



## Introducción

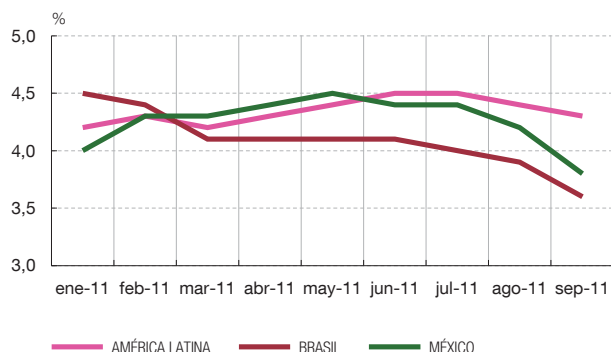
El cambio en el entorno internacional ocurrido durante el verano, con un notable deterioro de las perspectivas de recuperación en las principales economías y la agudización de la crisis en el área del euro, ha terminado por afectar a las economías latinoamericanas, que hasta esa fecha se habían mantenido en gran medida al margen de los acontecimientos en los mercados internacionales.

Además del impacto más inmediato en los precios de los activos financieros, el cambio se ha operado en una doble vertiente. Por una parte, ha tenido lugar un punto de inflexión en las perspectivas económicas, reflejado en las previsiones de crecimiento de varias de las principales economías de la región, que empiezan a incorporar revisiones a la baja de cierta entidad para 2011 y 2012 (véase gráfico 1). Por otra, la combinación de políticas económicas ha comenzado a reequilibrarse: la política monetaria se acomoda a un entorno más incierto, a pesar de que las presiones inflacionistas no han mostrado de momento señales claras de remisión, mientras que la política fiscal no ha tomado un carácter decididamente restrictivo. En este sentido, se ha detenido el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales que se había iniciado en 2010, y el banco central de Brasil ha relajado su política monetaria.

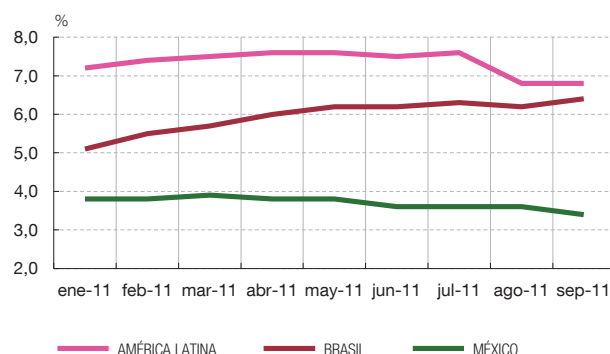
Los datos de contabilidad nacional siguieron reflejando un crecimiento económico robusto en el primer semestre de 2011 en el conjunto de América Latina, si bien inferior al registrado durante 2010, año en el que la mayoría de los países consiguieron cerrar las brechas de producción negativas surgidas en la crisis. Así, la tasa de crecimiento interanual del conjunto de la región se moderó desde el 5,5 % del primer trimestre hasta un 4,3 % en el segundo, acusando la ralentización de Brasil y México (en parte por efectos base), y una moderación prácticamente generalizada de las demandas internas. Con todo, la evolución por países no fue completamente homogénea, ya que, mientras que en Brasil y en México estuvo condicionada por la debilidad del sector industrial —en un contexto de apreciación del tipo de cambio, en el primer caso, y del debilitamiento de la economía estadounidense, en el segundo—, en Argentina, Chile, Perú y Colombia el crecimiento se mantuvo mucho más robusto. Por su parte, la inflación repuntó hasta alcanzar tasas del 7 % interanual en septiembre en media para la región, algo por encima de las de principios de año.

En este contexto, el reequilibrio de las políticas económicas que está teniendo lugar tiene varias lecturas. La más inmediata es que, ante el riesgo de una fuerte desaceleración, incluso de una recesión global, la preocupación por sus efectos sobre la actividad en la región ha pasado a dominar sobre la posibilidad de un rebrote inflacionista, riesgo, que, además, se vería mitigado en un contexto de caída del precio de las materias primas. En este sentido, cabe pensar que la política monetaria está adoptando, al menos en algunos países, un enfoque preventivo, tomando como referencia la experiencia de 2008, aunque no exento de riesgos para su credibilidad dadas las presiones inflacionistas subyacentes. Una segunda lectura, no necesariamente excluyente, es que la combinación previa de políticas económicas —en particular, el endurecimiento de la política monetaria— resultaba subóptima, en la medida en que imponía una presión excesiva sobre la apreciación de los tipos de cambio por el diferencial de tipos de interés y, al mismo tiempo, relajaba las condiciones monetarias internas a través de la entrada masiva de capital a corto plazo. Una fase de mayor aversión al riesgo contribuiría, así, a mitigar estos problemas y

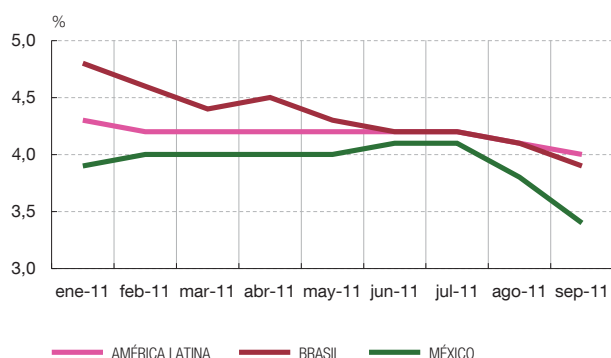
PREVISIONES PIB 2011  
Tasas interanuales



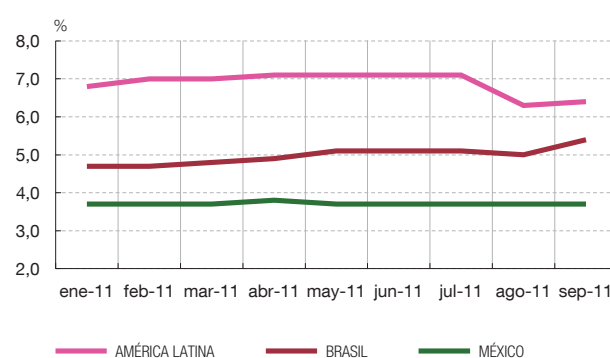
PREVISIONES INFLACIÓN 2011  
Tasas interanuales



PREVISIONES PIB 2012  
Tasas interanuales



PREVISIONES INFLACIÓN 2012  
Tasas interanuales



FUENTE: Consensus Forecast.

los dilemas de política monetaria. Si la primera lectura es correcta, debería observarse una contención de la inflación en próximos meses. El riesgo estaría, sin embargo, en que la credibilidad de la política monetaria se viera menoscabada si esta contención no se produce.

A corto plazo, los riesgos a la baja han aumentado sustancialmente. La intensificación de la aversión al riesgo en los mercados financieros durante las últimas semanas, la fragilidad percibida en los sistemas bancarios de los países desarrollados, el descenso de los precios de las materias primas a los que América Latina es sensible, y el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial hacen esperar que América Latina pueda crecer menos en el último semestre de 2011, y que las demandas internas solo compensen parcialmente el efecto del *shock* externo. Ello no resultaría necesariamente negativo en todos los países, dada su situación de sobrecalentamiento. Además, las posiciones exteriores se han deteriorado en la presente fase expansiva, haciendo más vulnerable a la región a la coyuntura actual. En sentido contrario, la acumulación de reservas, y la percepción de solidez tras el *shock* de 2008 mitigarían esta potencial vulnerabilidad. Los países de América del Sur son hoy menos dependientes que en el pasado del crecimiento de Estados Unidos y de los países industrializados, y más del de Asia, donde la desaceleración es por ahora muy limitada, aunque, sin duda, se agudizaría si las economías desarrolladas entraran en recesión, dada su elevada proporción de comercio intermedio. En este contexto, teniendo en cuenta que las políticas económicas de la región

## Evolución económica y financiera: entorno exterior

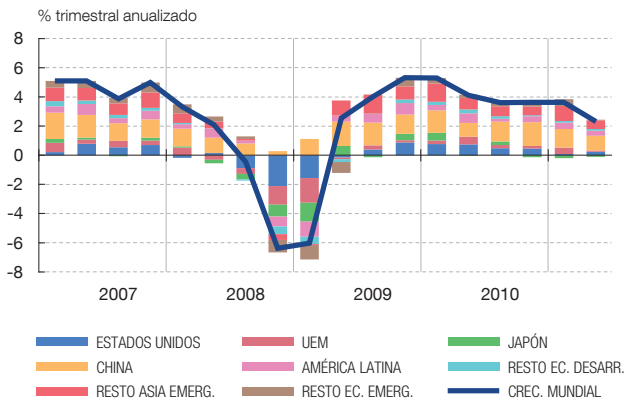
parecen estar adaptándose con rapidez al cambio de situación, el crecimiento podría situarse en tasas próximas al tendencial en próximos trimestres en la mayoría de los países, en ausencia de una mayor inestabilidad en la UEM.

En los últimos meses, la evolución económica y financiera a escala global se ha caracterizado por el sustancial recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales como consecuencia del agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la UEM y del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial, y especialmente en Estados Unidos.

En efecto, durante los meses de junio y julio se produjo una escalada en las tensiones financieras en el área del euro ante la incapacidad para consensuar un nuevo programa de ayuda para Grecia y las discrepancias en torno a la participación de los inversores privados en el mismo. Los acuerdos alcanzados en la cumbre europea de jefes de Estado y de Gobierno del 21 de julio —que, junto al segundo paquete de rescate a Grecia, incluía medidas más ambiciosas para reducir el riesgo de contagio— no consiguieron evitar la prolongación de la inestabilidad, que solo comenzó a atenuarse a partir de la segunda semana de agosto, tras la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de reactivar el Programa de Mercado de Valores. En todo caso, esta reversión ha sido transitoria, ya que en septiembre volvieron a repuntar los niveles de volatilidad ante la incertidumbre en torno al desembolso de un nuevo tramo de la ayuda a Grecia y, en último término, ante la falta de una solución definitiva al problema de la deuda soberana europea.

La actividad experimentó una sensible desaceleración en el segundo trimestre del año (véase gráfico 2) en las economías desarrolladas, que, de acuerdo con los indicadores adelantados, se habría prolongado en el tercer trimestre. En un principio, esta desaceleración se asoció a factores de naturaleza transitoria —como la interrupción de las cadenas de producción a raíz del terremoto de Japón o la vigencia de elevados precios de las materias primas resultantes, en parte, de problemas de oferta—. Sin embargo, la tesis de que la falta de pulso de la actividad en los países desarrollados obedece a fragilidades estructurales ha ido adquiriendo gradualmente mayor peso. En este sentido, el escaso margen disponible para nuevos estímulos fiscales y monetarios y la necesidad de desapalancamiento privado suponen serios obstáculos para la recuperación. A estos factores se añade el intenso deterioro de la confianza de los agentes, que está condicionando la evolución del consumo y la inversión privados. En todo caso, no se contempla en el escenario central una nueva entrada en recesión, sino más bien una recuperación más lenta de lo esperado y no exenta de altibajos. En esta línea, las previsiones de crecimiento para las economías avanzadas se han revisado a la baja para 2011 y 2012, situándose por debajo del 2 %, frente al crecimiento del 3,1 % registrado en 2010, y el balance de riesgos se ha desplazado significativamente a la baja. En un contexto de creciente preocupación por el crecimiento, frente al escenario de retirada de estímulos monetarios y fiscales que se anticipaba hace unos meses, los mercados descuentan ahora que los tipos de interés oficiales en las principales economías se mantendrán en niveles muy reducidos por un período prolongado y en las últimas semanas diversos bancos centrales de economías avanzadas han ampliado las medidas no convencionales. En el plano fiscal, a pesar de los importantes retos a los que se enfrentan las finanzas públicas en las economías avanzadas —que se han reflejado en rebajas de la calificación crediticia no solo de economías de la UEM, sino también de Estados Unidos y Japón—, en los últimos meses se plantea que, sin renunciar a la consecución de unas finanzas públicas sostenibles en el medio y largo plazo, aquellos países que cuenten con espacio fiscal retrasen el proceso de consolidación.

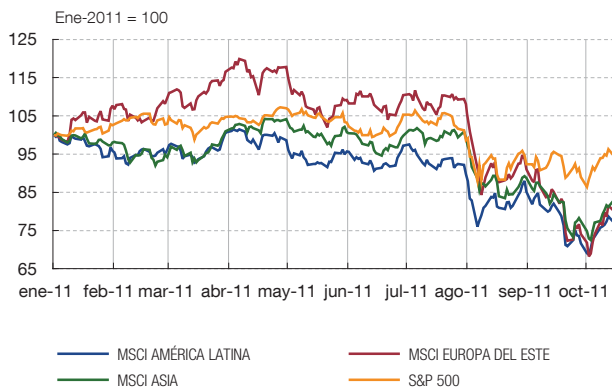
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



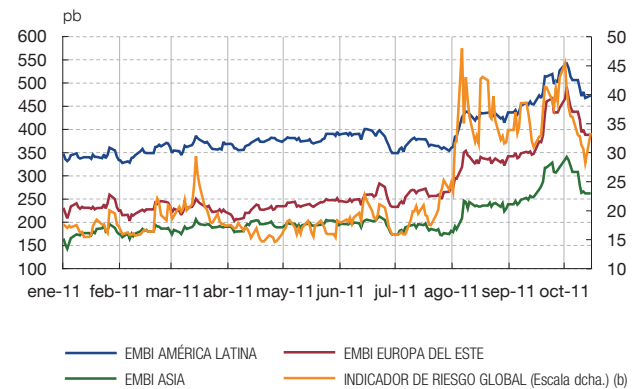
TIPOS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS



BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a Índices en dólares.  
b VIX.

Por su parte, las economías emergentes siguieron registrando ritmos de expansión elevados en el segundo trimestre, aunque más moderados que en trimestres precedentes. Se anticipa que esta desaceleración avance de manera gradual, favorecida por la retirada de los estímulos monetarios y por la ralentización de las economías desarrolladas. Así, se espera que la tasa de crecimiento de los países emergentes se sitúe entre el 6% y el 6,5% en 2011 y 2012, frente al 7,3% registrado en 2010. No obstante, no cabe descartar una desaceleración más brusca si las economías avanzadas entrasen en recesión. En esta línea, resulta especialmente preocupante el aumento del riesgo de una brusca desaceleración de la economía china, aunque más por su efecto potencial en la economía mundial que por la probabilidad de que tenga lugar un ajuste abrupto.

Respecto a los precios, en las economías desarrolladas la inflación continúa en niveles moderados, mientras que se mantienen las presiones inflacionistas (junto a otros síntomas de sobrecalentamiento, como la elevada expansión del crédito o la evolución de los precios de los activos) en algunas economías emergentes. Pese a ello, estas economías han interrumpido el ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales e incluso algunos bancos centrales (como los de Brasil y Turquía) han llevado a cabo bajadas ante el severo debilitamiento del entorno global.

En este contexto, los mercados financieros internacionales experimentaron un fuerte deterioro, que se reflejó en ampliaciones de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas dentro de la UEM, hasta alcanzar máximos desde la creación del euro. Estas tensiones se propagaron a otros mercados, especialmente europeos, pero también a los de otras economías desarrolladas y emergentes. Así, se produjeron fuertes correcciones de los índices bursátiles, con un aumento sustancial de la volatilidad (véase gráfico 2), elevaciones de las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por el sector privado y mayores dificultades de obtención de fondos en los mercados interbancarios, sobre todo en dólares por parte de los bancos europeos. De este modo, se configuró un entorno complejo para la financiación mayorista de las entidades crediticias.

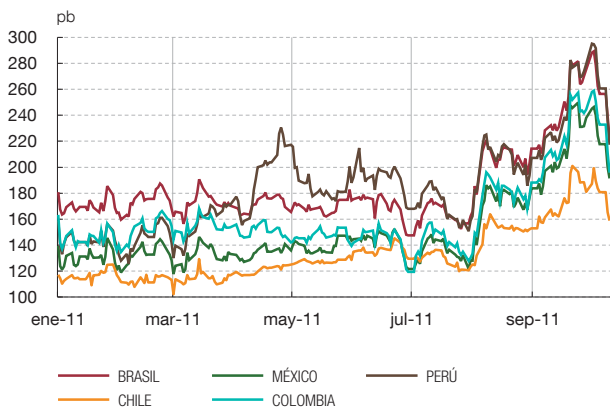
El incremento en la aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales propició un movimiento de búsqueda de activos refugio que se reflejó en fuertes salidas de fondos de las bolsas emergentes —cerca de 18 mm de dólares entre agosto y septiembre—. Esta evolución, junto con el deterioro de las perspectivas de crecimiento, favoreció el descenso de las rentabilidades de la deuda a largo plazo en varias economías desarrolladas, en particular en Estados Unidos y Alemania, hasta niveles históricamente reducidos. También sirvieron como activos refugio en este período el yen japonés y el franco suizo. De hecho, ante las fuertes presiones apreciatorias sobre estas monedas, en ambos países se implementaron intervenciones cambiarias y se aprobaron medidas excepcionales para frenar esta apreciación. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent se movió en un rango relativamente estrecho (entre los 110 y los 120 dólares el barril), pese a que se ha mantenido la tensión política en diversos países de Oriente Medio, si bien en las últimas semanas ha llegado a situarse por debajo de los 105 dólares, en un contexto de descensos generalizados en los precios de las materias primas y relativa debilidad de la demanda.

#### Mercados financieros y financiación exterior

La evolución de los mercados financieros latinoamericanos a lo largo de los últimos seis meses puede dividirse en dos fases. En la primera, entre abril y finales de julio, la concatenación de acontecimientos globales con impacto potencialmente negativo ya mencionados en la sección anterior apenas afectó a los indicadores de riesgo de crédito de la región. Dada la solidez de los fundamentos, los mercados atribuían una importante capacidad de desvinculación a las economías emergentes en relación con los problemas de la economía global, entre ellas, a las latinoamericanas. Así, el diferencial soberano, medido por el EMBI Global de Latinoamérica, se mantuvo estable alrededor de los 360 pb hasta finales de julio, en contraste con otros momentos de turbulencias previos. Además, la estabilidad del diferencial agregado fue consecuencia del aumento de los diferenciales en dos de los países considerados de mayor riesgo —Argentina y Venezuela—, mientras que en Colombia, Brasil y Perú incluso se estrecharon (unos 20 pb) (véase gráfico 3). Las primas de riesgo de impago se comportaron de manera similar, de modo que, a finales de julio, las correspondientes a Brasil, Chile, Colombia o México se situaban muy por debajo de la media ponderada de los cinco países más afectados por la crisis en el área del euro. Esta resistencia inicial de las economías latinoamericanas se reflejó en las elevaciones de las calificaciones crediticias o sus perspectivas en cuatro países, Brasil, Colombia, Chile y Perú, y también se realimentó con dicho fenómeno (véase gráfico 3).

Todo ello favoreció, además, que las entradas de capitales se mantuvieran cerca de niveles máximos en la región. La inversión directa en el período comprendido entre julio de 2010 y junio de 2011 alcanzó los 125 mm de dólares, mientras que la inversión de cartera ascendió a 97 mm, si bien en esta última se observó un cambio en la composición, registrándose entradas en deuda y salidas de bolsa, lo que contribuye a explicar

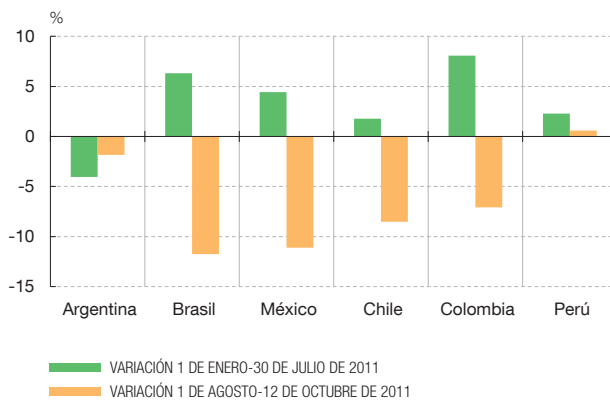
DIFERENCIALES SOBERANOS



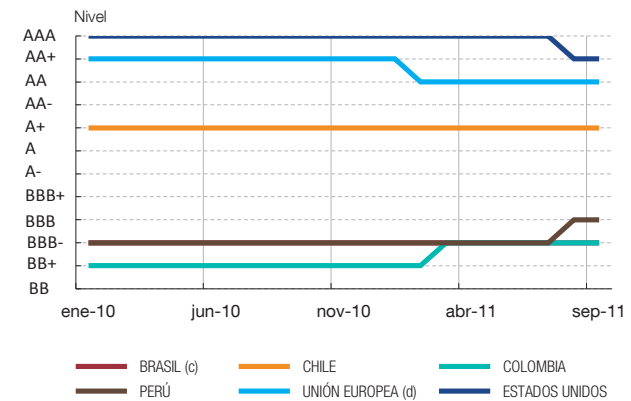
ÍNDICES DE BOLSA



TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



RATINGS SOBERANOS (b)



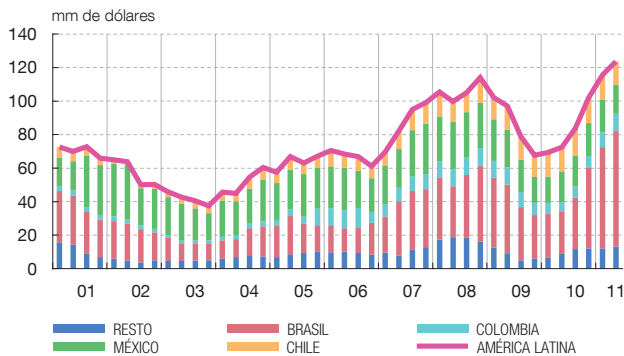
FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a Índice MSCI América Latina en moneda local.
- b Clasificación de Standard and Poors
- c Brasil permanece durante todo el período considerado en BBB- y Chile en A+ según la clasificación de Standard and Poors. Otras agencias elevaron el rating de estos países en dicho período.
- d Agregado de 11 países ponderado según su peso en el PIB mundial: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España.

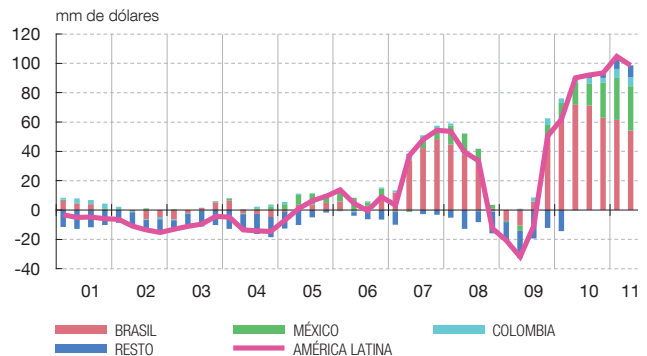
que los índices bursátiles hayan mantenido una tendencia decreciente (véase gráfico 4). Por su parte, las emisiones de renta fija en los mercados internacionales continuaron a buen ritmo, lideradas por el sector bancario brasileño (18 % del total de emisiones de la región), situándose Brasil y México como el primer y tercer mayor emisor de las economías emergentes en este período. Las emisiones de empresas de la región en mercados internacionales alcanzaron máximos mensuales en enero y mayo de 2011, impulsadas por Brasil, habiendo recurrido a estas colocaciones empresas que no lo habían hecho anteriormente, si bien esta característica no es exclusiva de la región (véase recuadro 1).

Entre abril y julio, las entradas de capitales realimentaron la apreciación de los tipos de cambio frente al dólar, lo que, junto con el incremento de la inflación, generó un aumento del desalineamiento de los tipos de cambio efectivos reales, que se situaron en julio en máximos históricos o cerca de ellos. Para hacer frente a las entradas de capitales se recurrió nuevamente a diversas medidas macroprudenciales, como coeficientes de reservas

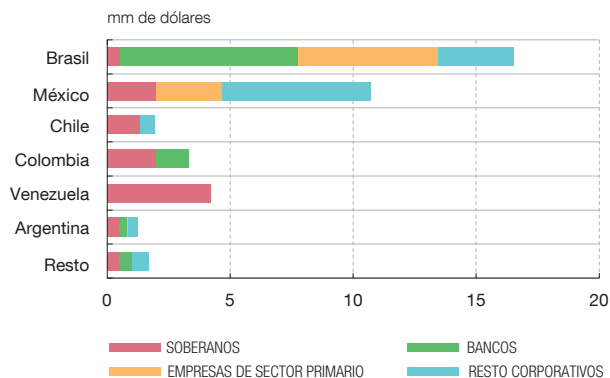
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES EN DOCE MESES



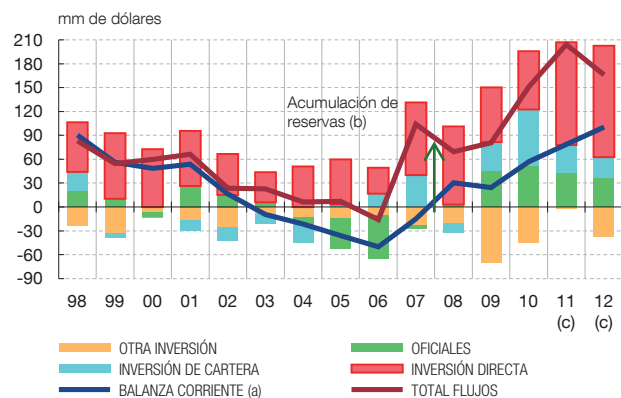
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE ABRIL A OCTUBRE DE 2011



FLUJOS EXTERNOS HACIA AMÉRICA LATINA



FUENTES: Dealogic, JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

- a Un signo positivo indica un déficit por cuenta corriente.
- b Diferencia entre los flujos de inversión y el saldo (-) en cuenta corriente.
- c Previsiones WEO (septiembre de 2011) para 2011-2012.

en moneda extranjera (Perú), controles de capitales (Brasil) o intervenciones de compra de divisas por parte de los bancos centrales.

En julio, sin embargo, el panorama cambió sustancialmente. Como se ha mencionado en la sección anterior, la profundización de la crisis de la deuda soberana en la UEM y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento, principalmente en Estados Unidos, desencadenaron un severo deterioro de los mercados financieros internacionales, caracterizado por un incremento sustancial de la aversión al riesgo. En este contexto, se produjo una notable caída de los precios de los activos con riesgo (entre ellos, los tipos de cambio, bolsas y bonos de las economías emergentes) ante la percepción de que difícilmente las economías emergentes se mantendrían inmunes a un nuevo *shock* de naturaleza global. Los mercados de deuda emergentes —que hasta ese momento habían resistido el deterioro de las condiciones globales, con entradas de fondos de cerca de 2 mm de dólares y emisiones en agosto de más de 15 mm de dólares, incluidas operaciones a muy largo plazo (un bono a cien años de México)— se vieron finalmente afectados a mediados de septiembre con salidas de flujos importantes y una paralización de las emisiones de renta fija.

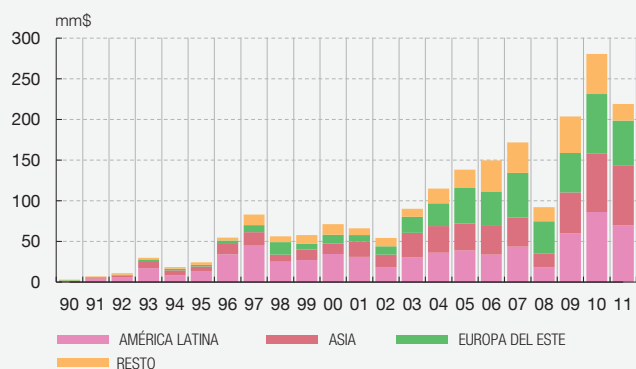
En este contexto, los indicadores financieros se deterioraron de forma generalizada. Las bolsas cayeron desde julio un 18 % en América Latina y los diferenciales soberanos se

En este recuadro se analizan las emisiones de renta fija de las economías emergentes con una perspectiva de largo plazo, destacando algunos de los beneficios y posibles riesgos del fuerte aumento observado en los dos últimos años. Las emisiones de economías emergentes alcanzaron los 219 mm de dólares en los nueve primeros meses de 2011, lo que constituye el segundo mayor registro anual de toda la serie aun sin haber finalizado el ejercicio y a pesar de que a partir de septiembre las tensiones financieras globales han supuesto la práctica paralización de estas colocaciones. Los mayores emisores en la actualidad son los países latinoamericanos y asiáticos, represen-

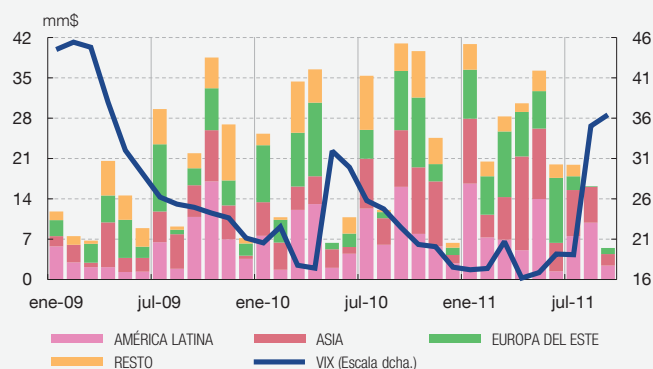
tando las emisiones de cada una de estas regiones alrededor de un tercio del total de la renta fija emitida por las economías emergentes en la parte transcurrida de 2011 (véase gráfico 1.1). En los dos últimos años las emisiones mensuales fueron muy elevadas, incluso en momentos en los que el riesgo global aumentaba (véase gráfico 1.2), y en algunos casos se alcanzaron máximos históricos en el primer semestre del presente año —el sector corporativo en México o el bancario en Brasil—.

En los tres últimos años, los países emergentes han realizado emisiones por un valor algo superior a los 690 mm de dólares en los

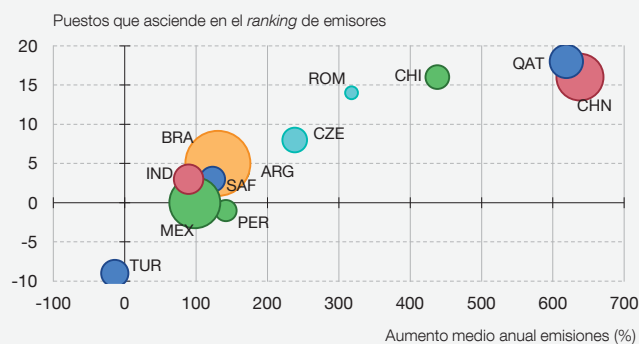
1.1 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES



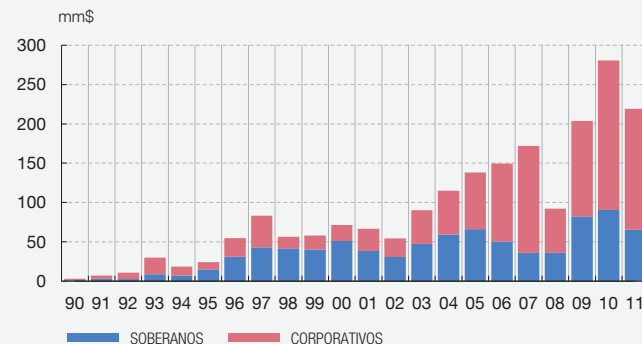
1.2 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EMISIONES E INDICADOR DE RIESGO



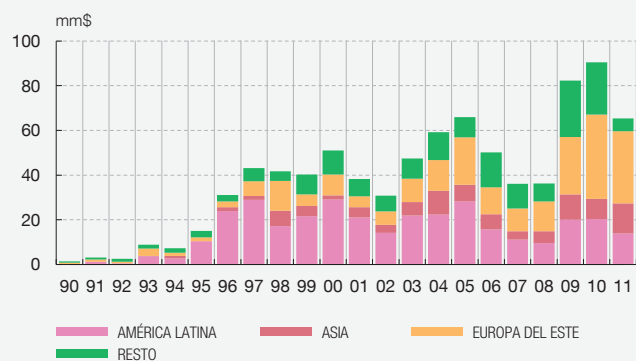
1.3 CRECIMIENTO DE LAS EMISIONES, VOLUMEN EN 2009-2011 Y RANKING



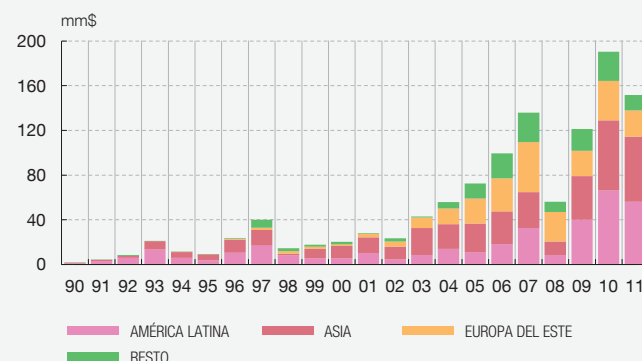
1.4 EMISIONES SOBERANAS Y CORPORATIVAS



1.5 EMISIONES SOBERANAS POR REGIÓN



1.6 EMISIONES CORPORATIVAS POR REGIÓN



FUENTES: Dealogic, Datastream e IIF.

mercados internacionales, lo que supone un aumento, en promedio anual, de más del 73 % respecto a lo emitido en el período 2003-2007. Sin embargo, este aumento solo ha sido ligeramente superior al de las emisiones de las economías avanzadas, de modo que el peso de las colocaciones de emergentes sobre el total de emisiones mundiales tan solo ha ascendido desde el 9,3 % en 2003-2007 al 10,6 % en 2009-2011. En el gráfico 1.3 se presenta el incremento de las emisiones medias anuales entre ambos períodos, junto al puesto que ocupan diversos países en el *ranking* de emisores mundiales en el período 2009-2011, mientras que el tamaño de la burbuja representa el volumen de emisiones colocadas en esos tres años. Cabe señalar que algunas economías emergentes han adquirido ya un papel relevante como emisores de renta fija en los mercados internacionales. Así, Brasil y China han pasado de ocupar los puestos 20º y 40º en el *ranking* de emisores (emergentes y desarrollados) en estos mercados en el período 2003-2007 a los puestos 15º y 24º en los tres últimos años.

El acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales tiene evidentes ventajas, como la posibilidad de llevar a cabo proyectos que, de otra forma, quedarían limitados por los estrechos mercados crediticios nacionales, pero también presenta algunos riesgos desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Un primer riesgo vendría dado por la naturaleza del emisor: si la mayor parte de las emisiones las ha llevado a cabo el sector público, podrían presentar en principio menos riesgos, dada su mayor capacidad de afrontar las deudas o suavizar las perturbaciones que afecten a su capacidad de pago. De hecho, los diferenciales corporativos, medidos por el CEMBI, se han mantenido por encima de los soberanos —en media, en 35 pb en 2010 y 2011—. En el gráfico 1.4 se observa cómo el sector corporativo es el responsable del incremento de las emisiones de los últimos años, al copar cerca del 70 % del total, cuando a comienzos de la pasada década suponían alrededor del 45 %, lo que supondría en cierta medida un mayor riesgo relativo para los tenedores de estos activos en la actualidad frente a su alternativa soberana, si bien en ambos casos el diferencial se ha reducido frente al pasado. Por regiones, Europa del Este ha tomado el relevo de América Latina como la zona donde se concentra el mayor volumen de emisiones soberanas, como consecuencia del volumen emitido por Rusia y Polonia (véase gráfico 1.5). En cambio, el fuerte aumento de las emisiones corporativas en los mercados internacionales en los tres últimos años se ha debido, sobre todo, a empresas de América Latina (véase gráfico 1.6).

Un segundo riesgo estaría asociado al sector económico que lleva a cabo las emisiones corporativas. Dado que la mayor parte de las emisiones en los mercados internacionales están denominadas en moneda extranjera, un aumento de las emisiones conlleva riesgos de descalce de los balances similares a los padecidos en las últimas crisis de las economías emergentes —que amplificaron los efectos sobre la actividad de las devaluaciones del tipo de cambio—, sobre todo en aquellas empresas para las que la mayor parte de sus ingresos son en moneda local, como el sector bancario. Si las emisiones se concentran en el sector inmobiliario, los riesgos estarán más del lado de la posible formación de burbujas,

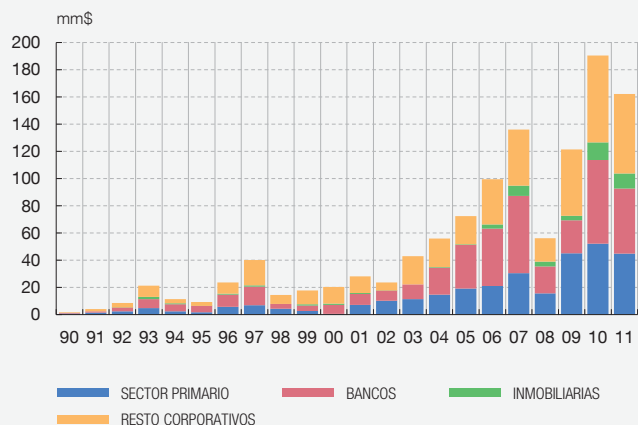
y, si ambos sectores —inmobiliario y bancario— están estrechamente conectados, los riesgos se multiplicarán. Por el contrario, en la medida en que las emisiones se concentren en el sector exportador —por ejemplo, las empresas del sector primario—, el riesgo de tipo de cambio será menor, pues sus ingresos son mayoritariamente en moneda extranjera. En los gráficos 2.1 a 2.5 se presenta este desglose, a nivel agregado y por regiones. En primer lugar, se aprecia que el peso relativo de los distintos sectores en el total de emisiones se ha mantenido relativamente constante, de modo que son las emisiones incluidas en la rúbrica de «resto de corporativos» (básicamente empresas industriales y de servicios de utilidad pública) las que siguen copando la mayor parte del mercado, aunque con un peso creciente del sector bancario.

En América Latina son las empresas del sector primario las que han dominado las emisiones desde la crisis de 2008, reflejando en parte los cambios en su especialización productiva y el fuerte incremento de rentabilidad del sector tras la elevación de los precios de las materias primas registrado a partir de 2003 (véase gráfico 2.2). No obstante, se observa también un notable ascenso de las emisiones de los bancos de la región (y, en concreto, de los brasileños), que ya han emitido en lo que va de 2011 más de lo que captaron en el conjunto de 2010. Las inmobiliarias tienen una presencia muy reducida en las emisiones de América Latina, no así en el caso de Asia —y, en particular, en China—, donde estas empresas han emitido unos 20 mm de dólares en 2010 y 2011, pasando del 0,1 % del total de emisiones de la región al 17 % los dos últimos años (véase gráfico 2.3).

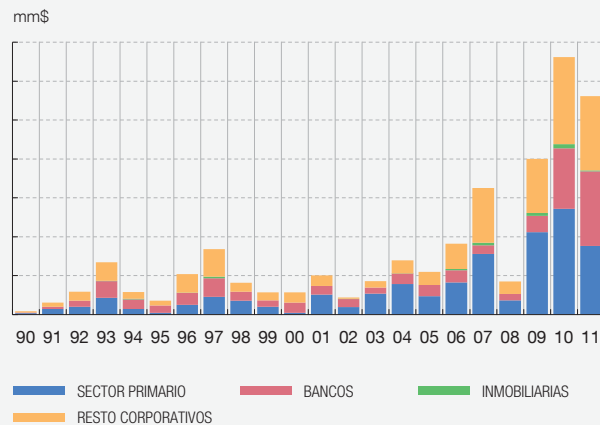
Otra característica relevante de las emisiones de renta fija en los mercados internacionales de las economías emergentes es el creciente uso de la moneda local. Si la emisión se realiza en moneda local, los riesgos para los tenedores provendrían de la variación del tipo de cambio y de la posible pérdida de valor del activo por la inflación, mientras que el prestatario se vería protegido respecto del primer factor y beneficiado por el segundo. Tradicionalmente, las economías emergentes se han visto obligadas a financiarse en moneda extranjera —a consecuencia del denominado «pecado original»<sup>1</sup>—, pero en los últimos años han aumentado las emisiones en moneda local. Como se observa en el gráfico 2.4, las emisiones en moneda local alcanzaron máximos en 2010 y 2011, aunque siguen representando una parte minoritaria. Este tipo de colocaciones se han incrementado principalmente en Asia, y, así, en los sectores inmobiliarios y en los corporativos no financieros los porcentajes de emisiones en

1 El llamado «pecado original» de las economías emergentes hace referencia a la imposibilidad de financiarse en mercados internacionales en su propia moneda, y la única variable que se encuentra correlacionada con esta imposibilidad es el tamaño del país. Así, los costes de transacción, las externalidades de utilizar las monedas vehiculares del comercio internacional y las imperfecciones de los mercados de capitales serían los determinantes de dicho problema, más que las políticas macroeconómicas de los países individuales. Véase B. Eichengreen, R. Hausmann y U. Panizza (2003b), *Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters*, NBER Working Paper, 10036.

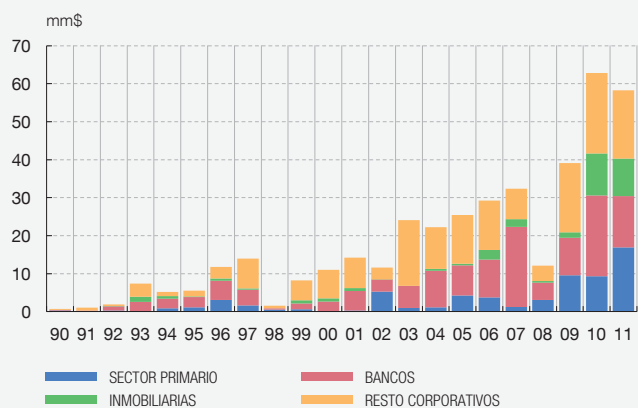
1 EMISIONES CORPORATIVAS POR TIPO DE EMPRESA



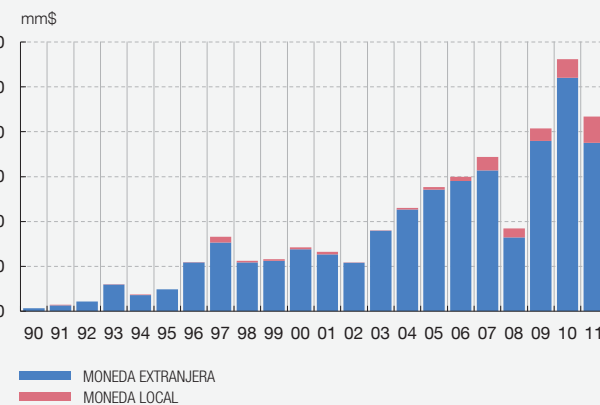
2 EMISIONES CORPORATIVAS POR TIPO DE EMPRESA: AMÉRICA LATINA



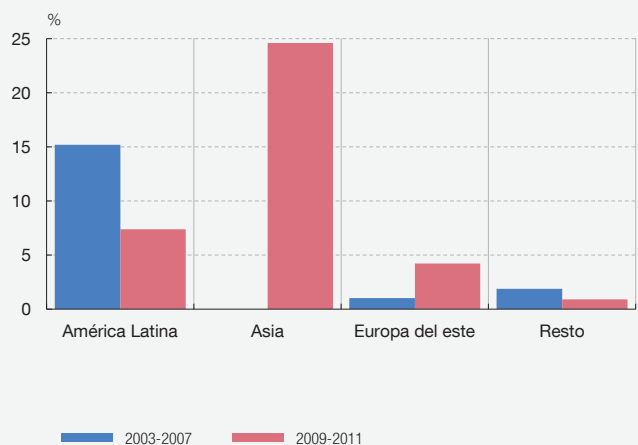
3 EMISIONES CORPORATIVAS POR TIPO DE EMPRESA: ASIA



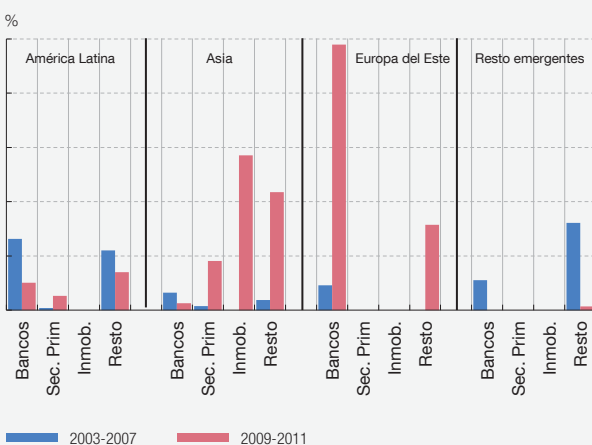
4 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES: POR TIPO DE MONEDA



5 EMISIONES SOBERANAS: PORCENTAJE DE EMISIONES EN MONEDA LOCAL



6 EMISIONES CORPORATIVAS: PORCENTAJE DE EMISIONES EN MONEDA LOCAL



FUENTES: Dealogic, Datastream, IIF.

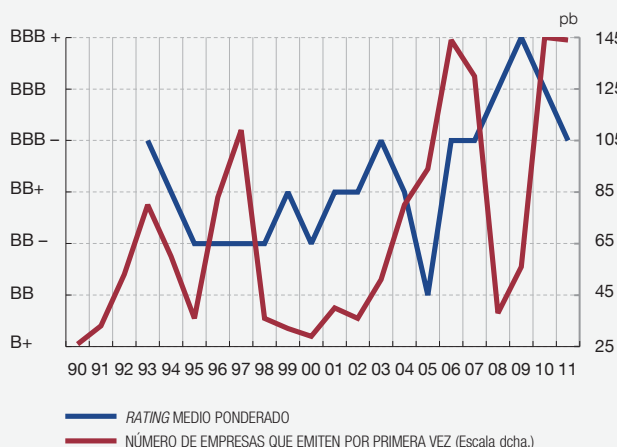
moneda local sobre el total de emisiones superan en los nueve primeros meses de 2011 el 25 %, y llegan a más del 42 % en el caso de los soberanos (12 % y 25 % en los años 2009 a 2011). En el sector bancario, son los bancos de Europa del Este, y en concreto los rusos, los que se han mostrado más activos en este segmento, mientras que en América Latina las mayores emisiones en moneda local recientes se han registrado en el resto de sectores corporativos (más del 10 % del total).

Por último, el aumento de las colocaciones puede deberse a la entrada de empresas nuevas, sobre las que existe menos información sobre su solvencia, o bien a empresas ya consolidadas en los mercados internacionales. En los años 2010 y 2011 se ha observado un repunte del número de empresas de economías emergentes —principalmente de Asia, y en particular de China— que acceden por primera vez a los mercados internacionales. El aumento del número de empresas emisoras ha venido acompañado de una caída del *rating* medio de las emisiones (véase gráfico 3.1), que se

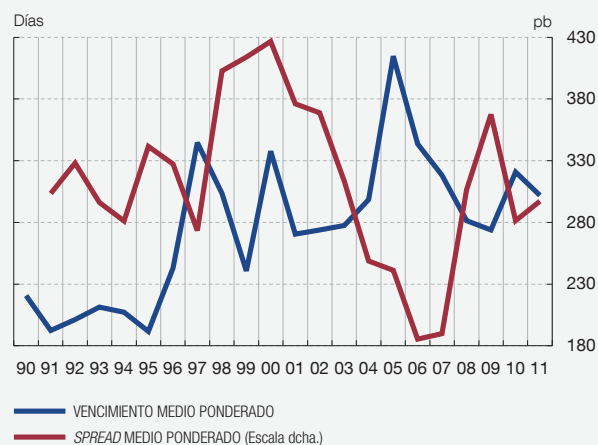
sitúa aún, no obstante, en grado de inversión. El vencimiento medio de las emisiones también ha registrado una ligera disminución a medida que entraban nuevas empresas en el mercado, y el diferencial medio cargado ascendió, situándose, en ambos casos, en una posición más desfavorable que en el anterior máximo de entrada de nuevas empresas, en el año 2006 (véase gráfico 3.2).

En definitiva, en los últimos tres años se ha producido un notable aumento de las emisiones de las economías emergentes en los mercados financieros internacionales, lo que, sin duda, ha favorecido la financiación de proyectos rentables, que, en ausencia de este canal, podrían no haberse llevado a cabo dada la estrechez de los mercados locales. No obstante, algunas de las características de este proceso —mayor peso de las emisiones corporativas, de las denominadas en moneda local y de las realizadas por empresas que acceden por primera vez a los mercados internacionales— conllevan un cierto aumento de los riesgos para los inversores en estos mercados.

3.1 EMISIONES: ENTIDADES QUE EMITEN POR PRIMERA VEZ Y *RATING* MEDIO



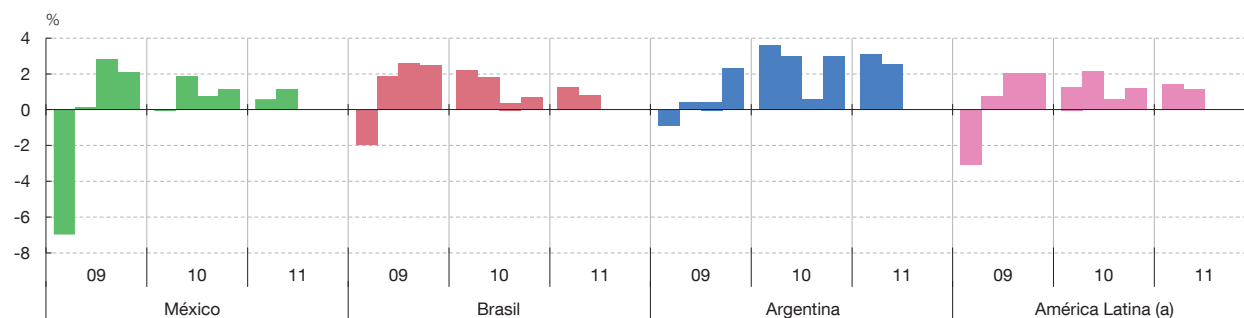
3.2 EMISIONES: VENCIMIENTOS MEDIOS Y DIFERENCIAL MEDIO DE LA EMISIÓN



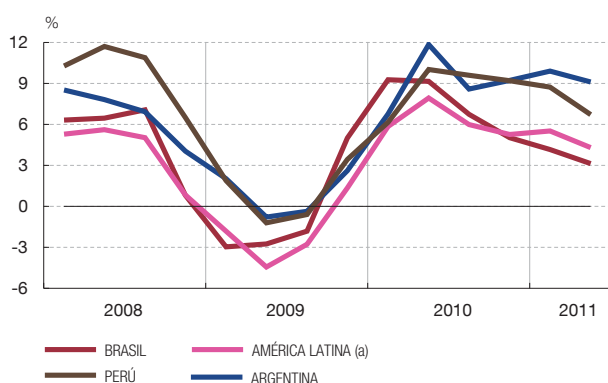
FUENTES: Dealogic, Datastream e IIF.

ampliaron —el EMBI Global de Latinoamérica aumentó en 121 pb—. Las bolsas que más cayeron fueron las de Argentina (-30 %), Perú (-17 %) y Chile (-12 %), mientras que los diferenciales soberanos aumentaron especialmente en México (en 86 pb, hasta los 245 pb), Colombia (en 98 pb, hasta 260 puntos) y Perú (en 101 pb, hasta 295 pb). Finalmente, hacia finales de septiembre se produjo una fuerte depreciación de los tipos de cambio (véase gráfico 4), superior al 10 % en Chile y cercana al 15 % en México y Brasil —cuantía similar a la de otras grandes monedas emergentes, como el rand sudafricano (-18 %) o el rublo ruso (-14 %)—, que puede explicarse, en buena medida, por la cancelación de operaciones de *carry trade* en un momento de agravamiento de las tensiones que favorecían los flujos hacia activos refugio. Esta evolución llevó a los bancos centrales de Perú y Brasil a realizar intervenciones de venta de reservas y al de Colombia a modificar el sistema de intervención en el mercado cambiario, haciendo menos automáticas las compras de reservas.

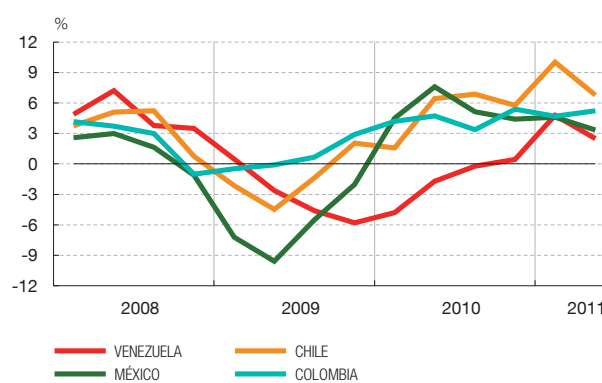
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

## Actividad y demanda

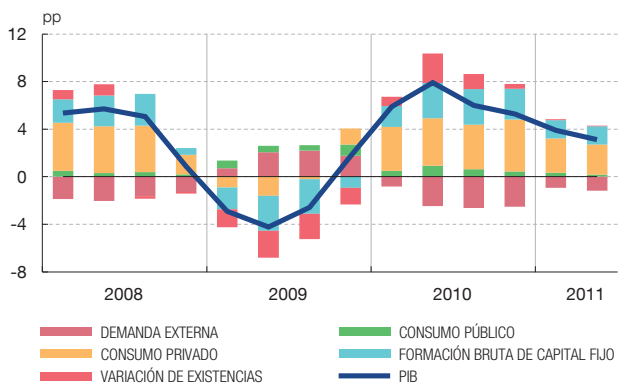
En América Latina, el crecimiento siguió siendo robusto en la primera mitad de 2011, con tasas intertrimestrales del 1,4 % y 1,1 % respectivamente en el primer y segundo trimestre del año (véase gráfico 5), y estuvo impulsado principalmente por las economías exportadoras de materias primas. En tasas interanuales, se observó, sin embargo, una desaceleración generalizada de la actividad, desde el 5,5 % registrado a comienzos de año hasta el 4,3 % en el segundo trimestre, unos 2 pp por debajo de las registradas en 2010.

El principal factor explicativo de esta moderación de la actividad fue una reducción del dinamismo de la demanda interna, que, aun así, se mantuvo relativamente robusta y aportó 5,9 pp al crecimiento (véase gráfico 6), mientras que la demanda externa redujo su aportación negativa a 1,6 pp en el segundo trimestre. En un contexto de endurecimiento prácticamente generalizado de las políticas monetarias en la primera mitad del año, y con pocos cambios desde el punto de vista de los factores externos que afectan al crecimiento en la región (flujos de capital y precios de las materias primas), cabría atribuir esta desaceleración a un retorno hacia tasas de crecimiento más compatibles con el potencial, después del fuerte rebote que tuvo lugar en 2010 tras la crisis (véase gráfico 7). De hecho, utilizando un cálculo del ciclo-tendencia puede observarse cómo, a finales de 2010, la mayoría de las economías latinoamericanas se habían situado en tasas de crecimiento muy superiores al tendencial, cerrándose la brecha de producción, y también cómo, a partir de comienzos de 2011, habría comenzado una convergencia relativamente rápida

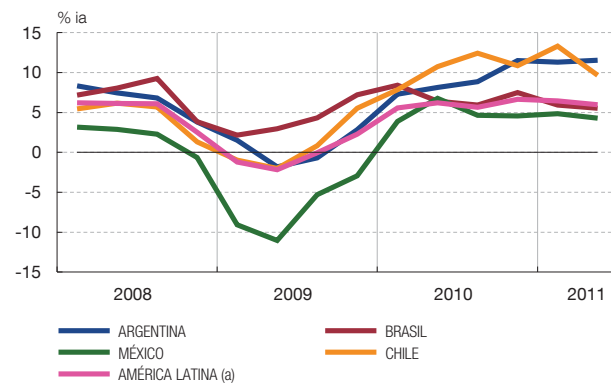
## DESCOMPOSICIÓN DEL PIB E INVERSIÓN Tasa interanual y puntos porcentuales

GRÁFICO 6

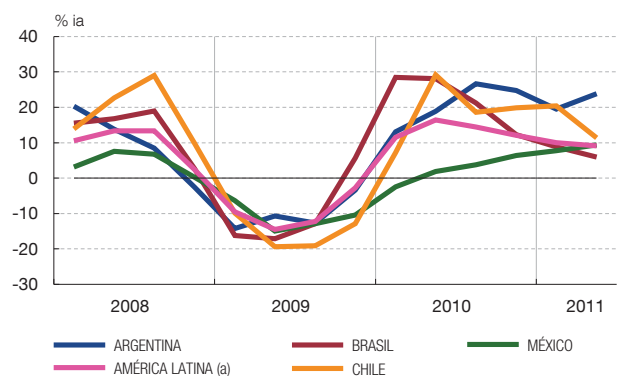
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



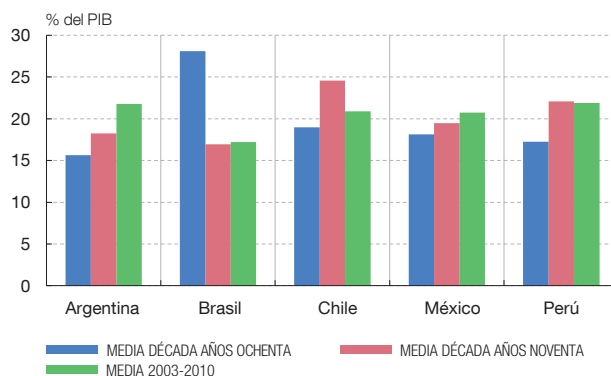
CONSUMO PRIVADO  
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



INVERSIÓN PRIVADA



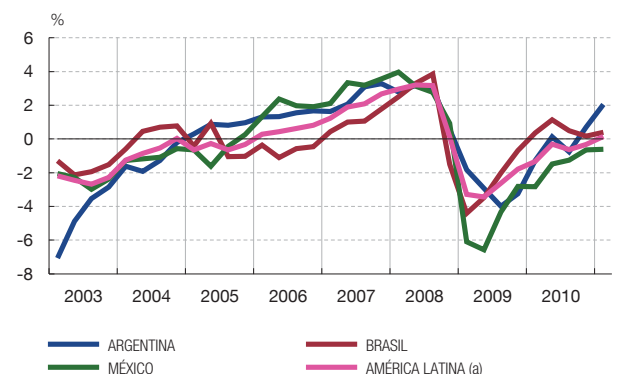
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Siete mayores economías.

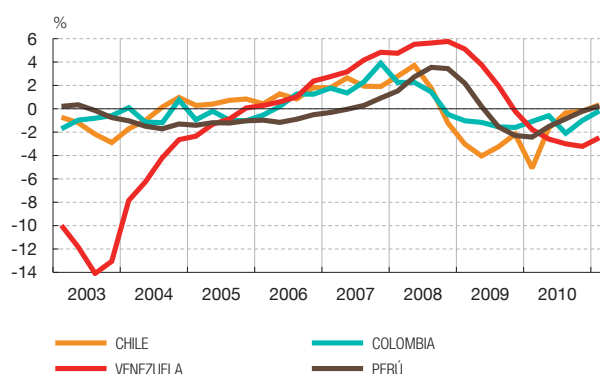
## EVOLUCIÓN DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN

GRÁFICO 7

OUTPUT GAP (b)



OUTPUT GAP (b)



FUENTE: Elaboración a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

b Calculado con un filtro HP con lambda 1.600 sobre datos del PIB trimestral.

	2008	2009	2010	2009		2010				2011		Septiembre
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
<b>PIB (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	4,3	-2,0	6,3	-2,6	1,7	5,8	7,9	5,9	5,3	5,5	4,3	
Argentina (b)	6,8	0,9	9,2	-0,3	2,6	6,8	11,8	8,6	9,2	9,9	9,1	
Brasil	5,2	-0,6	7,5	-1,8	5,0	9,3	9,2	6,7	5,0	4,2	3,1	
México	1,5	-6,1	5,5	-5,5	-2,0	4,5	7,6	5,1	4,4	4,6	3,3	
Chile	3,7	-1,7	5,2	-1,4	2,1	1,7	6,4	6,9	5,8	10,0	6,8	
Colombia (c)	3,5	1,5	4,3	1,1	2,9	3,7	4,7	3,4	5,4	4,7	5,2	
Venezuela	4,8	-3,3	-1,4	-4,6	-5,8	-4,8	-1,7	-0,2	0,5	4,8	2,5	
Perú	9,8	0,9	8,8	-0,6	3,4	6,2	10,0	9,6	9,2	8,7	6,7	
<b>IPC (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	7,8	6,4	6,4	5,9	5,4	6,1	6,5	6,2	6,6	6,7	6,6	7,0
Argentina (b)	8,6	6,3	10,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1	11,0	10,1	9,7	9,9
Brasil	5,7	4,9	5,0	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	5,6	6,1	6,6	7,3
México	5,1	5,3	4,2	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7	4,2	3,5	3,3	3,1
Chile	8,7	0,4	1,4	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	2,2	2,5	2,9	3,3	3,3
Colombia	7,0	4,2	2,3	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3	2,7	3,3	3,0	3,7
Venezuela	31,4	28,6	29,0	28,7	28,1	27,4	31,9	29,8	27,3	29,1	24,6	26,7
Perú	5,8	2,9	1,5	1,9	0,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,4	3,1	3,7
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (d)</b>												
América Latina (a) (e)	-0,5	-2,9	-2,2	-3,1	-2,8	-2,7	-2,5	-2,0	-2,2	-1,8	-1,6	
Argentina	1,4	-0,6	0,2	-1,0	-0,6	-0,8	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	
Brasil	-2,0	-3,3	-2,6	-4,2	-3,3	-3,4	-3,3	-2,3	-2,6	-2,3	-2,2	
México	-0,1	-2,3	-2,8	-2,3	-2,1	-1,8	-2,2	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8	
Chile	5,0	-4,6	-0,3	-3,9	-4,6	-3,9	-1,1	0,0	-0,3	1,0	1,5	
Colombia	-1,8	-3,8	-3,6	-3,2	-3,8	-3,4	-4,0	-3,6	-3,5	-2,9	-1,6	
Venezuela	-1,2	-5,1	—	-3,9	-5,1	-4,8	-3,8	-3,5	—	—	—	
Perú	2,2	-1,8	0,0	-0,7	-1,8	-1,3	-0,9	-0,3	0,0	0,3	0,3	
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	30,7	34,7	33,7	34,5	34,2	34,1	33,3	33,5	33,1	33,5	—	
Argentina	44,7	47,9	44,6	46,4	45,8	47,9	40,5	43,3	41,3	44,3	—	
Brasil	38,5	42,8	40,4	43,3	42,8	41,9	40,9	40,3	40,2	39,9	39,7	
México	24,3	28,0	27,4	27,5	26,3	27,7	27,7	27,4	26,0	27,1	26,9	
Chile	5,2	6,2	9,2	5,8	6,1	6,9	7,5	8,7	9,2	9,6	10,1	
Colombia	33,2	34,7	34,8	33,6	35,1	34,3	35,0	34,7	34,7	34,8	33,1	
Venezuela	13,6	22,6	28,4	20,4	22,6	19,0	22,4	26,1	28,4	26,9	—	
Perú	24,2	27,3	23,9	27,2	27,3	25,5	23,7	23,2	23,5	22,5	21,8	
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (d)</b>												
América Latina (a)	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	
Argentina	2,0	3,6	1,0	3,5	3,4	2,9	2,3	1,4	0,8	0,7	0,3	
Brasil	-1,7	-1,5	-2,3	-1,2	-1,5	-1,8	-2,1	-2,4	-2,3	-2,3	-2,1	
México	-1,5	-0,7	-0,5	-1,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	
Chile	-1,9	1,6	1,9	0,7	2,6	2,4	1,8	1,6	1,9	0,9	0,6	
Colombia	-2,8	-2,2	-3,1	-2,7	-2,1	-2,1	-2,2	-2,8	-3,1	-3,2	-3,4	
Venezuela	12,0	2,6	6,1	-0,6	2,6	6,0	6,8	6,3	6,0	6,5	8,4	
Perú	-4,2	0,2	-1,5	-1,0	0,2	0,0	-0,2	-0,9	-1,5	-1,5	-2,1	
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	17,5	20,6	20,7	20,8	19,8	19,7	19,1	20,4	20,6	20,5	19,8	
Argentina	38,3	37,9	34,9	39,2	36,3	36,9	31,5	34,2	32,3	33,5	27,4	
Brasil	12,0	12,4	12,2	14,0	12,2	11,9	12,0	12,3	12,3	12,6	12,3	
México	11,5	18,5	18,2	17,0	16,8	17,9	17,8	18,4	19,0	18,5	18,4	
Chile	38,0	45,9	42,3	45,3	45,0	42,8	42,2	43,4	42,5	42,6	42,6	
Colombia	19,1	22,7	22,6	21,9	22,9	18,8	19,3	21,5	22,5	20,6	20,9	
Venezuela	19,4	22,6	35,5	21,4	22,6	23,8	25,1	31,1	35,8	34,4	35,0	
Perú	27,3	28,1	26,1	28,6	28,1	27,3	25,4	26,6	26,4	26,1	25,6	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Agregado de los siete países representados.  
b Cifras oficiales.  
c Ajustado de estacionalidad.  
d Media móvil de cuatro trimestres.  
e Desde el cuarto trimestre de 2010, el agregado del saldo presupuestario no incluye Venezuela.

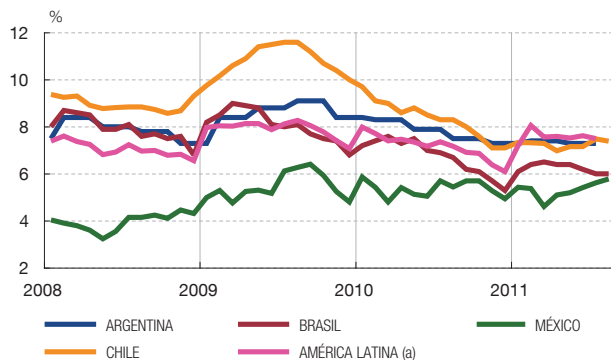
hacia tasas más sostenibles, e incluso inferiores al tendencial en algunos casos (Brasil). Las únicas excepciones serían México y, sobre todo, Venezuela, donde la recesión ha sido más prolongada. Argentina aparecería en 2011 como la economía con mayor grado de sobrecalentamiento.

Por componentes, la demanda muestra un patrón a nivel regional muy similar al de 2010, aunque con una menor aportación de las existencias y un mayor equilibrio entre demanda interna y demanda externa. El consumo privado ha seguido siendo el principal motor del crecimiento, habiendo registrado tasas del 6 % interanual en el segundo trimestre, apoyado en la favorable situación del mercado de trabajo, el aumento de los salarios reales en la mayoría de los países y la recuperación del crédito (véase gráfico 6). De hecho, la tasa de paro en el conjunto de la región continuó descendiendo, hasta un 6,8 % de la población activa al final del segundo trimestre, situándose cerca de los mínimos históricos en varios países de América del Sur. En México, la situación es diferente, en la medida en que no se han recuperado las tasas de desempleo previas a la crisis, y el empleo ha resistido en parte por el aumento del empleo informal. Por su parte, la formación bruta de capital, aunque se moderó respecto a las muy elevadas tasas de comienzos de 2010, ha seguido creciendo a ritmos por encima del 9 % interanual. Con una perspectiva histórica, sin embargo, parece que la inversión medida como porcentaje del PIB no ha despegado en todos los países lo que habría cabido esperar dado lo favorable de las perspectivas económicas y la amplia disponibilidad de financiación (véase gráfico 7). Por su parte, las existencias redujeron su aportación al crecimiento, mientras el consumo público se aceleraba en algunos países (Argentina) y tendía a moderarse en el resto (muy marcadamente en México). Finalmente, la desaceleración de las exportaciones en términos reales (6,7 % interanual) y el mantenimiento de la fortaleza de las importaciones (14,7 % interanual) explican que la demanda externa haya seguido contribuyendo negativamente al crecimiento.

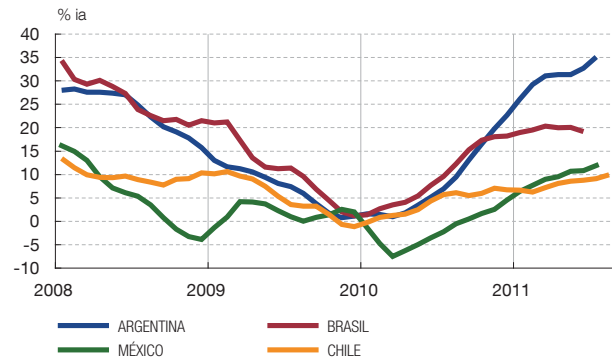
Por países, la moderación del crecimiento obedece también en parte a causas específicas. En Brasil se ha concentrado en el sector industrial, lo que se ha relacionado con la apreciación del tipo de cambio. De hecho, la producción industrial de Brasil registró tasas interanuales negativas en julio y solo moderadamente positivas en agosto, especialmente en los sectores de bienes de capital e intermedios, mientras que el empleo en la industria ofrecía muestras de debilidad a pesar de la pujanza general del mercado de trabajo, con una tasa de paro en mínimos históricos (6 %). Asimismo, estas tendencias se recogen también en los índices de confianza empresarial, que han tendido igualmente a la baja desde prácticamente comienzos de 2011 (véase gráfico 8). Sin embargo, los indicadores de demanda interna (consumo, importaciones, ventas al por menor y crédito) siguieron aumentando a ritmos dinámicos, superiores a los de la oferta (véase gráfico 8). El mayor crecimiento de la demanda interna respecto a la oferta es una tendencia común en mayor o menor grado en el resto de los países exportadores de materias primas — Chile, Perú y Argentina (véase sección Evolución económica por países)—. Por su parte, en México, la desaceleración durante el primer semestre ha coincidido con la recaída mostrada por el ciclo industrial estadounidense en los últimos meses. Ello sugiere que, a pesar de la recuperación de los últimos trimestres, la demanda interna en este país no está generando un crecimiento lo suficientemente autosostenido como para mitigar la elevada dependencia externa.

En este contexto, el crédito al sector privado siguió aumentando a tasas próximas al 20 % (véase gráfico 8) en términos reales en agosto en el conjunto de la región, observándose cierta moderación en algunos países —en Brasil, por ejemplo, relacionado con las medidas de restricción monetaria— y una aceleración en otros —Argentina, o Chile y

TASA DE PARO



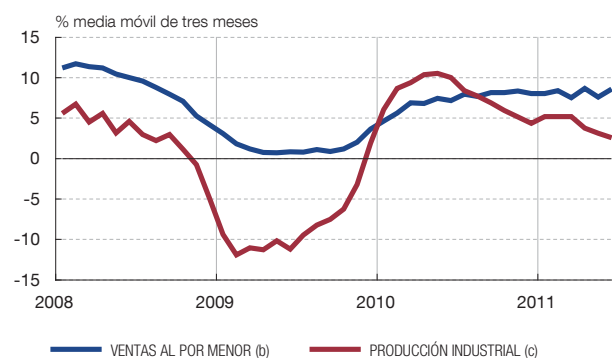
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO  
Tasa interanual, media móvil de tres meses



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA  
Media móvil de tres meses de la tasa interanual



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Siete mayores economías.
- b Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
- c Ocho mayores economías.

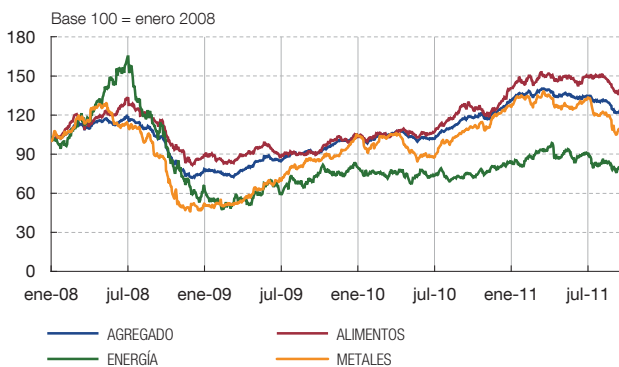
México desde tasas mucho más moderadas—. Uno de los principales factores que ha presionado al alza dicho crecimiento en los últimos trimestres ha sido el aumento de los flujos netos de capital. De hecho, los episodios de aumento de las entradas de capital junto constituyen uno de los principales determinantes de las expansiones excesivas del crédito<sup>1</sup>. Este riesgo se ha percibido como potencialmente importante en Brasil, dado el mayor tamaño y liquidez de sus mercados financieros, y la posibilidad de que la disponibilidad de financiación pudiera facilitar una relajación en los estándares de concesión, o la formación de burbujas en los precios de algunos activos. En este sentido, aunque un crecimiento excesivo en algunos segmentos no pueda descartarse, el riesgo de un episodio de desbordamiento generalizado parece bajo. El crédito hipotecario representa todavía solo un 4,2 % del PIB en Brasil, a pesar de su dinamismo reciente, y es en su mayor parte dirigido<sup>2</sup>, consecuencia de las políticas de estímulo a este sector. El crédito público está desacelerándose, y la reciente ralentización de los flujos de entrada debería moderar también en parte dicha expansión. En Argentina preocupa también su aceleración, aunque sea desde una base muy reducida, en un contexto en el que la incertidumbre

1 WEO de octubre de 2011, capítulo 1, y BIS Quarterly Report (2011).

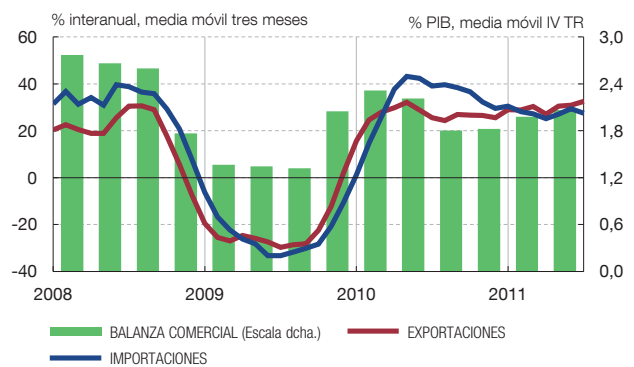
2 El stock de crédito hipotecario es de 155,7 mm de reales, de los cuales 146 mm corresponden a crédito dirigido.

Tasas de variación interanual, índices y miles de millones de dólares

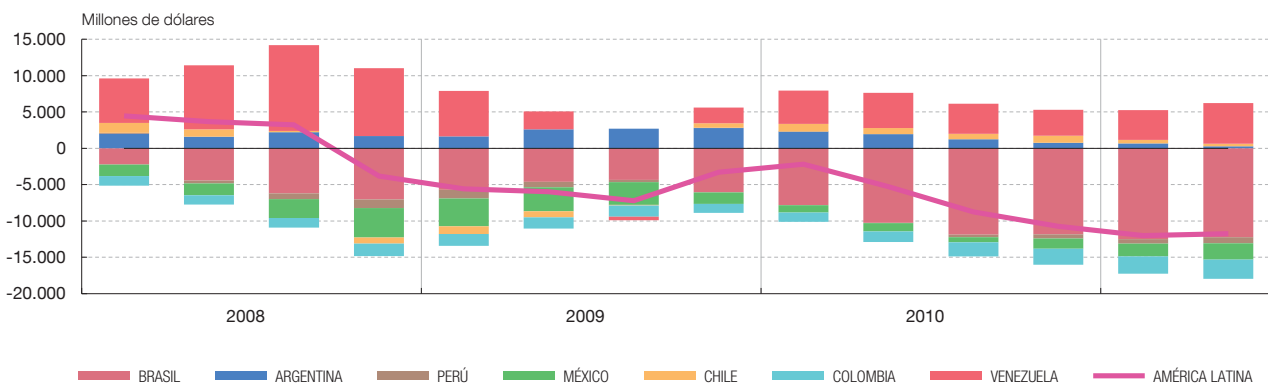
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS  
Índices



EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)  
Tasa interanual. Media móvil trimestral. Porcentaje del PIB



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, bancos centrales y Banco de España.

- a Datos de aduanas en dólares, agregación de las siete mayores economías.
- b Media móvil de cuatro trimestres.

sobre las elecciones parece estar reflejándose en los depósitos, la dolarización y la salida de capitales.

Finalmente, la evolución del sector exterior en América Latina siguió determinada hasta el mes de agosto por la vigencia de elevados precios de las materias primas y por la afluencia de flujos de capital. Así, como consecuencia de cierta moderación en el crecimiento de las importaciones en términos nominales y del mantenimiento del robusto avance de las exportaciones (sobre todo, por efecto precio), el superávit comercial de la región aumentó ligeramente, hasta el 2,2 % del PIB (véase gráfico 9), mientras que el déficit corriente se estabilizaba algo por debajo del 1 % del PIB regional, en gran parte como consecuencia del deterioro de la balanza de rentas (por la habitual repatriación de dividendos desde las economías exportadoras de materias primas). Esta situación habría cambiado en septiembre, aunque aún no se dispone de cifras de balanza comercial, ante el fuerte desplome de los precios (en algunos casos del 20 %) de las principales materias primas de la región. Cabe destacar, asimismo, que prácticamente todos los países registraron una ampliación de los déficits corrientes o una reducción de los superávits en el semestre, solo compensada por la importante ampliación del superávit corriente en Venezuela, hasta un 8,4 % del PIB. Por el lado de la balanza de capitales, la inversión extranjera directa siguió

País	2010			2011		2012
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,9	Sí	7,3	6,4	5,4
México	3 ± 1	4,4	No	3,1	3,4	3,7
Chile	3 ± 1	3,0	Sí	3,3	3,4	3,0
Colombia	3 ± 1	3,2	Sí	3,7	3,4	3,4
Perú	2 ± 1	2,1	Sí	3,7	3,4	2,6

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecast*.

a *Consensus Forecast* de septiembre de 2011 para final de año.

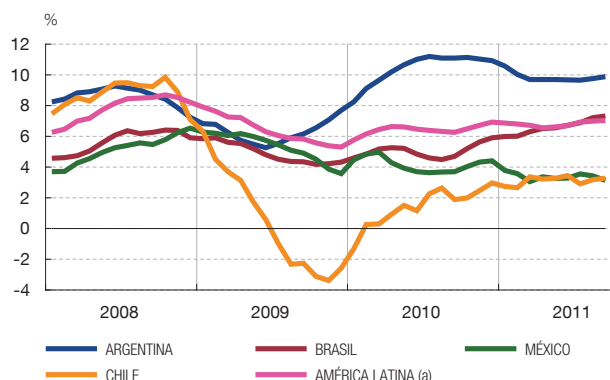
financiando ampliamente el déficit corriente, aunque en una situación como la actual de cambio de sentimiento de los mercados la posición exterior —que por su situación superavitaria constituyó en 2008 una fortaleza al inicio de la crisis— podría resultar ahora una debilidad en algunos países (Colombia y Brasil, principalmente). Esta vulnerabilidad, sin embargo, se vería compensada parcialmente por el aumento de las reservas centrales de divisas, que en todos los países han alcanzado niveles muy superiores a los anteriores a la crisis.

#### Precios y políticas macroeconómicas

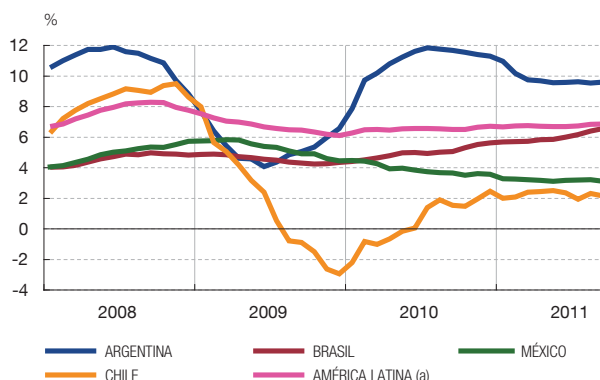
Lejos de estabilizarse, la inflación en América Latina volvió a repuntar en el período transcurrido de 2011, situándose la tasa interanual del agregado de la región en el 7 % en septiembre, 5 décimas por encima del registro de finales de 2010. Como en el semestre anterior, buena parte de esta evolución vino explicada por el comportamiento de los precios en Brasil, donde la tasa de inflación interanual alcanzó el 7,3 % en septiembre (muy por encima de la banda superior del objetivo), aunque también Perú, entre los países que mantienen objetivos de inflación, registró un aumento de precios por encima del objetivo (véase gráfico 10). En cambio, en Chile, Colombia y México la inflación tendió a situarse dentro de las bandas objetivo de los bancos centrales (véase cuadro 2). El alza de los precios de los alimentos a comienzos de año sigue siendo parte de la explicación del repunte de los índices generales, aunque también se han observado en algunos países presiones en la inflación subyacente, particularmente en Brasil, donde esta se situó en el 6,7 % interanual, máximo de los seis últimos años, por la subida de los precios de los servicios. En cambio, en el resto de los países con objetivos de inflación, la subyacente mostró un mejor comportamiento. En México, por ejemplo, se mantuvo estable, en un contexto de holgura de la producción, bajo crecimiento de los costes laborales y apreciación del tipo de cambio hasta junio. Por su parte, en Argentina la inflación se situó en torno al 10 % (mientras que los incrementos salariales alcanzan el 20 %/25 %, rango en el que se sitúan las mediciones no oficiales de inflación), y en Venezuela repuntó hasta el 26,5 %.

En este contexto, durante los siete primeros meses del año se prolongó el ciclo de subida de los tipos de interés en el que estaban inmersos cuatro de los cinco países con objetivo de inflación de la región desde 2010. En Brasil, el tipo oficial subió hasta el 12,50 % en julio, tras tres subidas de 25 pb; en Chile y Colombia se produjeron cinco subidas consecutivas por un total de 200 pb hasta el mismo mes, y en Perú se elevó en 250 pb el tipo de referencia hasta mayo. Todo ello supuso un endurecimiento considerable de las condiciones monetarias, y al mismo tiempo aumentó los incentivos para la *carry trade* y la apreciación cambiaria. De hecho, a fin de contener la presión sobre los tipos de cambio, en el conjunto de los ocho primeros meses del año se produjo una acumulación de reservas de más de 100 mm de dólares en la región (un aumento del 18 %),

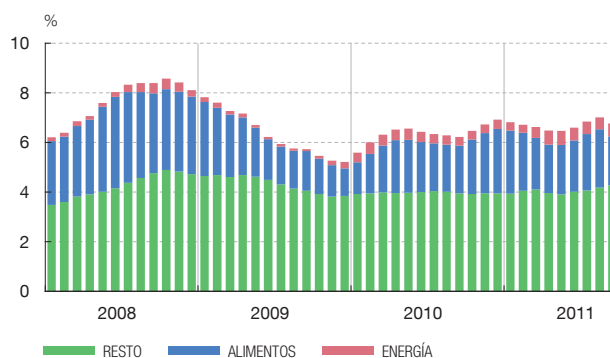
TASA DE INFLACIÓN



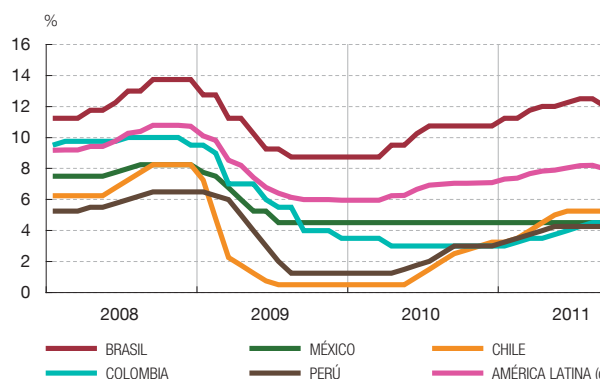
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE (b)



CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (c)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



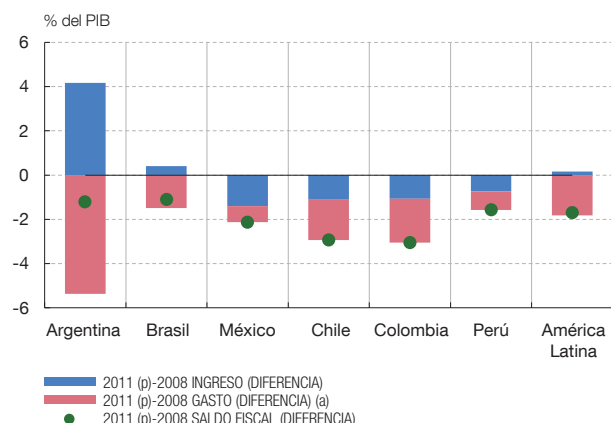
FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a Agregado de las siete principales economías.
- b Tasas oficiales.
- c Elaboración propia descontando del índice general los índices de alimentos y energía.
- d Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación.

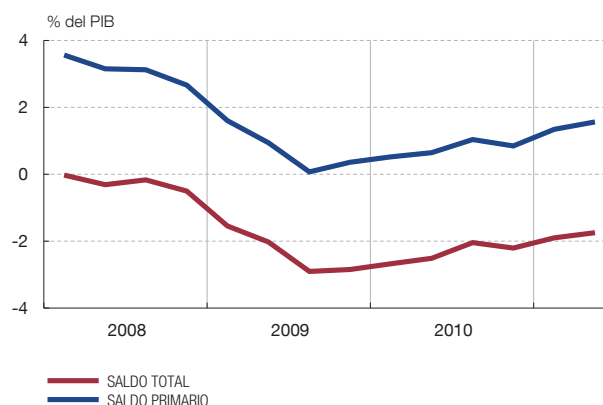
principalmente en Brasil y México, tendencia que se ha revertido en septiembre ante la presión depreciadora.

A finales de agosto, sin embargo, el banco central de Brasil recortó de forma inesperada el tipo de interés oficial en 50 pb, destacando en su comunicado el cambio operado en el escenario internacional, que suponía un aumento significativo de los riesgos para la economía brasileña a través de diversos canales, como los flujos de comercio, la inversión exterior y los efectos confianza. Este cambio de escenario global tendría en principio como consecuencia un balance de riesgos más favorable para la contención de la inflación, que permitiría su convergencia al objetivo del 4,5 % en 2012 —percepción reforzada por las perspectivas de mayor restricción fiscal, anunciada durante el verano—. Sin embargo, las expectativas de inflación para 2011 medidas por las encuestas han tendido a repuntar moderadamente en los últimos meses, tendencia que se ha mantenido después del recorte de tipos. En el resto de los países de la región se ha interrumpido el ciclo alcista de los tipos de interés, y en algunos casos (Chile, México) se ha observado alguna indicación sobre la posibilidad de un recorte de los tipos. Por su parte, las curvas de tipos de interés, que hasta finales de julio mantenían aún una pendiente muy positiva, incorporando expectativas de subida, se han invertido, y descuentan en la actualidad descensos,

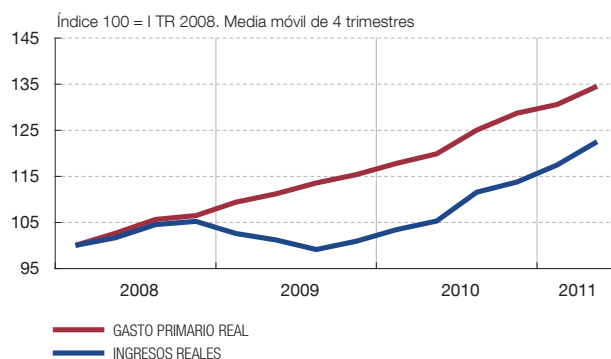
SALDO FISCAL DEL GOBIERNO GENERAL



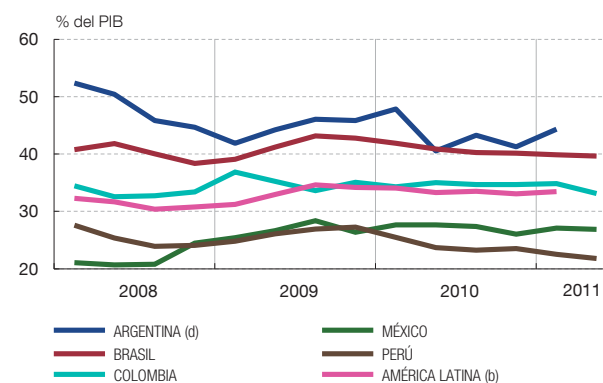
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) EN AMÉRICA LATINA (b)



INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (b) (c)



DEUDA PÚBLICA



FUENTES: FMI (*Fiscal Monitor*, septiembre de 2011) y estadísticas nacionales.

- a Un signo negativo significa un aumento del gasto del Gobierno general entre 2008 y 2011.
- b Siete mayores economías.
- c Deflactado por el IPC.
- d Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

que, en algunos casos, son muy significativos (más de 100 pb antes de final de año en Brasil, más de 50 pb en Chile o 25 pb en México). Todo ello indica un nuevo cambio de ciclo de tipos de interés en la región.

En el ámbito de la política fiscal no se produjeron novedades destacables durante el semestre, aunque quizá la principal fue el anuncio por parte de Brasil de un aumento del superávit primario para 2011, que fue interpretado como un indicio de mayor restricción fiscal. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la fortaleza de los ingresos permitió una mejora de las cuentas públicas a nivel regional —con algunas excepciones, como Argentina (véase sección Evolución económica por países)—, a pesar de que el gasto público siguió creciendo en general a ritmos muy superiores al del crecimiento nominal de la economía. Otros países, como Perú, concretaron medidas de política fiscal moderadamente expansiva tras las elecciones. Una pregunta clave que cabría plantear es cómo deberían reaccionar las políticas fiscales en América Latina en el caso de una significativa desaceleración del crecimiento a nivel global, y si existiría margen, como en 2008-2009, para aplicar políticas anticíclicas. En este sentido, aunque a nivel regional el saldo público primario ha aumentado hasta un 2 % del PIB en 2011 (véase gráfico 11), está considerable-

## Procesos de integración comercial y políticas estructurales

mente por debajo del nivel del 4% alcanzado en 2008. En cambio, la evolución de los saldos primarios estructurales —cuya variación se toma habitualmente como indicador del impulso fiscal<sup>3</sup>— parece poner de manifiesto que en varios países la política fiscal ha sido contracíclica tanto en 2010, cuando brechas de producto negativas han venido acompañadas de un impulso fiscal expansivo, como en 2011, donde prevalecieron brechas positivas e impulsos fiscales contractivos, aunque en algunos países, dada la bonanza de su demanda interna, podría haberlo sido en mayor medida. Todo ello pone de manifiesto la potencial utilidad de las reglas fiscales (véase recuadro 2), que facilitarán en el largo plazo un carácter más marcadamente anticíclico de la política fiscal.

El principal avance en los procesos de integración regionales y la integración exterior de los países latinoamericanos fue la aprobación en octubre del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos y Colombia por parte del Congreso Americano (junto con los tratados de libre comercio de Corea y Panamá), que había sido firmado cinco años antes, tras aceptar Colombia una modificación de la protección a los trabajadores nacionales y los republicanos una ampliación de los subsidios a los empleados estadounidenses afectados por estos acuerdos. En cambio, las negociaciones del acuerdo entre Mercosur y la UE no registraron avances relevantes, y la UE propuso modificar las preferencias arancelarias que otorga a países en desarrollo, lo que afectaría negativamente a Argentina y Brasil.

En el propio Mercosur resurgieron tensiones proteccionistas, justificadas en parte por una fuerte apreciación de las monedas que merma la competitividad. Así, las autoridades brasileñas impusieron licencias de importación no automáticas para los automóviles y sus piezas, algo que afecta a cerca del 40% de las exportaciones de Argentina hacia Brasil, y al sector en el que estaba basado originalmente el desarrollo del bloque. Igualmente, Brasil propuso que cada miembro elevara los aranceles frente a terceros individualmente ante aumentos súbitos de las importaciones, lo que desactivaría, de facto, el Arancel Externo Común, mientras que Argentina apuntaba a que el objetivo del bloque era una sustitución de importaciones a nivel regional. Perú profundizó en su estrategia de reorientar su comercio mediante tratados bilaterales, y firmó acuerdos con Costa Rica y Panamá, así como un Acuerdo de Complementación Económica con Brasil y Argentina —que permitiría la entrada de casi el 100% de los productos peruanos en estos dos países a partir de 2012—, y con México. Finalmente, Ecuador, ante la expiración en febrero de las preferencias arancelarias ATPDA otorgadas por Estados Unidos, anunció un programa de compensación a los exportadores afectados mediante bonificaciones fiscales.

En el ámbito de las reformas estructurales, los avances han sido escasos y han predominado aquellas destinadas a incrementar los recursos fiscales de los Estados. Así, en Argentina se presentó un proyecto para modificar la carta orgánica del Banco Central que exige a este «coordinar su cometido con el Gobierno», obligándole a financiar actividades y programas de fomento social, es decir, convirtiéndolo en algo más parecido a un banco de desarrollo. En Venezuela se aprobó una ley para incrementar la carga impositiva del sector petrolero, se derogó la prohibición de que PDVSA cuente con miembros del Gobierno como consejeros, y se aprobó la nacionalización de la minería del oro, que fija un máximo de participación del 45% en las explotaciones para las compañías extranjeras y prohíbe la exportación del metal, además de elevar las regalías del 3% al 13% y someter los contratos a la jurisdicción nacional. En Perú, el nuevo Gobierno llegó a un acuerdo con las empresas mineras para implantar un nuevo régimen fiscal para la minería, que proporcionaría unos ingresos adicionales a las arcas del Estado equivalentes al 0,7% del PIB

3 Aumentos (reducciones) del saldo primario estructural implican impulsos fiscales contractivos (expansivos).

Desde 1994, un número creciente de países de todo el mundo (en torno a ochenta, actualmente) ha venido adoptando reglas fiscales<sup>1</sup>. El severo deterioro fiscal en los países desarrollados ha propiciado un nuevo impulso a la adopción o reforzamiento de las reglas fiscales —incluso a nivel constitucional, como recientemente en España— con el fin de reforzar la credibilidad fiscal y garantizar la sostenibilidad de la deuda pública<sup>2</sup>. La conveniencia de las reglas fiscales se deriva del hecho bien constatado y documentado de que las políticas fiscales presentan un sesgo hacia el déficit. Este sesgo puede venir explicado por: i) la propiedad común de los recursos públicos; ii) problemas típicos de principal-agente (la información es asimétrica y los intereses de los representantes elegidos no siempre coinciden con los de los votantes), y iii) problemas de inconsistencia temporal (la posición fiscal refleja no solo el ciclo económico, sino también el ciclo político).

A estas consideraciones generales se añade en América Latina el rasgo específico de que la política fiscal haya sido notablemente procíclica, en parte por la exposición de los países de la región a pronunciadas fluctuaciones económicas resultantes de cambios en los términos de intercambio y en la capacidad de financiarse en el exterior. Así, en esta región a menudo ha resultado difícil para los Gobiernos comprometerse de forma creíble a ahorrar en los buenos tiempos los ingresos extraordinarios —derivados del ciclo, o de la subida del precio de las materias primas—, debido a las presiones para aumentar el gasto público en sociedades democráticas pero socialmente muy desiguales. Por ello, tradicionalmente no se creaba «espacio fiscal suficiente» para contrarrestar la escasez de financiación en los malos tiempos, o para prevenir los rápidos cambios en el sentimiento de los inversores y atenuar la vulnerabilidad a las crisis financieras. En este sentido, en lugar de compensar las perturbaciones de naturaleza cíclica, la política fiscal discrecional ha podido contribuir a aumentar la volatilidad macroeconómica y la vulnerabilidad fiscal en la región. En este contexto, para promover una mayor estabilidad económica, así como lograr la sostenibilidad de la deuda pública, los países de mayor tamaño de la región han adoptado en los últimos años reglas fiscales. La revisión de las características de las mismas y la presentación de sus principales similitudes y diferencias son los

- 1 Nueva Zelanda fue la pionera en el establecimiento de reglas fiscales. Véase FMI (2009), *Fiscal rules anchoring expectations for sustainable public finances*, Fiscal Affairs Department.
- 2 Véase, por ejemplo, para el caso español el artículo «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla del crecimiento del gasto público», publicado en el *Boletín Económico* del Banco de España de septiembre de 2011.

País	Ley original	Última modificación	¿Instrumento de estabilización?	Nivel de gobierno (a)	¿Objetivo numérico?	Institución(es) relacionada(s)	¿Regla de oro?	¿Excepciones a la regla?
Argentina	Ley 25.152, de Solvencia Fiscal (1999)	Ley 25.917, Régimen General de Responsabilidad Fiscal (2004)	No	GC, GSN (acuerdo con GC)	Sí	Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal	Sí	Sí
Brasil	Lei de Responsabilidade Fiscal e Finanças Públicas Municipais (2000)	2008	No	SPNF (sin Petrobras)	En legislación separada	Fondo Soberano do Brasil	Sí	Sí
Chile	Ley 20.128, sobre Responsabilidad Fiscal (2006)		Sí	GC	Sí (fijado por el Gobierno)	Fondo de Estabilización Económica y Social/Fondo de Reserva de Pensiones	No	No
Colombia	Ley 358, de Semáforos (1997)	Ley 1473 (2011)	Sí	GC	Sí	Comité Consultivo para la Regla Fiscal, Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica	No	Sí
México	Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (2006)	2009	No	GC	Sí	Fondo de Estabilización	No	Sí
Perú	Ley 27.245, de Prudencia y Transparencia Fiscal (1999)	2007	No	SPNF	Sí	Fondo de Estabilización	Sí	Sí

FUENTES: Leyes nacionales y bibliografía citada en el texto.

a GC = Gobierno Central; SPNF = Sector Público no Financiero; GSN = Gobiernos Subnacionales.

objetivos de este recuadro. El cuadro 1 resume las principales características de las reglas fiscales en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú<sup>3</sup>.

Las reglas fiscales se definen habitualmente como compromisos especificados en objetivos numéricos para algunas variables fiscales clave: saldo público, ingresos públicos, gastos públicos y deuda pública, entre otras, con el fin de establecer un marco para la política fiscal independiente del ciclo político. Aunque la discrecionalidad de la política fiscal puede ser conveniente en algunas circunstancias (por ejemplo, en presencia de perturbaciones inesperadas que requieran una acción política rápida), existe evidencia creciente de que dicha discrecionalidad tiende a llevar a un resultado subóptimo, materializado en el mencionado sesgo hacia el déficit, o a la aplicación de políticas fiscales procíclicas y, por lo tanto, desestabilizadoras<sup>4</sup>.

Las reglas fiscales numéricas adoptan formas variadas en la región y persiguen diferentes objetivos no excluyentes. Así, un primer grupo de reglas fiscales se focaliza en la consecución de la sostenibilidad fiscal. Este es el caso de Argentina, Brasil, México y Perú, que fijan límites a distintas variables como los saldos públicos (primarios o totales), el gasto público total o categorías específicas del mismo, el servicio de la deuda pública o la propia deuda pública —expresada en porcentaje del PIB, en tasa de crecimiento o en volumen total—. En la mayoría de los casos se aplica la llamada «regla de oro», según la cual el gasto en inversión pública se excluye de los límites al gasto público para evitar que la inversión pública sea la partida de ajuste. También en todos estos casos se incluyen límites a la financia-

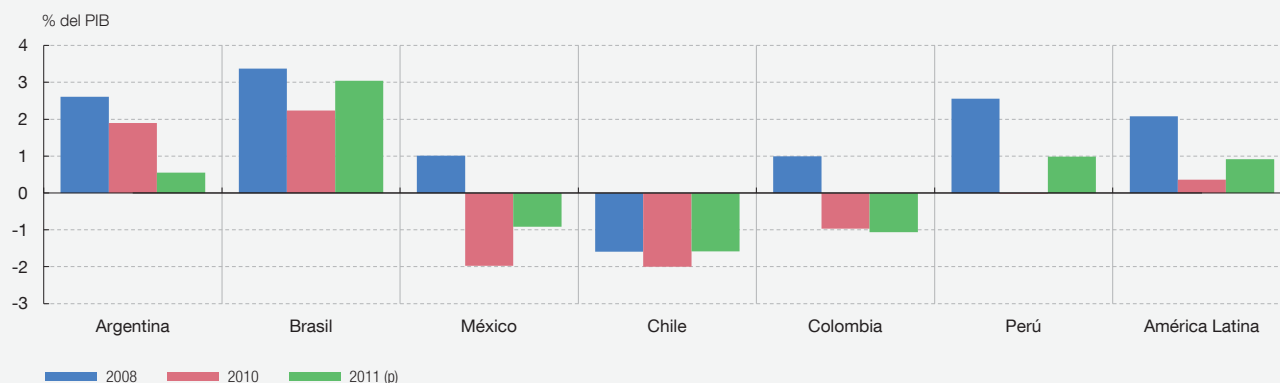
ción que el banco central puede otorgar al sector público<sup>5</sup>. Las ventajas de este tipo de reglas fiscales residen principalmente en que son simples, transparentes y fácilmente controlables. Entre las posibles desventajas destaca la falta de flexibilidad que impone a la política fiscal, aunque en casi todos los países se han incluido «clausulas de escape» para hacer frente a circunstancias extremas, como graves crisis económicas o catástrofes naturales. Otro elemento potencialmente negativo es que podría fomentar cierto grado de «contabilidad creativa» con el fin de conseguir el cumplimiento de los objetivos.

Un segundo conjunto de reglas fiscales tiene como objetivo prioritario la preservación de la capacidad de estabilización cíclica —permitiendo el funcionamiento de los estabilizadores automáticos—, aunque sin olvidar el compromiso con la sostenibilidad fiscal. Este tipo de reglas suelen basarse en: i) un objetivo de saldo público a lo largo de un ciclo económico, o ii) objetivos numéricos para el saldo estructural (ajustando por el ciclo económico y/o los precios de las materias primas) para cada año. Por ello, parecen especialmente adecuadas para abordar los desafíos que ingresos inciertos y volátiles (que, en muchos casos, dependen del precio de las materias primas) plantean a la gestión fiscal en muchos países de América Latina. A la ventaja de mayor flexibilidad de este tipo de reglas se contraponen la mayor complejidad y el inevitable grado de arbitrariedad de las técnicas utilizadas para la estimación de brechas de producción, de los precios de largo plazo de las materias primas y de las elasticidades presupuestarias. En la actualidad, solo el Gobierno chileno sigue una regla de este tipo, que fija un objetivo sobre el saldo público estructural (aislando de los ingresos públicos el efecto del ciclo económico y de los

3 En Venezuela, la regla fiscal en los últimos años ha sido frecuentemente cambiada o suspendida.  
 4 G. Kopits (2001), *Fiscal rules: useful policy framework or unnecessary ornament?*, IMF Working Paper 01/145.

5 Los instrumentos jurídicos utilizados pueden ser disposiciones constitucionales u otras normas de alto nivel, legislación ordinaria o simplemente una pauta general de política. La legislación también suele incluir las sanciones por incumplimiento (a nivel institucional o personal).

SALDO PRIMARIO DEL GOBIERNO GENERAL AJUSTADO DE CICLO



FUENTE: FMI, *Fiscal Monitor*.

precios del cobre y del molibdeno)<sup>6</sup>. En los próximos años, la política fiscal en Colombia seguirá también un esquema similar, pues actualmente se está desarrollando el reglamento a partir de la Ley aprobada en julio.

Este segundo tipo de reglas fiscales lleva habitualmente asociado la creación de fondos de estabilización, generados a partir de los excedentes fiscales en épocas de auge económico, que permiten financiar el gasto público durante las recesiones. Así, por ejemplo, Chile mantiene el Fondo de Estabilización Económica y Social<sup>7</sup>, que, además de servir como estabilizador automático, ha permitido al Gobierno chileno poner en práctica medidas anticíclicas en la reciente crisis financiera (realizando retiradas del Fondo por una cuantía del 5,7 % del PIB en 2009). En cualquier caso, cabe señalar que casi todos los demás países de la región cuentan con este tipo de fondos de estabilización para atenuar el impacto de recesiones o caídas bruscas de los precios de las materias primas, aunque solo el de Perú tiene una magnitud relevante (cerca del 3,4 % del PIB en agosto de 2011).

En los países de la región, salvo en Chile, la aplicación de las normas fiscales no se limita al Gobierno central, sino que incluye otros niveles de Gobierno. Cuando existen varios niveles de gobierno, se multiplica el riesgo de que se incurra en faltas de responsabilidad fiscal por parte de alguno de estos Gobiernos subnacionales. Las disposiciones correspondientes al comportamiento fiscal subnacional pueden ser adoptadas con un enfoque *de arriba hacia abajo* o un enfoque *de abajo hacia arriba*. En el primer caso, la autoridad central fija una serie de normas y reglas numéricas a los Gobiernos subnacionales. Este tipo de enfoque aparece en países con una estructura federal, en experiencias con rescates de los Gobiernos subnacionales (Brasil), o en países fiscalmente más centralizados en los que la Constitución otorga al Gobierno central poder para legislar en todas las áreas y decidir qué recursos fiscales delega en los Gobiernos subnacionales (Colombia y Perú). Resulta, sin embargo, mucho más difícil establecer reglas fiscales consistentes a través de un enfoque de *abajo arriba*, es decir, cuando los Gobiernos subnacionales adoptan voluntariamente normas vinculantes (Argentina). En cualquier caso, las reglas fiscales para los Gobiernos subnacionales son

especialmente útiles en los casos en que no funcione correctamente la disciplina de mercado.

La aceptación política y social de una regla fiscal es mayor si un organismo de control fiscal independiente se encarga de vigilar su aplicación, ya que se considera que reduce significativamente los riesgos de la manipulación de la regla por motivos políticos. Este es el caso, especialmente, de las reglas basadas en saldos públicos estructurales. Sin embargo, solo en Argentina existe un consejo de estas características, aunque sus funciones están más enfocadas al control de los Gobiernos subnacionales<sup>8</sup>.

La evaluación de los efectos de las reglas fiscales sobre el desempeño fiscal no es sencilla, en parte porque en algunos casos las reglas han estado en vigor durante pocos años, y sobre todo porque hay problemas de selección de la muestra y de identificación (ya que en algunos países las reglas fiscales forman parte de un marco más amplio de política macroeconómica) que llevan a que el análisis econométrico presente ciertas limitaciones<sup>9</sup>. Sin embargo, numerosos indicadores fiscales muestran que la región se enfrentó a la reciente crisis financiera global en una posición fiscal más favorable que en el pasado, lo que en parte es reflejo de los esfuerzos realizados en los años previos<sup>10</sup>. De esta manera, a diferencia de lo sucedido en episodios anteriores, durante la crisis financiera global casi todos los países de la región pudieron llevar a cabo una política fiscal anticíclica en mayor o menor medida: como muestra el gráfico, durante el debilitamiento de la actividad el saldo primario estructural se redujo, apuntando a la existencia de un impulso fiscal expansivo. Asimismo, la política fiscal mantuvo su carácter anticíclico al cerrarse las brechas de producción en 2010 en casi todos los países y pasar el impulso fiscal a ser contractivo en 2011 en varios de ellos.

6 La regla podría ser revisada en los próximos meses de acuerdo con las directrices ofrecidas por un comité asesor creado a tal efecto.

7 Asimismo, el Fondo de Reserva de Pensiones recibe aportaciones para hacer frente a obligaciones futuras del sistema público de pensiones.

8 El informe del comité asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile recomienda la creación de esta figura.

9 Los estudios empíricos disponibles apuntan a que los procesos de consolidación fiscal ya estaban en marcha antes de la introducción de las reglas fiscales, si bien estas podrían haber servido para reafirmar e institucionalizar estos procesos. Véase, por ejemplo, C. Caceres, A. Corbacho y L. Medina (2010), *Structural breaks in fiscal performance: did fiscal responsibility laws have anything to do with them?*, IMF Working Paper 10/248.

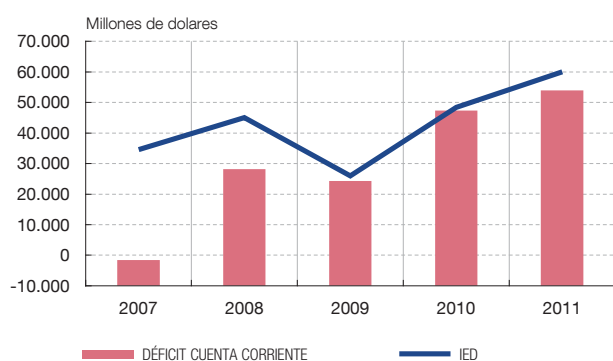
10 C. Daude, A. Melguizo y A. Neut (2010), *Fiscal policy in Latin America: countercyclical and sustainable at last?*, OECD Development Centre Working Paper n.º. 291.

anualmente. En México, el fin del período de sesiones del Congreso ante las elecciones de julio de 2012 impidió la aprobación de la reforma política y la reforma laboral propuestas en 2010. En Chile, sin embargo, el Gobierno presentó 50 medidas llamadas Agenda de Impulso Competitivo (AIC), orientadas a mejorar la competitividad con el objetivo de crecer a tasas del 6 % anual. Hay que destacar, por último, que, tras el acuerdo de integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile a finales de abril, el volumen de transacciones ha sido mínimo, y se han detenido los planes de fusión de las bolsas de Colombia y Perú.

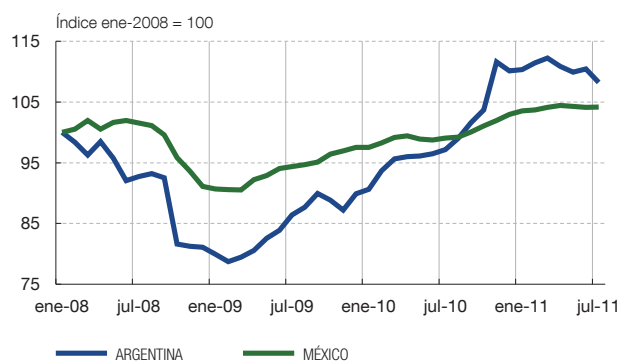
## Evolución económica por países

La economía de *Brasil* experimentó una desaceleración en el segundo trimestre del año, al registrar un crecimiento del 0,8 % intertrimestral, frente al 1,2 % del primer trimestre. De esta manera, el crecimiento interanual continuó moderándose, aunque de forma más acusada de lo previsto (hasta el 3,1 % en el segundo trimestre), tendencia que parece estar siendo más intensa en el tercer trimestre, a tenor de la evolución de los indicadores mensuales del PIB. Este menor dinamismo viene explicado por la desaceleración de la demanda interna, que aportó 4,3 pp al crecimiento del PIB, debido sobre todo al menor crecimiento de la inversión, pues el consumo privado mantuvo su fortaleza (5,5 % interanual). La ralentización de la inversión puede deberse a la fortaleza del tipo de cambio (y su efecto sobre la industria), pero también al cierre de la brecha de producto o a factores estructurales —como el nivel impositivo, o coste de acceso al crédito—. El mercado laboral mantiene su evolución favorable, con tasas de desempleo muy reducidas, del 6 % en agosto, y con un crecimiento notable de los salarios reales. La inflación ha mostrado un comportamiento desfavorable, registrando tasas superiores al 6,5 % interanual desde abril (por encima del intervalo objetivo del banco central, cuyo centro está en el 4,5 %, con bandas de +/-2 %), y llegando en septiembre al 7,3 % interanual, poniendo de manifiesto presiones de demanda. A pesar de ello, el banco central redujo el tipo de interés oficial en 50 pb en su reunión de agosto y en 50 pb en octubre, hasta situarlo en el 11,50 %, tras haberlo incrementado en 25 pb en las reuniones de abril, junio y julio. El banco central destacó que este cambio de tono se debía al empeoramiento del entorno exterior. El crédito interno al sector privado mantuvo tasas de crecimiento elevadas —de alrededor del 20 % interanual en términos reales en el período bajo estudio—, a pesar de las numerosas medidas adoptadas en meses previos para tratar de moderarlo. El crédito dirigido mostró un mayor dinamismo, aunque se desaceleró hasta tasas del 23 % en julio. En el ámbito fiscal, el superávit primario acumulado en los doce últimos meses hasta julio aumentó hasta el 3,8 % del PIB (en el conjunto de 2010 fue del 2,8 %), y se redujo el déficit tras pago de intereses hasta el 1,9 % del PIB, desde el 2,6 % del cierre de 2010. La deuda neta se redujo hasta el 39,4 % del PIB, en gran medida por el efecto del crecimiento. Estos positivos resultados fiscales están asociados a la favorable evolución de los ingresos, que en el caso del Gobierno central aumentaron un 20 % interanual hasta agosto, frente al incremento del 11 % de los gastos. En este contexto, el Gobierno anunció un aumento del objetivo de superávit primario para el sector público consolidado en 2011 de entre un 0,25 % y un 0,3 % del PIB, hasta situarlo en el 3,35 % del PIB, aumento que, sin embargo, no implica ningún compromiso de largo plazo. Por otra parte, se presentó la primera propuesta de presupuestos para 2012, que fija un objetivo de superávit primario del 3,1 % del PIB, sobre la base de supuestos de evolución del PIB e inflación que se consideran ahora demasiado optimistas. En el ámbito del sector exterior, el déficit de la cuenta corriente aumentó, pues el mayor superávit de la balanza comercial (impulsada por el aumento de las exportaciones) se vio más que compensado por la ampliación del déficit de rentas. Se mantuvieron las fuertes entradas de flujos financieros, destacando especialmente las entradas de inversión extranjera directa. Acumuladas en los doce últimos meses hasta agosto del presente año, las entradas de flujos financieros han alcanzado los 87 mm de dólares, y las de inversión extranjera directa los 54 mm de dólares, financiándose entre ambas

BRASIL: IED Y DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE



INDICADOR ADELANTADO DE ACTIVIDAD



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco Nacional de Brasil.

ampliamente el déficit de la cuenta corriente (véase gráfico 12). En este contexto, el banco central mantuvo su política de acumulación de reservas durante la mayor parte del semestre, aunque a finales de septiembre realizó ventas de dólares en el mercado de futuros, para solventar los problemas de liquidez en dólares y la abrupta depreciación del real. Por otra parte, la agencia Moody's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana del país, situándola un escalón por encima del grado de inversión.

En el primer semestre de 2011, las tasas de crecimiento interanual siguieron reduciéndose en México, hasta alcanzar una tasa del 3,3 % en el segundo trimestre. Con estas tasas, el PIB recuperó, en el primer trimestre de 2011, el nivel máximo previo a la crisis, una recuperación muy poco vigorosa. De hecho, México sería, junto con Venezuela, el único país cuya brecha de producción sigue siendo negativa de acuerdo con el ejercicio realizado. En la descomposición por el lado de la demanda destaca la aportación positiva del sector exterior al crecimiento del PIB en el primer semestre del año (0,7 pp), único país de la región donde se observa, debido a una fuerte desaceleración del crecimiento de las importaciones, ligada probablemente a la ralentización del consumo privado. En sentido contrario, la inversión privada, especialmente en bienes de equipo, experimentó una cierta aceleración, lo que podría explicarse con la recuperación del ciclo industrial americano, aunque también con el efecto estadístico tras dos años de caída. Por el contrario, la inversión pública presentó tasas de crecimiento negativas, al igual que el consumo público. De este modo, la demanda interna se desaceleró, creciendo un 2,9 % en el segundo trimestre de 2011. Los datos publicados para el tercer trimestre de 2011 y los indicadores adelantados (véase gráfico 12) apuntan a una desaceleración adicional de la actividad, en parte como consecuencia del menor crecimiento registrado en Estados Unidos, lo que refleja las limitaciones de la economía mexicana para generar un crecimiento autosostenido basado en su demanda interna. En el mercado laboral, el empleo formal creció a una tasa del 4,5 % interanual, con un mayor dinamismo del empleo temporal. En este contexto, se mantuvo el comportamiento favorable de la inflación, que se situó en el 3,1 % en septiembre, ligeramente por encima del centro del rango objetivo (3 %). La tasa subyacente se mantuvo entre el 3,1 % y el 3,3 % en los ocho primeros meses del año. La holgura de la producción, el bajo crecimiento de los costes laborales y la apreciación de la moneda, al menos hasta julio, contribuyeron a mantener este benigno panorama para la inflación. El banco central mantuvo los tipos oficiales en el 4,5 %, si bien en el último comunicado abrió la puerta a posibles reducciones, si las condiciones globales se siguieran deteriorando. El crédito bancario al sector privado siguió acelerándose, alcanzando una tasa de

crecimiento interanual en términos reales ligeramente por encima del 10 %, con tasas más elevadas en el crédito al consumo. En el plano fiscal, las cuentas públicas experimentaron un ligero empeoramiento en el conjunto del semestre, pues, excluyendo la inversión de la empresa pública PEMEX, el déficit se situó en el 1,1 % del PIB en términos anualizados, cuatro décimas más que en 2010, como consecuencia de que los ingresos públicos ascendieron un 4,6 % real interanual, gracias al ascenso de los ingresos petroleros, y los gastos públicos un 5,3 %. Uno de los riesgos incipientes es el relacionado con las finanzas de los Estados, dado que su deuda ha ascendido en 1 pp del PIB, hasta el 2,5 %, desde 2008, y tres de ellos se han situado en una posición difícil, con una deuda superior al 50 % de sus ingresos. Por ello, a mediados de agosto la Secretaría de Hacienda anunció un programa de garantías para las emisiones de los Estados que necesiten refinanciar sus pasivos o elevar la inversión en infraestructuras. La balanza por cuenta corriente presentó un déficit del 0,6 % del PIB en el primer semestre del año, como consecuencia del aumento del déficit en la balanza de servicios y en la de rentas, mientras que la cuenta financiera registró un superávit del 4,1 % del PIB, tanto por el mayor superávit en el apartado de inversión extranjera directa (aunque la recibida por México se redujo, se produjo una casi congelación de inversión directa mexicana en el exterior) como, especialmente, por la inversión en cartera para la compra de bonos (cerca de un 2,8 % del PIB). El banco central mantuvo el mecanismo para reducir la volatilidad en la apreciación cambiaria y acumular reservas hasta alcanzar los 138 mm de dólares a finales de octubre, esto es, un 11,4 % del PIB. El Gobierno realizó varias emisiones globales en moneda local y moneda extranjera, incluida la reapertura del bono a cien años por valor de 1.000 millones de dólares la primera semana de agosto, en medio de turbulencias de los mercados financieros globales.

La actividad en *Argentina* siguió mostrando un notable dinamismo. En el segundo trimestre el PIB creció un 2,5 % en tasa intertrimestral (3,1 % en el primer trimestre) y un 9,1 % en tasa interanual (9,9 % en el trimestre anterior). La demanda interna creció un 12 % en tasa interanual en el primer semestre, mostrando todos sus componentes una cierta aceleración en el segundo trimestre. El crecimiento de la inversión (23,8 %, en tasa interanual) fue especialmente destacado, como resultado de la vigencia de tipos de interés reales muy negativos, de la pujanza del consumo privado, y también de las importaciones de bienes duraderos de Brasil. Las importaciones aumentaron casi un 25 % en ese trimestre, lo que, junto a la notable desaceleración de las exportaciones, que apenas crecieron un 0,5 %, llevó a un aumento de la aportación negativa del sector exterior, hasta situarse en 3,1 pp (frente a 1,9 pp en el primer trimestre). Los indicadores referentes al tercer trimestre de 2011 apuntan a cierta moderación de la actividad, al igual que lo hacen los indicadores adelantados (véase gráfico 12). A diferencia de lo observado en los años anteriores, el superávit comercial se está reduciendo en un contexto de mantenimiento de los precios de las materias primas exportadas por Argentina, desaceleración de la economía brasileña y fuerte aumento (38 %) de las importaciones en los ocho primeros meses del año, situación que podría verse agravada de persistir la caída del precio de la soja desde septiembre. Además, en el segundo trimestre de 2011 la cuenta corriente presentó un superávit muy inferior al alcanzado en el segundo trimestre de 2010, como consecuencia tanto de la reducción del superávit comercial como del aumento del déficit de la balanza de rentas. Por su parte, la cuenta financiera presentó un déficit de 2.318 millones de dólares en la primera mitad de 2011, frente al superávit de 464 millones registrado en el mismo período de 2010, y la formación de activos externos netos del sector privado no financiero (medida aproximada de las salidas de capitales) se situó en 5.402 millones de dólares, una cifra similar a la del mismo período del año anterior. La inversión extranjera directa recibida por Argentina ascendió solo a 290 millones de dólares en el segundo trimestre de 2011. Estas tendencias se agudizaron en el tercer trimestre, lo que, unido al aumento en la volatilidad de los

mercados financieros mundiales, llevó al banco central a vender dólares —entre el pago de la deuda externa y las intervenciones, las reservas han descendido 4,5 millones de dólares desde el máximo anual en enero— para mantener la cotización del peso/dólar en niveles cercanos a 4,20. Como consecuencia de la elevada inflación, el peso ha seguido apreciándose en términos reales. En el plano fiscal, los ingresos públicos crecieron un 31,7 % en los ocho primeros meses del año (incluyendo importantes transferencias procedentes de los beneficios del banco central), y los gastos un 36,3 %, por lo que el superávit primario acumulado se redujo en un tercio respecto al mismo período de 2010. El crédito bancario al sector privado ha seguido acelerándose y en agosto presentó una tasa interanual de crecimiento superior al 50 %, si bien conviene recordar el reducido nivel del mismo medido en términos de PIB. También es destacable el aumento de la dolarización de los depósitos que se ha producido en las últimas semanas y la reciente elevación de los tipos de interés de los mismos. En las elecciones presidenciales celebradas el 23 de octubre se reeligió a la actual presidenta, por lo que se espera una continuidad de las políticas económicas.

En *Chile* se mantuvo el dinamismo de la actividad en un entorno de condiciones financieras benignas, un mercado laboral con bajo desempleo y alto crecimiento de los salarios, y unos términos de intercambio favorables. Así, la economía creció un 6,8 % en tasa interanual durante el segundo trimestre del año, con variaciones intertrimestrales del 1,5 % en los dos primeros trimestres del ejercicio. El impulso continuó siendo liderado por la demanda interna, que, sin embargo, muestra signos de moderación en todos sus componentes, especialmente en el consumo público y la inversión. La demanda externa redujo su aportación negativa a 4,3 pp en el segundo trimestre (cuando en 2010 había alcanzado los 12,2 pp) especialmente por la desaceleración de las importaciones. Los datos de actividad del tercer trimestre señalan una mayor desaceleración de la esperada, que, en parte, viene explicada por algunas huelgas mineras. La inflación se ha situado en los últimos meses alrededor del 3 %, el objetivo del banco central, mientras que las expectativas a medio plazo se han vuelto a situar en el objetivo del banco central, en paralelo al buen comportamiento de la inflación subyacente. En este contexto, el banco central finalizó el ciclo de subidas en julio, tras cinco subidas mensuales consecutivas. Por el lado fiscal, destaca el bajo nivel de ejecución del gasto público en la primera mitad del año. En junio, el crédito bancario al sector privado creció un 10 % en términos reales, con una evolución bastante homogénea entre empresas y familias.

En *Colombia*, la actividad se aceleró notablemente en el segundo trimestre de 2011, con un crecimiento intertrimestral del 2,1 %, tras la relativa debilidad del primer trimestre. Destacó el dinamismo de la demanda interna, impulsada en gran parte por la evolución de la inversión, que aumentó un 14,8 %. Por el contrario, la demanda externa restó 5,5 pp al crecimiento en ese trimestre, siendo Colombia el país de la región con la mayor aportación negativa. Los indicadores de actividad apuntan a un mantenimiento del dinamismo de la economía en el tercer trimestre, en un contexto de positivo comportamiento del mercado laboral y favorables condiciones de acceso al crédito. La inflación se mantuvo dentro del rango objetivo del banco central (2 %-4 %). Por su parte, la inflación subyacente se situó por debajo del 3 % en el primer semestre del año. El banco central mantuvo el tipo de interés oficial en agosto y septiembre, tras subirlo al 4,5 % en las cinco reuniones anteriores. En el frente fiscal destaca la aprobación de legislación para la implementación de una regla fiscal estructural. De acuerdo con la misma, se fija un déficit estructural del 2,5 % del PIB en 2014, que se reducirá hasta el 1,8 % en 2018 y hasta el 1 % en 2022. En este contexto de disciplina fiscal, Moody's y Fitch elevaron la calificación crediticia de la deuda soberana en un escalón, hasta el «grado de inversión», uniéndose de esta manera a Standard & Poor's, que lo había hecho en marzo. Por otra parte, las autoridades tomaron

medidas para reducir la vulnerabilidad externa, como la renovación de la línea de crédito flexible (FCL) con el FMI.

En *Perú*, el PIB creció un 6,7 % interanual en el segundo trimestre de 2011, por debajo del 8,7 % del trimestre anterior. También en tasas intertrimestrales se observó una moderada desaceleración, desde el 1,6 % hasta el 1,3 %. Esta evolución vino marcada por el bajo crecimiento del consumo público y la inversión, influidos por los límites legales al gasto público que se establecen en los períodos preelectorales. La cuenta corriente alcanzó, en el primer semestre, un déficit del -2,3 % del PIB, por encima del registrado en el mismo período de 2010, como consecuencia principalmente del aumento del déficit de la cuenta de rentas. La inflación ha mantenido a lo largo del año una tendencia creciente (hasta alcanzar el 3,7 % en septiembre), situándose desde marzo por encima del límite superior del rango objetivo del banco central (1 %-3 %). Esta evolución ha respondido, sobre todo, al deterioro de la parte no subyacente, agudizado en junio por la disminución de los subsidios al precio de la gasolina. El banco central ha mantenido el tipo oficial sin cambios en el 4,25 % desde mayo y, hasta agosto, intervino en el mercado cambiario comprando dólares. Sin embargo, a finales de septiembre realizó ventas directas de dólares para hacer frente a las presiones depreciatorias. Para los próximos meses, el nuevo Gobierno ha aprobado un paquete de estímulo fiscal. Asimismo, el Congreso ha aprobado la propuesta de reforma del régimen fiscal de la minería con la que las regalías se incrementarán y con la que el Gobierno espera aumentar los ingresos públicos en una cuantía cercana al 0,7 % del PIB. En un contexto en el que se percibe el compromiso del nuevo Gobierno con la adopción de políticas económicas ortodoxas, la agencia de calificación Standard & Poor's mejoró la calificación crediticia de Perú desde BBB- a BBB, un nivel por encima del «grado de inversión».

En el primer semestre de 2011, *Venezuela* registró una expansión de la actividad, en media, del 3,6 %, frente al avance del 0,1 % del segundo semestre de 2010. Por el lado de la oferta, se ha prolongado la pérdida de peso relativo de la actividad petrolera, pasando del 20 % del PIB a cerca del 12 % entre 1997 y 2011. En el segundo trimestre, la evolución de la actividad se ha visto lastrada por la reaparición de la crisis energética, que llevó en junio al anuncio de medidas de ahorro para reducir el elevado consumo de electricidad del país. El crédito bancario siguió creciendo a tasas cercanas a la inflación, que se mantuvo en alrededor del 25 % en el período analizado. La política monetaria mantuvo como ancla nominal el tipo de cambio fijo. La última medida de política antiinflacionista anunciada por el Gobierno fue una nueva ley de control de precios que permite establecer mecanismos de control previo a aquellas empresas cuyas ganancias se consideren excesivas en relación con los costes. En el primer semestre, el superávit por cuenta corriente aumentó en más de 8 mm de dólares respecto al mismo período de 2010, acumulando en estos seis primeros meses de 2011 un superávit mayor que en todo 2010. La mejoría se derivó, principalmente, del aumento del valor de las exportaciones de petróleo, que supusieron el 94,9 % del total. Standard and Poor's rebajó la calificación de la deuda soberana del país a B+ desde BB- en aplicación de su nueva metodología, que concede mayor importancia al riesgo político. Por último, en agosto se anunció que se cambiaría la ubicación de las reservas internacionales de Venezuela, tanto las monetarias (unos 9 mm de dólares) como las de oro (unos 19 mm de dólares) de instituciones de países desarrollados a países como Brasil, Rusia o China.

24.10.2011.