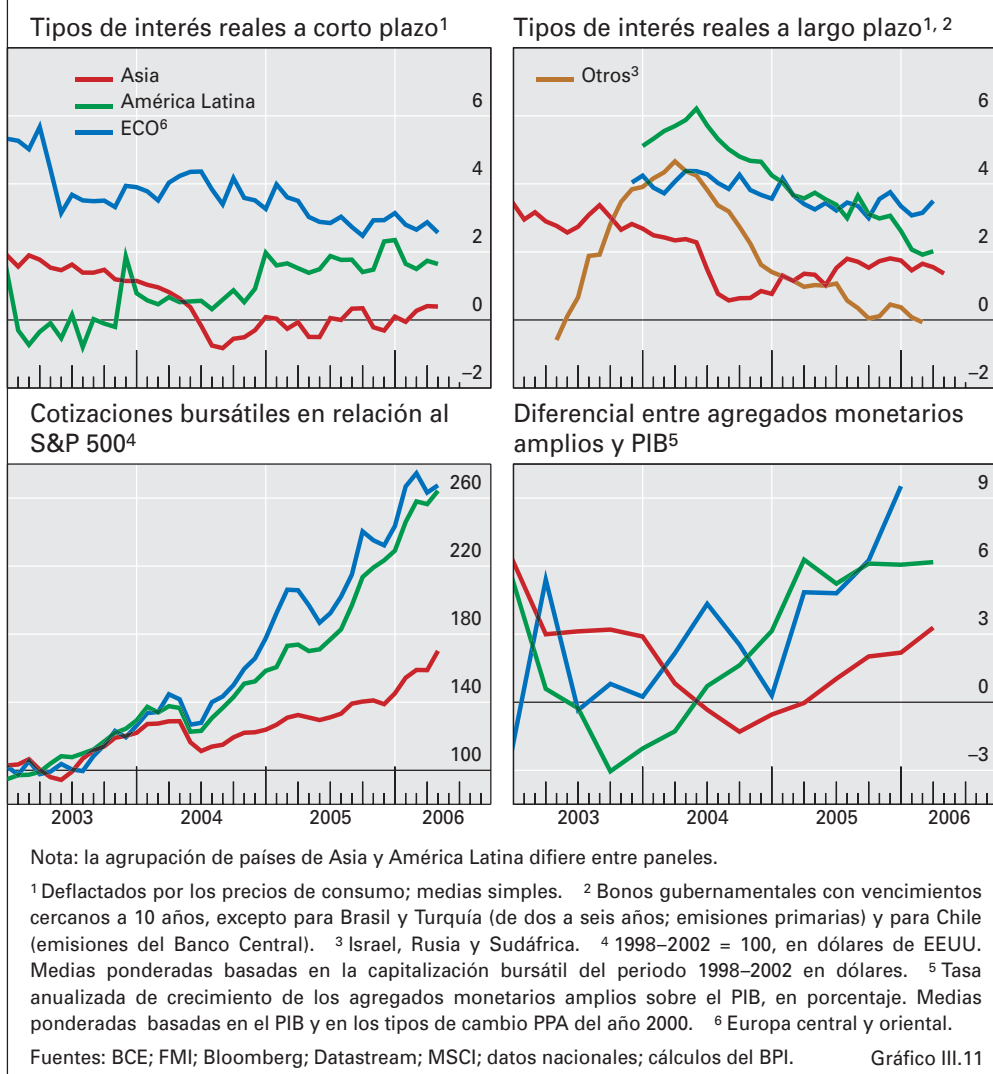
Entre los países con sistema híbrido, Argentina y Rusia han registrado inflación de dos dígitos, manteniéndose su tipo de cambio nominal relativamente estable. Su experiencia sugiere que realmente existen riesgos asociados a la resistencia a la apreciación como respuesta a las perturbaciones externas. En estos países, los datos de los precios industriales también muestran la inminencia de niveles significativos de inflación. Los precios administrados o controlados enmascaran un problema de inflación potencialmente más serio.

Pese a las medidas de endurecimiento adoptadas últimamente en algunos países, las perturbaciones externas recientes y las respuestas de política monetaria han venido acompañadas, en general, de condiciones financieras expansivas en las economías emergentes. Así se desprende de la persistencia de tipos de interés reales en niveles bajos, a pesar de la fortaleza de la actividad económica y de los significativos incrementos de los agregados monetarios amplios (véase el Gráfico III.11). Sin embargo, las cotizaciones bursátiles, que habían seguido un marcado recorrido al alza, se desplomaron en mayo de 2006 en varios países.

Las condiciones de financiación han sido favorables

La principal conclusión es que, aunque ahora sean difíciles de observar, los riesgos inflacionarios en las economías de mercado emergentes han

## Condiciones en los mercados financieros



El riesgo de inflación ha aumentado

aumentado. La experiencia reciente también ha mostrado cómo puede afectar la política monetaria al sistema financiero. Intervenciones a gran escala o relaciones monetarias prolongadas para mantener bajo el tipo de cambio pueden afectar a los balances del sector privado (especialmente de los bancos), reducir los tipos de interés reales, acelerar el crecimiento del crédito y promover la acumulación de deuda. Los efectos de los desequilibrios resultantes, ya sea sobre la inflación o sobre el crecimiento, tardarán algún tiempo en dejarse sentir plenamente, pero serán mayores cuanto más tiempo se permita que continúe el estímulo monetario.