

---

# Informe semestral de economía latinoamericana

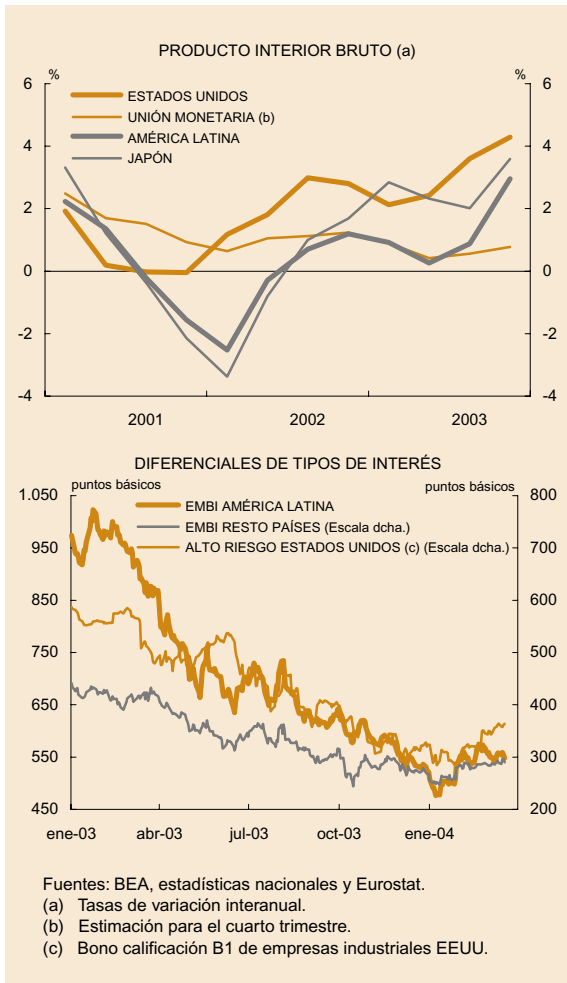
## 1. INTRODUCCIÓN

Latinoamérica ha disfrutado en los primeros meses de 2004 de las condiciones de financiación más favorables de los últimos años, sin apenas tensiones en los tipos de cambio, con posiciones por cuenta corriente en muchos casos positivas, el acceso a los mercados de capitales exteriores en condiciones favorables y los diferenciales soberanos en niveles similares a los anteriores a la crisis rusa de 1998. Sin embargo, la región sigue mostrando una elevada vulnerabilidad fiscal y financiera y se enfrenta a algunas incertidumbres en los próximos meses. Las dudas se centran, por un lado, en el mantenimiento de la buena disposición de los inversores financieros internacionales hacia el área, tras las altas rentabilidades acumuladas, cuando existe la posibilidad de que en los próximos trimestres los tipos de interés en EEUU puedan incrementarse; y, por otro lado, en la recuperación de la capacidad de atracción de la inversión extranjera directa, tras las turbulencias de los últimos años. En este contexto, la reactivación de la actividad económica observada hacia final de 2003 situó la tasa de crecimiento interanual ligeramente por debajo del 3% en el cuarto trimestre. Con ello, el crecimiento en el conjunto del año de América Latina volvió a tasas positivas, 1,3%, frente al -0,2% de 2002, pero no impidió la tercera caída anual consecutiva de la renta *per capita*. Se espera que la recuperación se consolide durante el presente ejercicio, aunque el retardo con el que se está materializando en las dos mayores economías —México y, sobre todo, Brasil— añade una nota adicional de cautela a las perspectivas generales del área.

Durante el segundo semestre de 2003, los tipos de interés en EEUU y también en Europa se mantuvieron estables en todos los plazos. A pesar de las expectativas de recuperación económica global, afianzadas por los buenos datos de la segunda parte del año, sobre todo en EEUU y Japón (véase gráfico 1), y de los crecientes desequilibrios fiscales en EEUU, no se produjo un desplazamiento al alza de la curva de tipos, quizá por el buen comportamiento de la inflación, que ha facilitado el mantenimiento de un tono acomodante por parte de las políticas monetarias, y, en el caso norteamericano, posiblemente también por la intensa acumulación de bonos del Tesoro por parte de los bancos centrales asiáticos. El afianzamiento de la recuperación y la búsqueda de rentabilidad en un entorno de menor aversión al riesgo y abundante liquidez tuvieron, por el contrario, un efecto notable en el mercado de bonos corporativos, cuyos diferenciales alcanzaron niveles mínimos desde el año 2000 (véase gráfico 1) y favorecieron la positiva evolución de las bolsas durante el segundo

GRÁFICO 1

**PIB y tipos de interés**



de la actividad económica, que solo ha comenzado a mostrar signos claros de afianzamiento, en la mayoría de los países, en el último trimestre de 2003. El retraso y graduación en la recuperación económica está siendo inducido por la magnitud del ajuste económico que ha tenido lugar en estos últimos años en buen número de países y el endurecimiento de las políticas macroeconómicas que lo acompañó. A medida que se superaron las tensiones en los mercados financieros y la inflación fue moderándose, el tono de las políticas monetarias comenzó a relajarse, aunque este proceso se ha ralentizado en el primer trimestre de 2004. Por el contrario, las políticas fiscales prosiguieron su carácter restrictivo, debido a la persistente vulnerabilidad de las finanzas públicas. En estas circunstancias, la demanda externa se configuró de nuevo en 2003 como el principal motor del crecimiento. El acusado repunte de los precios de las materias primas y el incremento de la demanda global en el segundo semestre, en un entorno de tipos de cambio estables, favorecieron la prolongación del dinamismo de las exportaciones, que sigue manteniéndose en los primeros meses de 2004. Aunque es de esperar una progresiva sustitución de este impulso externo por la demanda interna, este cambio puede llevar tiempo, debido a la profundidad del proceso de ajuste de rentas acumulado en los últimos años.

**2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DEL ÁREA**

**2.1. Actividad económica**

En contraste con la marcada debilidad del primer semestre, la actividad en la zona registró una notable aceleración en el último trimestre del año (3% de crecimiento interanual), tras un tercer trimestre en el que se mantuvo la atonía. De este modo, el PIB alcanzó una tasa del 1,3% en el conjunto de 2003 (véase gráfico 2). El repunte fue generalizado pero, como ya ocurriera en el primer semestre, fue mucho más intenso en los países que atravesaron en 2002 una crisis económica: Argentina, Uruguay y Venezuela, que cerraron el ejercicio creciendo a tasas cercanas al 10%. Si se excluye a estos países, la tasa interanual de incremento del PIB en el área se habría reducido a 1,5% en el cuarto trimestre y el crecimiento anual en 2003 se habría visto recortado en seis décimas.

El crecimiento tendió a acelerarse en la mayor parte de los países hacia el final del año, salvo en Perú, donde el ciclo estaba más avanzado. Cabe destacar, en cualquier caso, el débil crecimiento de Brasil en la segunda mitad del

semestre, que duplicaron las ganancias obtenidas en la primera parte del ejercicio.

Todos estos factores contribuyeron a consolidar, en la segunda mitad del pasado año, la mejoría de los mercados financieros latinoamericanos, al tiempo que se recuperaban los influjos de capitales respecto a 2002, aunque sin alcanzar los niveles de ejercicios anteriores. La compresión de los diferenciales soberanos, paralela a los bonos de alto riesgo corporativos y a los del resto de regiones emergentes, prosiguió, aunque a un ritmo más pausado que en el primer semestre. No obstante, desde mediados de enero se ha observado un ligero repunte de los diferenciales. Los mercados nacionales de renta variable de América Latina también se beneficiaron de esta favorable situación, y en algunos casos cerraron el ejercicio apuntándose las mayores ganancias anuales de entre todas las bolsas mundiales.

Esta positiva evolución bursátil y financiera en el área contrastó en cierta medida con la

CUADRO 1

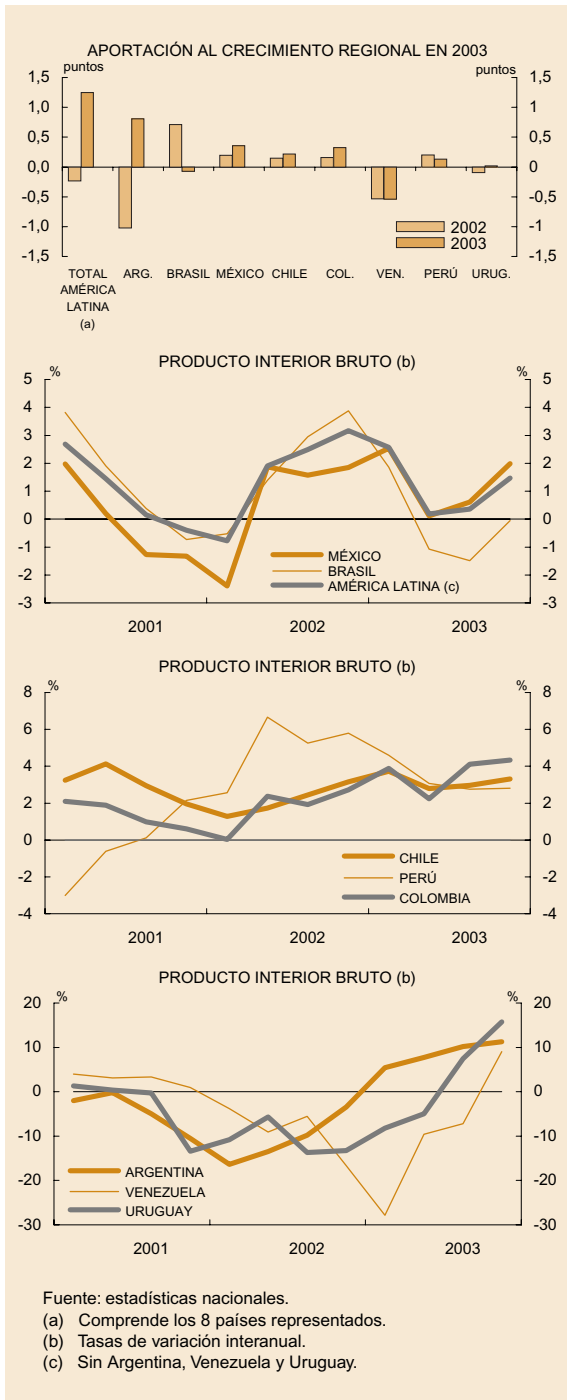
## América Latina: principales indicadores económicos

	2001	2002	2003	2002				2003			
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>PIB (tasa interanual)</b>											
Argentina	-4,4	-10,8	8,7	-16,3	-13,5	-9,8	-3,4	5,4	7,7	10,1	11,3
Brasil	1,4	1,9	-0,2	-0,5	1,4	3,0	3,9	1,9	-1,1	-1,5	-0,1
México	-0,3	0,7	1,3	-2,2	2,0	1,8	1,8	2,5	0,1	0,6	2,0
Chile	3,1	2,1	3,3	1,3	1,7	2,4	3,2	3,7	2,8	3,0	3,3
Colombia	1,4	1,8	3,7	0,0	2,3	2,0	2,6	3,8	2,3	4,1	4,4
Venezuela	2,7	-8,8	-8,9	-3,8	-9,1	-5,6	-16,7	-27,9	-9,6	-7,2	9,0
Perú	-0,1	5,1	4,0	3,2	6,3	5,1	4,7	6,0	3,6	3,5	2,9
Uruguay	-3,1	-10,8	2,5	-10,8	-5,5	-13,6	-13,1	-8,3	-4,8	7,1	15,7
<b>LA-8</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>3,0</b>
<b>IPC (tasa interanual)</b>											
Argentina	-1,1	25,9	14,8	4,2	23,3	36,0	40,3	35,7	14,5	5,2	3,7
Brasil	6,8	8,5	14,8	7,6	7,8	7,6	10,6	15,6	16,9	15,2	11,4
México	6,4	5,0	4,6	4,7	4,8	5,2	5,3	5,4	4,7	4,1	4,0
Chile	3,1	2,9	2,8	2,4	2,2	2,4	2,9	3,8	3,7	2,7	1,1
Colombia	8,0	6,4	7,1	6,6	5,9	6,0	6,8	7,4	7,6	7,1	6,4
Venezuela	12,5	22,4	31,4	14,6	18,9	24,8	30,6	35,4	34,1	29,6	26,2
Perú	2,0	0,2	2,3	-1,0	0,1	0,3	1,4	2,8	2,4	1,9	1,9
Uruguay	4,4	14,0	20,0	4,6	7,1	18,9	25,0	27,9	26,3	15,0	10,7
<b>LA-8</b>	<b>5,8</b>	<b>9,2</b>	<b>11,1</b>	<b>6,1</b>	<b>8,3</b>	<b>10,0</b>	<b>12,1</b>	<b>14,0</b>	<b>12,2</b>	<b>10,0</b>	<b>8,0</b>
<b>Déficit público (% PIB)</b>											
Argentina	-3,0	-1,5	0,4	-3,2	-2,0	-2,2	-1,3	-0,7	0,0	0,5	0,4
Brasil	-5,2	-10,5	-3,7	-4,9	-7,1	-8,9	-10,3	-10,2	-6,5	-3,7	-3,7
México	-0,7	-1,2	-0,7	-1,0	-0,5	-0,6	-1,1	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7
Chile	-0,3	-0,8	-1,4	-0,9	-1,3	-1,2	-0,8	-0,3	-0,5	-1,1	-1,4
Colombia	-4,3	-3,6	-2,8 (p)	-4,3	-5,2	-5,4	-3,6	-3,5	-2,0	...	...
Venezuela	-4,5	-1,0	-4,5 (p)	-5,8	-4,4	-4,0	-1,2	-1,4	-1,7	...	...
Perú	-2,4	-2,2	-1,8	-3,0	-2,8	-2,7	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	-1,8
Uruguay	-4,5	-5,1	-5,2	-4,9	-4,4	-5,2	-5,1	-5,1	-6,8	-5,8	-5,2
<b>LA-8</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,9</b>	<b>-2,2 (p)</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
<b>Deuda pública (% PIB)</b>											
Argentina	53,8	140,0	...	100,6	114,1	142,6	144,9	142,0	109,8	122,7	...
Brasil	52,6	56,5	58,2	54,3	57,3	62,5	55,5	55,0	55,6	58,1	58,2
México	22,4	24,4	26,1	23,3	22,9	24,0	22,9	23,5	23,2	25,3	26,1
Chile	11,8	12,3	13,3	11,3	11,6	12,3	11,9	12,3	11,9	11,9	13,3
Colombia	44,3	50,5	...	43,8	44,3	48,1	47,6	51,3	50,0	...	...
Venezuela	46,4	47,1	77,6	45,5	46,5	50,3	59,5	54,4	58,9	66,7	77,6
Perú	46,1	47,0	46,6	47,4	41,6	46,8	46,6	47,7	42,1	46,3	46,6
Uruguay	54,0	97,4	...	82,4	86,0	97,9	97,4	98,4	100,4	104,9	...
<b>LA-8</b>	<b>40,8</b>	<b>51,7</b>	<b>...</b>	<b>45,9</b>	<b>48,1</b>	<b>54,0</b>	<b>51,8</b>	<b>51,3</b>	<b>48,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Balanza cuenta corriente (% PIB)</b>											
Argentina	-1,7	9,8	5,7	-0,1	3,8	8,1	10,1	10,0	7,4	6,8	5,7
Brasil	-4,6	-1,7	1,0	-4,0	-4,4	-3,6	-1,9	-1,1	0,3	0,9	1,0
México	-2,9	-2,2	-1,6	-2,6	-2,4	-2,5	-2,2	-2,1	-1,9	-1,8	-1,6
Chile	-1,8	-0,9	-0,8	-1,0	-0,8	-1,1	-1,3	-1,3	-1,5	-0,7	-0,8
Colombia	-1,5	-1,9	-2,7 (p)	-1,2	-1,3	-1,6	-1,9	-2,4	-2,1	-2,1	...
Venezuela	1,7	9,5	14,6	0,4	0,8	4,5	9,2	11,2	15,1	13,5	14,6
Perú	-2,2	-2,1	-1,8	-1,9	-1,8	-1,9	-2,1	-2,3	-2,3	-2,1	-1,8
Uruguay	-2,6	2,1	...	-4,1	-2,4	-0,3	2,1	1,2	1,9	1,4	...
<b>LA-8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1 (p)</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1 (p)</b>
<b>Deuda externa (% PIB)</b>											
Argentina	52,2	136,9	112,1	115,9	130,7	143,9	141,6	133,7	101,0	107,9	112,1
Brasil	41,6	51,9	...	41,1	43,7	51,4	57,3	54,0	45,3	43,5	...
México	23,1	21,6	...	22,7	21,5	23,1	21,7	23,9	22,2	23,6	...
Chile	56,2	62,2	62,7	56,7	53,6	62,2	62,7	60,9	56,6	58,4	62,7
Colombia	44,4	39,7	...	42,2	40,1	45,6	45,1	48,9	46,4	45,5	...
Venezuela	36,0	57,8	...	42,5	50,8	68,5	68,4	68,1	67,0	...	...
Perú	50,7	49,3	47,8	51,7	45,3	50,6	49,0	49,9	44,1	47,9	47,8
Uruguay	47,9	90,2	...	79,1	89,4	89,0	90,2	86,4	87,7	90,1	...
<b>LA-8</b>	<b>39,2</b>	<b>52,0</b>	<b>...</b>	<b>45,2</b>	<b>47,2</b>	<b>54,1</b>	<b>55,6</b>	<b>54,2</b>	<b>46,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

Fuente: estadísticas nacionales, FMI y Banco de España.

GRÁFICO 2

PIB latinoamericano



ejercicio: el crecimiento interanual fue negativo en el tercer trimestre y prácticamente nulo en el cuarto, lo que situó la tasa del conjunto de 2003 en el -0,2%, la primera tasa negativa desde 1992. Argentina fue el país que registró un mayor crecimiento en el conjunto del año (8,7%), tras las fuertes caídas de los dos años anteriores. Tras ella se situó un grupo de países con tasas de crecimiento de entre el 4% y el 3%:

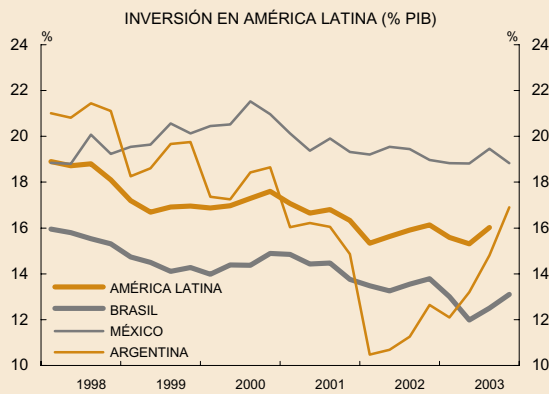
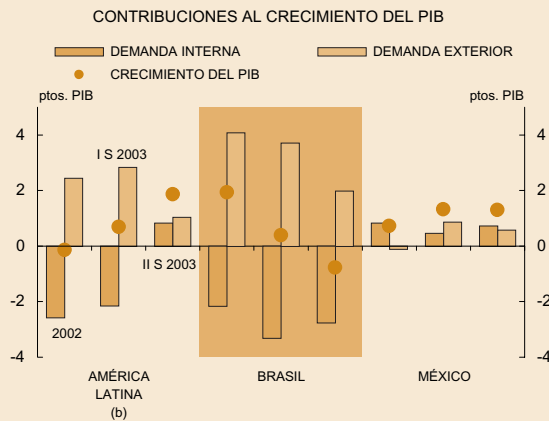
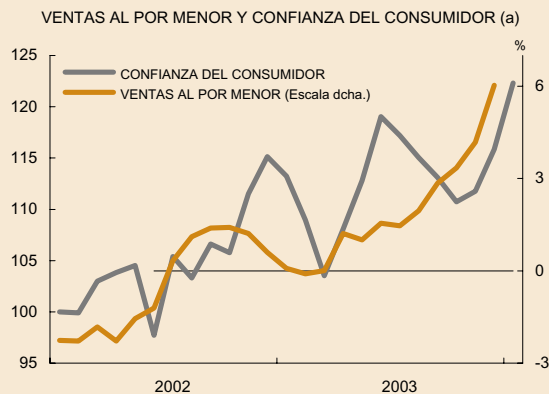
Perú, Colombia y Chile, por este orden. México registró un crecimiento reducido (1,3%) y Venezuela sufrió una aguda recesión, con una caída del PIB superior al 9%.

La recuperación de la producción industrial no fue tan intensa como cabía esperar, dado el afianzamiento de la recuperación global. Durante el tercer trimestre, las tasas interanuales entraron en territorio positivo, donde se fueron consolidando hacia final del año. Así, en diciembre se registró un incremento del 5,2% interanual (lo que permitió concluir el ejercicio con un avance del 1,1% respecto a 2002), si bien la desaceleración que han mostrado algunos de los primeros datos de 2004 subraya las incertidumbres que rodean el afianzamiento de la actividad en la región.

La demanda interna, tras un prolongado período de atonía, dio muestras de reactivación, especialmente en el último trimestre del año, como indica la evolución de las ventas al por menor (véase gráfico 3). A pesar de ello, la contribución de la demanda interna al crecimiento interanual en el segundo semestre fue, para el agregado del área, de apenas seis décimas. Este resultado estuvo muy influido por el estancamiento que registraron Brasil y México. También fueron notables las divergencias en el comportamiento regional por componentes de la demanda interna. La inversión privada, cuya tasa en relación al PIB ha acumulado una caída de casi tres puntos porcentuales para el conjunto del área desde 1998 (hasta situarse por debajo del 16%), lideró en el segundo semestre la reactivación de la demanda interna en países como Colombia y, en menor medida, Brasil, donde el consumo se mantuvo muy deprimido durante todo el período. Paradójicamente, en otros países con mejores perspectivas de estabilidad —como Chile y, sobre todo, México—, el ritmo de recuperación de la inversión fue relativamente lento, siendo el consumo privado el componente más dinámico de la demanda interna. La relajación observada en las políticas monetarias en el último año y la mejora de la confianza de los agentes —recogida en el repunte generalizado de los niveles de confianza de los consumidores (véase gráfico 3) y empresarios— deberían contribuir a acelerar el empuje de la demanda interna, pero aún se observa un alto grado de cautela a la hora de abordar nuevos planes de inversión y demandar mano de obra. Solo en el segundo semestre comenzó el mercado de trabajo a registrar una tímida mejoría en algunos países (véase gráfico 4), si bien la escasa calidad de las estadísticas laborales en la región dificulta el análisis. Por un lado, aunque la tasa de desempleo agregada inició una ligera reducción en el cuarto trimestre de 2003, la variación interanual resultó ser ligeramente superior a la del

GRÁFICO 3

**Demanda y sus determinantes**

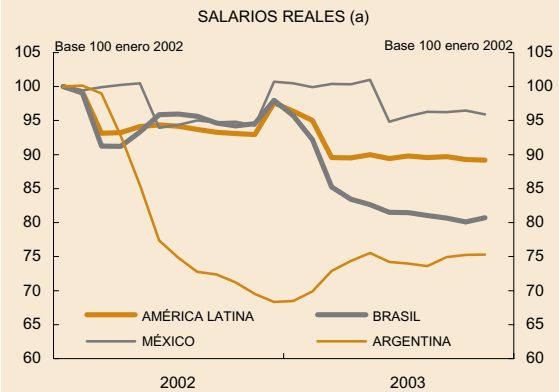
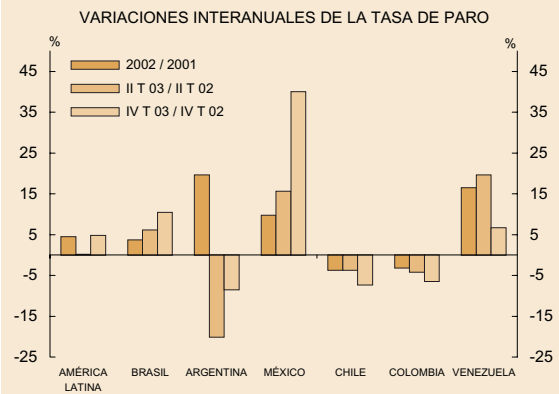


Fuente: estadísticas nacionales.  
 (a) Tasa interanual de la media móvil trimestral para las ventas, nivel para el índice de confianza.  
 (b) Estimación para el segundo semestre.

año anterior, ya que el buen comportamiento de Argentina fue compensado por las subidas del paro registradas en Brasil y, sobre todo, México. Por otro lado, se frenó en el segundo semestre la acusada pérdida de poder adquisitivo de los salarios —intensificada por el rebrote inflacionista que tuvo lugar entre 2002 y el primer trimestre de 2003—, aunque los salarios reales en la región aún se situaban a final de año un

GRÁFICO 4

**Mercado laboral**



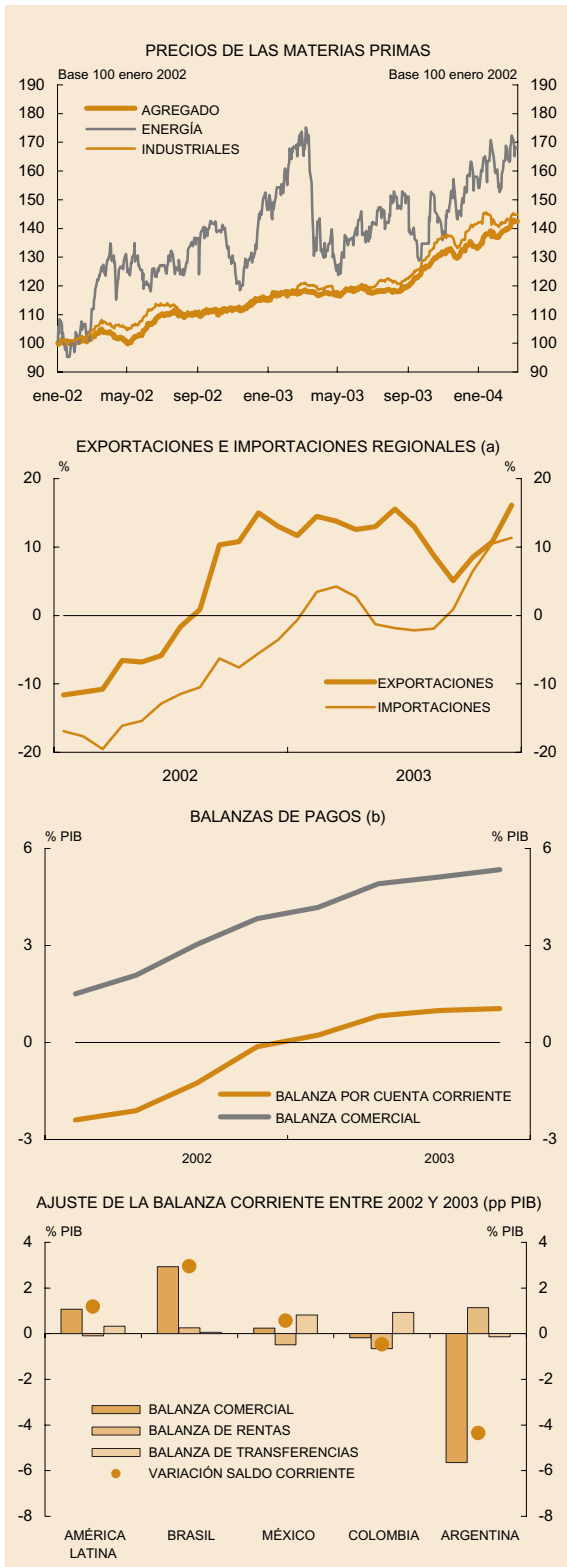
Fuente: estadísticas nacionales.  
 (a) Índice con base 100 en enero de 2002.

10% por debajo de los registrados al inicio de 2002, debido, sobre todo, a su profundo deterioro en Brasil y Argentina.

La demanda externa quedó así como el principal sostén de la actividad en el conjunto del año, aunque su aportación interanual al crecimiento del PIB en el segundo semestre fue bastante menor que en el primero [1 pp estimado frente a 2,8 pp en la primera parte del año (véase gráfico 3)]. Es notable, en cualquier caso, la prolongación del impulso externo en la segunda mitad del ejercicio, asentado en la muy favorable evolución de los precios de las materias primas —que se ha extendido a todos sus principales componentes (véase gráfico 5)— y en el afianzamiento del crecimiento mundial. Además, la debilidad del dólar frente al resto de los países desarrollados, en un contexto de estabilidad de las monedas latinoamericanas frente a la divisa estadounidense, limitó las pérdidas de competitividad. Todo esto favoreció que la tasa de variación de las exportaciones, tras sufrir una reducción transitoria en el tercer trimestre, volviese a acelerarse hasta superar el 11% interanual en el

GRÁFICO 5

Cuentas exteriores y materias primas



Fuente: estadísticas nacionales.  
 (a) Tasa de variación interanual.  
 (b) Porcentaje del PIB, saldos anualizados. Estimación del saldo corriente para IV TR 2002.

último trimestre de 2003, lo que supone un incremento medio anual de similar cuantía respecto a 2002. Es de destacar la sostenida fortaleza de las exportaciones en Brasil, donde continuaron creciendo a tasas superiores al 25% interanual a final de año. Este dinamismo contrastó con el retardo con el que México se aprovechó del tirón de la economía estadounidense, aunque dicho retraso se ha venido corrigiendo en los últimos meses. Por su parte, el crecimiento de las importaciones de la zona (9,4% en el cuarto trimestre de 2003, 2,6% en el conjunto del año) mostró una aceleración gradual y generalizada, aunque aún moderada, que ha permitido mantener un holgado y creciente superávit comercial en el conjunto del área, cercano al 5% del PIB en 2003. De los principales países, sólo México y Colombia cerraron el año con un reducido déficit comercial, mientras que el superávit de Chile y Brasil se elevó hasta el entorno del 5% del PIB y en Argentina superó el 13% del PIB, aunque se percibió una inflexión en la última parte del año.

A lo largo de los próximos trimestres se espera que la composición del crecimiento latinoamericano bascule hacia la demanda interna, aunque este proceso está teniendo lugar más lentamente de lo esperado. Es probable también que la evolución de la balanza por cuenta corriente esté alcanzando, si no lo ha hecho ya, un punto de inflexión. En cualquier caso, el perfil de la balanza por cuenta corriente siguió mejorando en la segunda mitad del año, en paralelo a la balanza comercial (véase gráfico 5), lo que permitió registrar en 2003 un superávit por cuenta corriente, del 1,1% del PIB para el conjunto del área, inédito desde 1988. Aunque la principal aportación a esta mejoría provino del superávit comercial, el resto de los componentes contribuyó también favorablemente, como refleja el gráfico 5. De este modo, la balanza de rentas —que incluye los pagos de intereses sobre la deuda externa— empeoró solo 0,1 pp del PIB, lo que refleja los menores costes de financiación así como la situación peculiar de impago de la deuda argentina; la balanza de transferencias tuvo una aportación más relevante (0,32 pp), especialmente notable en México y Colombia, debido al incremento de las remesas de emigrantes. De entre las principales economías del área, sólo Colombia registró simultáneamente un déficit por cuenta corriente (-2,7% del PIB) y un deterioro del mismo, que se explica sobre todo por el empeoramiento de la balanza de rentas. En el resto de los países, no parece que la previsible mayor absorción interna vaya a generar desequilibrios exteriores preocupantes en el corto y medio plazo, dada la holgada posición de partida. Esto es especialmente importante en una región en la que estos desequilibrios han actuado reiteradamente

como factor limitador de la duración de las fases expansivas.

## 2.2. Mercados financieros y financiación exterior

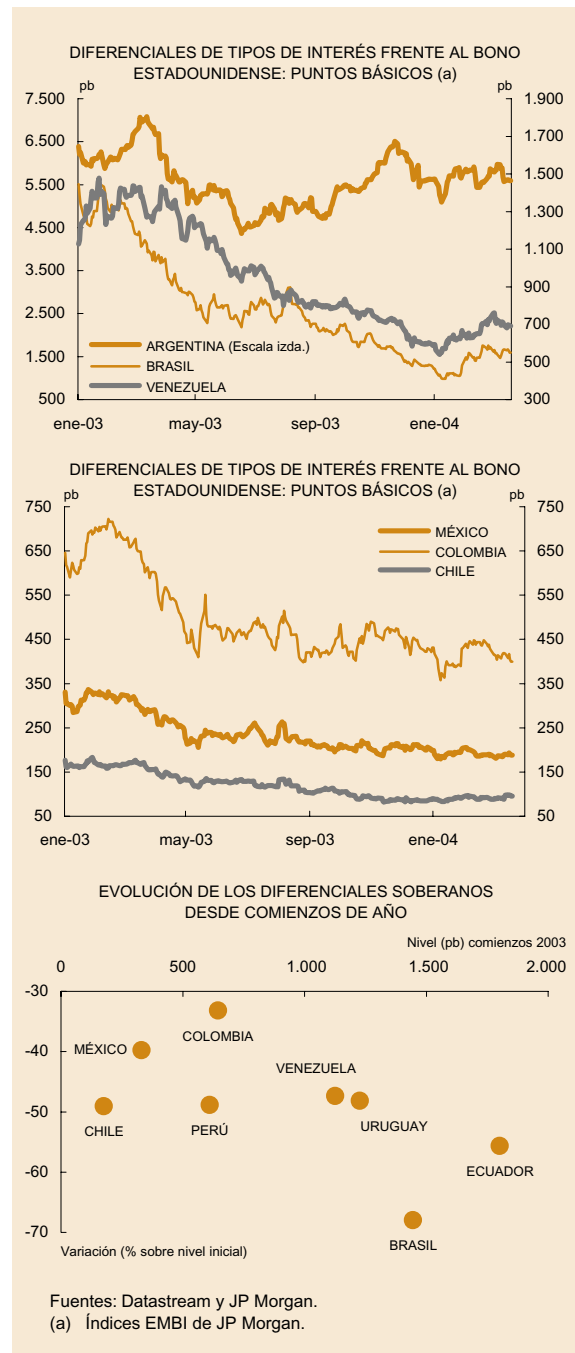
La buena evolución de la posición exterior coincidió con el mantenimiento de la favorable percepción de los inversores internacionales respecto a los activos latinoamericanos, lo que ha permitido cerrar el año con un balance muy positivo en los mercados financieros. Así, durante el segundo semestre ha proseguido la reducción de los diferenciales soberanos (véase gráfico 6), aunque a un ritmo algo más pausado que en la primera parte del año: un 25% de caída frente al 31% del primer semestre para el diferencial agregado de la región. En Venezuela y Perú la caída se aceleró notablemente en la segunda parte del ejercicio.

La compresión de los diferenciales tuvo carácter generalizado en todos los mercados emergentes —como revela el sustancial incremento de las correlaciones entre sus *spreads*— y abarcó a emisores con calificación crediticia de inversión y especulativa prácticamente por igual. De ello se beneficiaron en mayor medida los bonos de los países latinoamericanos que presentaban unos diferenciales soberanos más elevados, como se observa en el gráfico 6. Es importante señalar el marcado contraste entre la fuerte caída de los diferenciales y el mantenimiento de los *ratings* en la mayoría de los países. Solo Argentina, Venezuela y, en febrero de este año, Ecuador registraron revisiones al alza en su calificación por parte de las dos principales agencias.

Estos rasgos reflejan la importancia de los condicionantes externos (o de empuje) en la determinación de los flujos de capitales hacia el área en 2003. Estos factores se analizan con mayor detalle, junto con los factores internos (o de atracción), en el recuadro 1. Particularmente destacables fueron la situación de holgura global de liquidez y la menor aversión al riesgo en los mercados financieros, que propiciaron la búsqueda de activos de mayor rentabilidad. La intensa entrada de fondos a los mercados emergentes favoreció además una menor discriminación entre países, derivada en parte por el protagonismo adquirido por los inversores no especializados en el último año. A todo ello se añadió una mejor situación de las economías del área, en las que, en general, la estabilidad de precios y la disciplina fiscal fueron salvaguardadas, los tipos de cambio presentaron niveles más competitivos, las posiciones externas mejoraron y los efectos negativos sobre la actividad del fuerte ajuste previo se fueron disipando gradualmente.

GRÁFICO 6

### Diferenciales soberanos

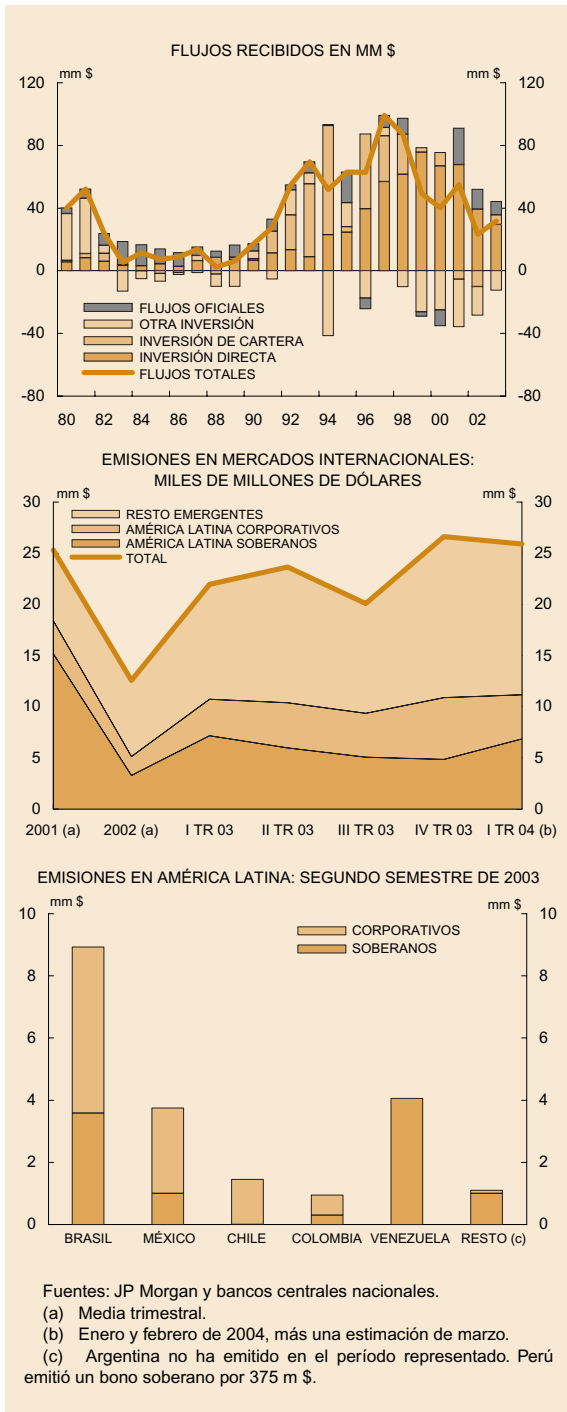


En cualquier caso, los reducidos niveles alcanzados actualmente hacen más difícil proseguir con el proceso de contracción de los diferenciales. De hecho, tras los niveles mínimos observados a mediados de enero, el mercado ha comenzado a mostrarse más sensible a las noticias negativas y ha tenido lugar una ligera ampliación de los diferenciales en el primer trimestre de 2004.

Las mejores condiciones de financiación vieron acompañadas de una notable recupera-

GRÁFICO 7

Flujos de capitales exteriores



ción de los flujos netos de capitales a América Latina, hasta alcanzar un nivel superior a los 30 mm de \$ en 2003, frente a los 23 mm de \$ del año 2002 (véase gráfico 7). Esta recuperación fue más intensa que en el resto de áreas emergentes. La descomposición en componentes de estos flujos ofrece, sin embargo, una lectura menos favorable. Así, alrededor de un cuarto de las entradas netas correspondieron a flujos oficiales,

relacionados en buena medida con el apoyo de los organismos multilaterales a los programas económicos adoptados para hacer frente a los episodios de inestabilidad de los últimos años. Por el contrario, los préstamos bancarios —incluidos bajo el epígrafe de Otra inversión— siguieron registrando salidas netas, aunque en una cuantía más moderada que en años anteriores. Más preocupante fue la cuarta reducción anual consecutiva de los flujos de inversión neta directa, que se situaron ligeramente por debajo de los 30 mm de \$, pues sus elevados niveles previos dotaban de una base de estabilidad a los flujos de capitales a la región. Por último, la inversión neta en cartera —que incluye emisiones de bonos e inversiones en bolsa— registró una entrada neta, por primera vez desde el año 2000.

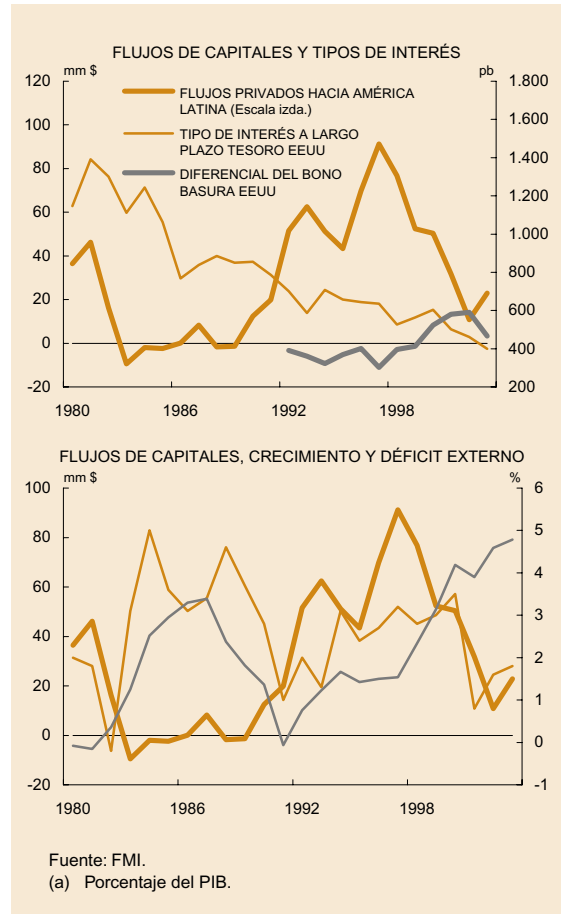
La disponibilidad de financiación externa también se reflejó en un incremento de las emisiones de bonos latinoamericanos en los mercados globales, que supusieron casi la mitad del total de las economías emergentes, proporción similar a la del año anterior. Durante 2003 se registraron emisiones brutas por valor de 41 mm de \$, repartidas de modo relativamente homogéneo a lo largo del año (véase gráfico 7). Esta cifra representa casi el doble que la de 2002 y, aunque queda notablemente por debajo de la de los ejercicios anteriores, hay que tener en cuenta que entonces Argentina, hoy ausente, participaba de modo muy activo en el mercado primario de bonos. Durante el segundo semestre, el principal emisor fue Brasil, con 8,9 mm de \$, pero cabe destacar la emisión de 4 mm de \$ de Venezuela, en condiciones relativamente buenas a pesar de su precaria situación interna. La descomposición entre emisiones soberanas y de empresas mostró un ligero predominio de las primeras (56% del total), si bien la proporción de deuda corporativa se incrementó notablemente respecto a los años anteriores y, en el último trimestre de 2003, incluso superó a las soberanas. El año 2004 se ha iniciado con un renovado impulso en las emisiones, sobre todo soberanas, lo que habría permitido a países como Chile o México haber cubierto las emisiones programadas para todo el año, y a Brasil, más de la mitad de las mismas.

Los mercados bursátiles, al igual que los de deuda, también tuvieron un buen comportamiento en la región, aunque en este caso el grueso de las ganancias se registró durante la segunda parte del año (véase gráfico 8). Los índices latinoamericanos cerraron el ejercicio con subidas muy por encima de las de los países industrializados y también más acusadas que las de la mayoría de los mercados emergentes. La subida del índice ponderado para el conjunto del área fue del 67,1%, dos terceras partes



**Determinantes y perspectivas de los flujos de capital hacia América Latina**

El año 2003 ha supuesto la ruptura de la tendencia descendente de los flujos de capital hacia América Latina, que se venía observando desde 1998. Con el fin de valorar si esta recuperación puede ser transitoria o bien consolidarse, resulta conveniente describir y analizar los elementos explicativos que se han identificado como relevantes en la determinación de los flujos de capitales hacia América Latina. Pueden distinguirse dos tipos de factores: los factores de empuje (*push factors*), relacionados con las condiciones económicas y financieras de los países emisores de los flujos (los países desarrollados y, en el caso de América Latina, Estados Unidos en particular); y los factores de atracción (*pull factors*), relacionados con las características de rendimiento y riesgo de las inversiones en el país receptor. Podría añadirse un tercer factor, el grado de integración financiera, que determina la facilidad de translación de los capitales, y que durante los años noventa ha experimentado un fuerte impulso en América Latina y globalmente, inducido por los procesos de liberalización de la cuenta de capitales. Si bien la evidencia no es concluyente respecto a la importancia relativa de estos determinantes, existe cierto consenso en que los factores de empuje determinan la magnitud de los flujos, mientras que los de atracción condicionan su distribución geográfica. Las literaturas teórica y empírica han identificado como principales factores de empuje: el ciclo económico en los países desarrollados; el grado de aversión al riesgo, pues los activos en países emergentes son percibidos como de alto riesgo; el nivel de los tipos de interés en los países desarrollados, al determinar la liquidez y la búsqueda de inversiones alternativas; y las necesidades de financiación exterior de los países industrializados, ya que en cierto modo compiten por el capital exterior. Los factores de atracción más destacados son: entre los factores macroeconómicos, el diferencial de crecimiento de América Latina frente a otras áreas y el grado de estabilidad y vulnerabilidad macroeconómica. Estos dos últimos aproximarían la dimensión de riesgo de las inversiones. Entre los factores estructurales cabe señalar: los procesos de reforma estructural, el grado de integración regional y el desarrollo y estabilidad del marco institucional del país receptor. Estos factores son especialmente relevantes para atraer los flujos de inversión extranjera directa, que constituyen el componente más importante de los flujos totales en América Latina desde mediados de los noventa (veáse gráfico 5), y que se han reducido a más de la mitad desde finales de la década, hasta los apenas 30 mm estimados para 2003.

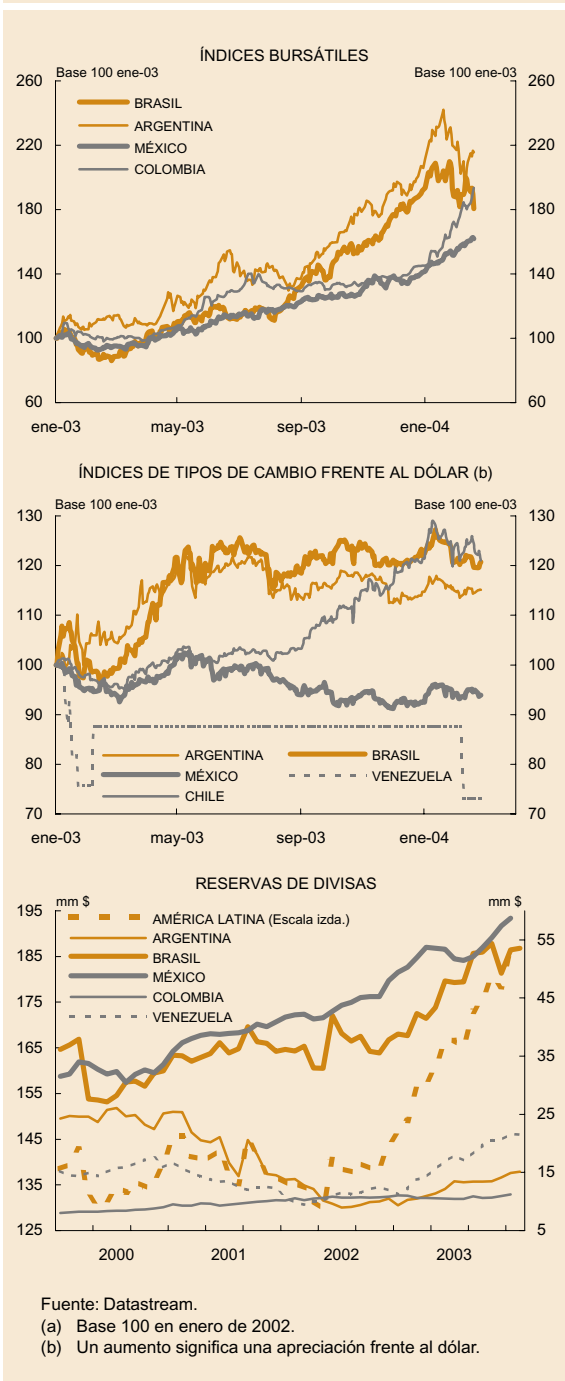


Los paneles del gráfico adjunto recogen la relación entre los factores de empuje identificados y los flujos de capital privado a América Latina desde los años ochenta. En el fuerte retraimiento de los flujos entre 1998 y 2002, habrían jugado el papel esperado el ciclo y la aversión al riesgo (medida esta por el diferencial de rentabilidad de los bonos de alto riesgo estadounidenses) y el creciente desequilibrio exterior estadounidense. Los factores de atracción también han tenido un papel relevante, como se infiere de la caída más intensa de los flujos en América Latina que en las otras zonas emergentes. Esto está relacionado posiblemente con el deterioro de la percepción de seguridad jurídica y estabilidad institucional por parte de los inversores, al hilo sobre todo de los acontecimientos de Argentina en los últimos años. Otros factores de atracción que han operado en sentido negativo, como la volatilidad económica, el estancamiento económico e, incluso, el estancamiento de las reformas, tienen un componente endógeno importante, pues el retraimiento de los flujos ha generado un fuerte ajuste económico y ha dificultado el mantenimiento del ritmo de las reformas.

La recuperación de los flujos privados de capitales en 2003 puede interpretarse, de un modo análogo, como la reversión de la mayor parte de los factores previos, al tiempo que se mantenían las condiciones de amplia liquidez global. La prolongación de un positivo entorno externo y la recuperación del crecimiento en el área deberían contribuir a consolidar la recuperación de los flujos. No obstante, incluso en este escenario favorable no es previsible que los flujos retornen a los altos niveles observados a mediados de los noventa (70 mm de \$ de promedio en la región), puesto que resulta difícil que los flujos de inversión directa, principal sostén de aquella expansión, vayan a recuperar su vigor previo. Aunque hay evidencia empírica reciente que indica que las inversiones directas previas ejercen un efecto de arrastre sobre la inversión futura y que, dada la dependencia de la financiación externa de América Latina, se espera que los países del área hagan esfuerzos por mantener el atractivo inversor de sus economías, existen otros factores estructurales e institucionales que probablemente serán dominantes. Por un lado, la percepción de riesgo político por parte de los inversores se ha incrementado, lo que generará una actitud de mayor cautela a la hora de abordar proyectos de inversión; además, otros destinos de inversión entre los países emergentes, como China o los países de Europa Central y del Este, han ganado atractivo relativo en los últimos tiempos. Por último, en un contexto de impopularidad de las reformas, el apetito privatizador de los gobiernos también se ha reducido. Las escasas estimaciones disponibles para 2004 (FMI, IIF) respaldarían este diagnóstico, pues apuntan a un moderado crecimiento de los flujos de inversión directa, entre un 10% y un 30%. Este incremento permitiría a los flujos de capital afianzarse sobre los 40 mm de \$ este año, pero los flujos de inversión directa quedarían lejos de los observados en la segunda mitad de los noventa.

GRÁFICO 8

**Bolsas, tipos de cambio y reservas (a)**



de la cual correspondieron al segundo semestre. La mayoría de los mercados experimentaron subidas cercanas o superiores al 50%. En Brasil y Perú prácticamente se duplicaron los índices y Argentina y Venezuela registraron ganancias incluso superiores (120% y 195%, respectivamente). Las subidas se apoyaron en el retorno de los inversores extranjeros, especialmente en Brasil —que registró entradas netas del exterior de casi 3 mm de \$— y Chile. Sin

embargo, la tendencia alcista de la bolsa se ha quebrado durante el primer trimestre de 2004 en algunos países como Brasil, Chile y Argentina, al hilo de ciertas dudas sobre el mantenimiento de la buena disposición de los inversores externos respecto a la región.

**2.3. Políticas macroeconómicas**

La mayor entrada de flujos de capitales propició presiones apreciadoras sobre los tipos de cambio en la mayoría de los países, que fueron contrarrestadas con una política activa de intervención y acumulación de reservas (véase gráfico 8). De este modo, en el segundo semestre los tipos de cambio mostraron una notable estabilidad, en contraste con las apreciaciones observadas en la primera parte del año. Para el conjunto de 2003 se registró una apreciación generalizada frente al dólar (8,6% en el agregado del área) pero mucho más moderada en términos del tipo de cambio efectivo nominal (1,1%), debido a la debilidad de la divisa estadounidense frente al resto de las principales monedas. De este panorama general se excluyen dos divisas: el peso chileno, que se apreció un 9,8% frente al dólar en el segundo semestre, para completar una apreciación anual superior al 20%; y el peso mexicano, que se depreció a partir de mayo hasta alcanzar niveles mínimos frente al dólar en octubre, que cerró el año con una depreciación del 5%. Por último, en febrero se devaluó el bolívar venezolano, en un contexto de férreos controles cambiarios.

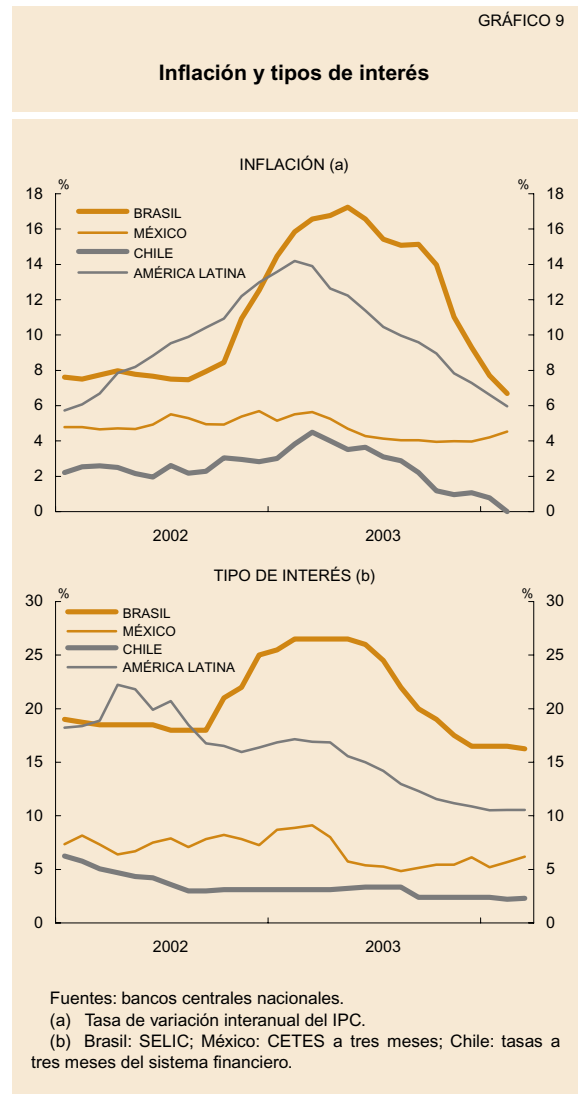
El aumento de las reservas exteriores fue notable en el conjunto de la región (más de 34 mm de \$), lo que ha permitido recuperar niveles máximos históricos. Los países más beneficiados han sido aquellos que habían sufrido una erosión mayor durante las turbulencias cambiarias de los años anteriores: en Brasil y Argentina, las reservas de divisas se incrementaron en 4,7 y 10,4 mm de \$, si bien sus niveles están aún por debajo de los alcanzados antes de la crisis rusa. México y Venezuela, por su parte, también registraron incrementos muy notables (8 y 9,3 mm), continuando la tendencia creciente de los últimos años. Por el contrario, en Chile y Colombia las reservas se mantuvieron estables, lo que refleja menores intervenciones en los mercados cambiarios.

La estabilidad del tipo de cambio y los efectos retardados de las apreciaciones previas contribuyeron a que la inflación siguiera evolucionando favorablemente en el segundo semestre de 2003 (véase gráfico 9). La tasa interanual para el conjunto del área se situó en el cuarto trimestre en el 8%, lo que supone un mínimo desde inicios de 2002. A pesar de esta trayec-

toria favorable a lo largo del año, la inflación media de 2003 ha superado a la del año anterior (11% frente a 9,1%), situándose entre las inflaciones más altas de las regiones emergentes. De los países con objetivos directos de inflación, solo Chile y Perú cumplieron holgadamente los suyos. En México la inflación se situó justo en el límite superior del rango objetivo (4%) y Brasil y Colombia lo superaron (9,3% y 6,5%, respectivamente). Es también destacable la flexión a la baja de la inflación en Argentina, que cerró el año, contra todo pronóstico, con uno de los mejores registros del área (3,7%) y ha seguido descendiendo al inicio de 2004, a pesar del fuerte dinamismo de la actividad. En contraste, Uruguay y Venezuela han concluido el ejercicio con tasas de inflación de dos dígitos (10,9 y 26,9%, respectivamente). En los primeros meses de 2004 se ha venido observando una mayor resistencia a la baja de la inflación e incluso un repunte de la tasa interanual en algunos países, como México. A pesar de que los resultados no han sido sobresalientes y se han rebasado los objetivos en bastantes casos, la valoración de la evolución reciente de la inflación en América Latina es relativamente positiva, si se considera el ajuste cambiario previo sufrido por la mayoría de los países. La capacidad de mitigar notablemente la traslación a los precios finales de las depreciaciones cambiarias previas —favorecida también por el mayor rigor en la lucha contra la inflación y el entorno de atonía productiva— puede haber incrementado, a su vez, la reputación de las autoridades monetarias.

En general, la evolución de la inflación y de los tipos de cambio permitió que los tipos de interés continuaran descendiendo a lo largo del segundo semestre, aunque a ritmos más moderados que al inicio del año. Brasil supuso una excepción, pues el ciclo bajista solo se inició en junio, pero este fue muy intenso, de manera que hasta el final de año la tasa SELIC se redujo en 10 pp. En Argentina, los tipos interbancarios a un mes se redujeron hasta niveles muy bajos, en torno al 4,5%, lo que supone una caída de 11 pp. En Chile la relajación ha proseguido intensamente durante el primer trimestre de 2004, lo que ha situado los tipos por debajo del 2%, mientras que en México se ha restringido la política monetaria a través de la elevación del corto en febrero de 2004.

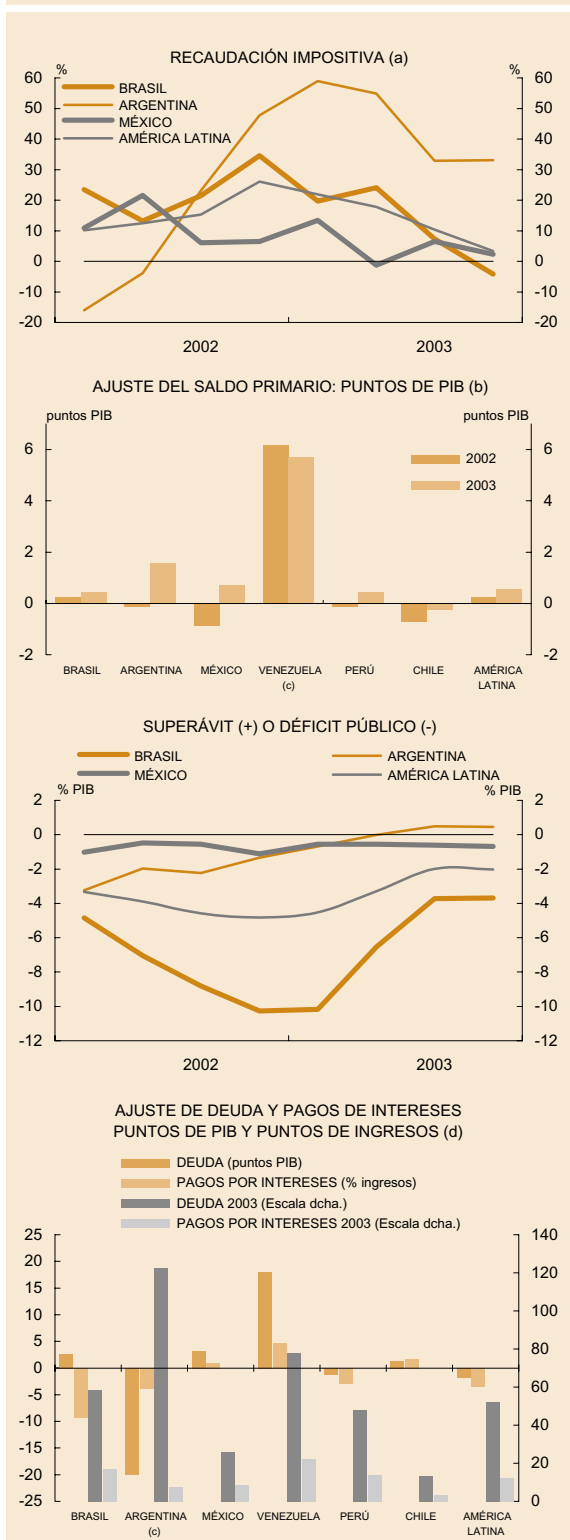
Por lo que se refiere a la política fiscal, los resultados del año fueron positivos (véase gráfico 10), al consolidarse la tendencia a la reducción de los déficit y a la obtención de superávit primarios en la mayoría de los países. Así, el déficit total de la zona se contrajo en 2003 hasta el 2,2% del PIB, frente al 4,9% del año previo. A esta mejoría contribuyeron por partes iguales la



caída de los costes de financiación y el incremento del superávit primario, que se situó en el 2,8% del PIB, lo que supone un aumento de 0,6 pp respecto a 2002. A este resultado contribuyó, aunque con menor relevancia que el año anterior, la evolución de la recaudación, que, además, fue perdiendo fuerza a medida que avanzaba el año (el incremento fue de 13,3% en términos nominales respecto a 2002, pero el crecimiento interanual se redujo al 3,3% en el cuarto trimestre). Las dificultades recaudatorias en el área tienen raíces profundas y están relacionadas con la estrecha base fiscal y con problemas estructurales de los sistemas fiscales. En estas circunstancias, se han mantenido e incluso extendido algunas figuras fiscales heterodoxas arraigadas en la región, como los impuestos al débito bancario (véase recuadro 2), que perjudican el desarrollo del sistema financiero. Algunos países lograron sustanciales superávits primarios, en algunos casos, por la fuerte expansión económica (Argentina), pero en otros por una notable moderación del gasto,

GRÁFICO 10

**Sector público**



Fuente: estadísticas nacionales.  
 (a) Tasa de variación interanual.  
 (b) Variación del saldo primario como porcentaje del PIB entre el cuarto trimestre de 2002 y el último de 2003.  
 (c) Segundo trimestre de 2003.  
 (d) Tercer trimestre de 2003.

como México y Brasil, donde el gasto se redujo en términos reales. En Brasil, el superávit primario (4,3% del PIB) superó el objetivo del programa con el FMI, y México se aproximó al equilibrio presupuestario. Chile fue uno de los pocos países donde se registró un deterioro de los saldos públicos, imputable a una política fiscal contracíclica, en marcado contraste con el resto de países, que debieron mantener un tono fiscal restrictivo al carecer de márgenes de maniobra para llevar a cabo actuaciones de carácter contracíclico.

A diferencia de lo que solía ocurrir en el pasado, la mayor disponibilidad y menor coste de la financiación externa no se tradujo en el último año en posiciones fiscales más laxas. El mayor compromiso con la disciplina fiscal observado en el período reciente estaría detrás de este cambio de actitud, pero la persistente vulnerabilidad de las finanzas públicas también actuó como factor disuasorio. En efecto, aunque se consiguió mejorar el perfil de vencimientos y la estructura de la deuda, y aunque los pagos por intereses en relación con la recaudación tendieron a reducirse en 2003 respecto al año anterior, como se observa en el gráfico 10, el monto de deuda pública sobre el PIB se incrementó en la mayoría de los países. En el conjunto de la región, la *ratio* de deuda se incrementó en casi cuatro puntos porcentuales, si se excluye Argentina, donde se produjo una acusada contracción de la deuda (parcialmente en suspensión de pagos). Esta resistencia a la baja de los elevados niveles de deuda pública subraya la necesidad de que el tono prudente de la política fiscal se mantenga en los próximos ejercicios.

**2.4. Reformas e integración comercial**

Tras unos años de estancamiento o, en algunos casos, reversiones, como en Argentina y Venezuela, en 2003 se percibió una cierta reactivación del proceso de reformas, aunque desigual entre los distintos países. La vulnerable situación de las finanzas públicas situó a las reformas de carácter fiscal en el centro de las iniciativas gubernamentales, cuyos resultados fueron muy diversos. Así, mientras que en Brasil se conseguía aprobar el proyecto de reforma de la Seguridad Social y, de forma incompleta, una reforma tributaria, en México y Colombia los intentos de reforma fiscal se frustraron en la discusión parlamentaria y en las urnas, respectivamente.

En cualquier caso, el enfoque de las reformas actualmente refleja notables diferencias respecto a las llevadas a cabo en los años noventa. Se percibe un mayor énfasis en los aspectos sociales de las mismas y una mayor preocupación por

Los impuestos sobre débitos bancarios en América Latina

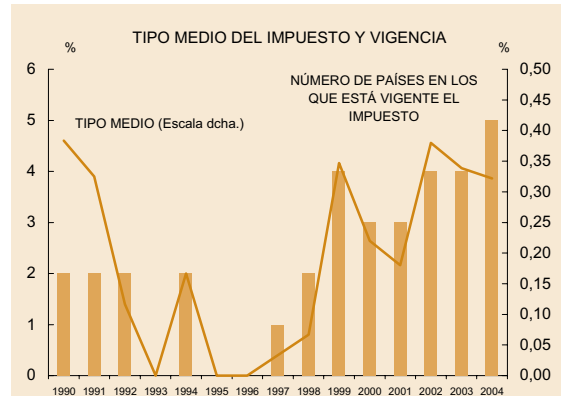
Las dificultades fiscales en los últimos años en América Latina han propiciado el recurrir renovadamente a la utilización del impuesto sobre débitos bancarios (IDB) (1). Tal y como se puede apreciar en el gráfico 1, un número creciente de países de la región han introducido estos impuestos, hasta el punto de que, en la actualidad, de las siete principales economías solo Chile y México no cuentan con esta figura tributaria (véase cuadro 1). Otra regularidad observada en los últimos años es que este tributo tiende a perdurar y en algunos casos se ha convertido en un tributo cuasi permanente, a pesar de que las autoridades fiscales suelen anunciar al introducirlo su carácter extraordinario, en respuesta a necesidades recaudatorias perentorias. La generalización y la tendencia a permanecer de estos impuestos deben ser vistas con prevención por sus efectos negativos sobre los costes de financiación y sobre la intermediación financiera, aspectos que tienden a consolidar algunos de los problemas estructurales de las economías latinoamericanas.

El IDB grava principalmente la retirada de depósitos bancarios y, en algunos casos, otras transacciones financieras, como la compensación de cheques, transferencias, etc. El principal atractivo del IDB para las autoridades fiscales reside en sus reducidos costes de administración, en su elevado potencial recaudatorio (debido a su amplia base imponible y a las dificultades de evasión) y en la facilidad de su instrumentación, pues la recaudación la realizan las entidades financieras. Además, en términos de economía política, cuentan con la ventaja de una escasa visibilidad y con la dispersión de los contribuyentes, que desincentiva la formación de grupos opositores suficientemente organizados. Estas características explican el notable recurso al IDB en países con sistemas impositivos poco desarrollados como los latinoamericanos, donde su aplicación ha permitido elevar de forma importante e inmediata la recaudación a corto plazo. Así, en los países que han aplicado este impuesto en los últimos años para tipos impositivos de entre 0,40% y 0,75% sobre el total de la transacción, la recaudación impositiva fue de 1,35% a 1,75% sobre el PIB, lo que supone, en países como Colombia y Venezuela, más del 10% de los ingresos impositivos.

Sin embargo, el IDB tiene costes elevados. Tiene problemas de aplicación en cascada y no es equitativo, puesto que, además de no ser progresivo (característica que comparte con los impuestos *ad valorem*), los agentes con rentas más elevadas son los que más fácilmente pueden eludirlo. Por otro lado, puede modificar el atractivo relativo de los distintos instrumentos de ahorro. Pero su principal desventaja es que incide sobre el núcleo del mecanismo financiero de la economía, los depósitos bancarios, lo que le otorga un carácter distorsionante que excede con mucho su ámbito de aplicación. La distorsión se produce tanto a través de un efecto precio como de un efecto cantidad. Respecto al efecto precio, hay evidencia de que el depositante paga buena parte del impuesto recibiendo un interés más bajo sobre sus ahorros, pero otra parte recae sobre los prestatarios, aumentando el tipo de interés del crédito bancario (2). Además, esto último puede implicar un mayor coste de financiación para los gobiernos, lo que reduce el impacto fiscal neto. En cuanto al efecto cantidad, el impuesto: a) fomenta el uso de efectivo en detrimento de los depósitos bancarios, lo cual reduce el control de las autoridades fiscales sobre la economía; b) aumenta la ventaja comparativa de centros financieros *off shore* o de la inversión en ADRs; c) fomenta el traslado de las operaciones financieras a otro país; y d) incentiva la integración vertical de empresas para favorecer la autofinanciación. Todo ello se traduce en que la introducción del IDB reduce la intermediación financiera, efecto que es particularmente preocupante en América Latina, en vista de su reducido grado de bancarización. Además, dada la externalidad positiva del sistema financiero sobre el desarrollo económico, los efectos negativos del impuesto en forma de desintermediación financiera se trasladan a la economía en su conjunto.

Los efectos perniciosos del IDB se han tratado de reducir en los últimos años tras la experiencia negativa de Argentina y Perú a principios de los años noventa, al complementar su aplicación con medidas adicionales. Estas incluyen ciertas restricciones al uso de efectivo para evitar la elusión del impuesto y la desintermediación financiera. De esta manera, se ha logrado moderar la reducción progresiva de la recaudación, característica común en las experiencias de los países de la región con este tipo de gravamen.

A modo de conclusión, el IDB se ha utilizado con fines recaudatorios en momentos de dificultades fiscales. A pesar de sus efectos negativos, especialmente en el largo plazo, el IDB ha tenido relativamente más éxito cuando la intermediación financiera es elevada, el tipo impositivo es bajo, no hay una gran tradición de inversión en activos financieros *off shore* y existen mecanismos para combatir la evasión. Todo ello parece cumplirse, por ejemplo, en Brasil. En cualquier caso, desde una perspectiva fiscal, se trata de un impuesto muy poco eficiente, y desde el punto de vista económico resulta lesivo para el desarrollo del sistema financiero y para la asignación eficiente de los recursos.



Fuente: Banco de España.

IDB actuales en América Latina (a)

	Año de introducción	Tipo aplicado actualmente
Brasil	1997	0,38
Colombia	1999	0,30
Argentina	2001	0,60
Venezuela	2002	0,75
Perú	2004	0,15

Fuente: elaboración propia.

(a) Impuestos al débito bancario.

(1) Este tipo de impuesto constituye un subconjunto dentro de un grupo más general: los impuestos sobre transacciones financieras (ITF), que incluyen también los impuestos sobre las transacciones de títulos en los mercados de renta fija y variable y los impuestos sobre operaciones en divisas (impuestos tipo Tobin).

(2) Albuquerque («Os Impactos Econômicos da CPMF: Teoria e Evidência», Trabalhos para Discussão n.º 21, Banco Central do Brasil, 2001) calcula que, para Brasil, con un tipo impositivo de 0,38%, el tipo de interés del crédito se incrementa en 2,7 puntos porcentuales.

el control de los procesos de liberalización, así como una tendencia al endurecimiento del marco regulador de los servicios privatizados.

Uno de los pilares de las políticas estructurales es la integración comercial, donde hubo también desarrollos importantes durante 2003. Por un lado, se reactivó el acuerdo de Mercosur, potenciando algunas iniciativas, en particular la integración con la comunidad andina, y ampliando los acuerdos con otros países, tanto dentro como fuera del área latinoamericana. Por otro lado, continuaron las negociaciones sobre el ALCA, aunque los avances fueron muy limitados. El estancamiento del proceso complica la entrada en vigor del acuerdo en la fecha prevista (2005), al menos bajo la fórmula de compromiso único previamente pactada, lo que abre la posibilidad de que ALCA se limite a ser un marco laxo, en el que los distintos países avancen a diferentes velocidades en el proceso de integración. Estos obstáculos discurrieron en paralelo, e incluso probablemente potenciaron, los avances en los acuerdos bilaterales con Estados Unidos. Entre ellos destaca la entrada en vigor del acuerdo con Chile, los progresos en las negociaciones del Acuerdo de Libre Comercio de América Central —CAFTA, en sus siglas en inglés— y el interés en firmar pactos con los países andinos, que se vieron favorecidos por la extensión del régimen de preferencias arancelarias.

### 3. EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES PAÍSES

En *Brasil*, el impacto del ajuste y de la restricción en las políticas económicas sobre la actividad se prolongó más de lo esperado. De esta forma, el cuarto trimestre se cerró con una caída del PIB, en tasa interanual, del 0,1%, con lo que para el conjunto de 2003 el crecimiento fue del -0,2%. Este resultado refleja la negativa evolución de la demanda interna, pues el consumo privado se contrajo un 3,3% —por la reducción de las rentas salariales y el elevado desempleo (véase gráfico 4)— y la inversión descendió un 6,6%. Esta debilidad no fue compensada por el tirón del sector exterior, pese a que se acabó el año con un superávit comercial del 5,9% del PIB. El impulso de las exportaciones, que crecieron un 22,6% de media en 2003, permitió obtener un superávit corriente del 0,8% del PIB, que compensó la reducción en los flujos de financiación, en particular de la inversión extranjera (-39%), como se observa en el gráfico 11.

Dentro de las políticas de demanda destacó en el segundo semestre la intensa relajación de la política monetaria, que supuso un

recorte de tipos de 10,25 puntos, hasta el 16,25% actual. Esta relajación se produjo al compás del descenso de la inflación y de sus expectativas, favorecidas ambas por la debilidad de la demanda y la apreciación del real. Pese a esta evolución positiva, el dato de inflación en diciembre fue del 9,3%, con lo que, por tercer año consecutivo, se superó el objetivo anual fijado (8,5%). El ciclo bajista de tipos se interrumpió al inicio de 2004, pero se reanudó en marzo. En el ámbito fiscal, las autoridades lograron un superávit primario del 4,3% gracias a la moderación en el gasto, ya que la recaudación registró una caída real del 2%. A pesar de la disciplina fiscal y de la apreciación del real, la elevada carga de intereses y el escaso crecimiento nominal se tradujeron en una elevación de la *ratio* de deuda pública (véase gráfico 11), que pasó del 55,5% al 58,2% del PIB. Por otra parte, las autoridades lograron su objetivo de reducir el peso de la deuda indiciada al dólar. Los mercados financieros mantuvieron un tono positivo en la segunda mitad del año, lo que redundó en una acusada reducción de las primas de riesgo y en un incremento notable de las emisiones de bonos, que alcanzaron cifras récord en enero, aunque a partir de mediados de ese mes los diferenciales han repuntado moderadamente. También fue positivo el progreso logrado en el ámbito de las reformas estructurales, ya que, a pesar de las dificultades, se logró la definitiva aprobación de la reforma de la Seguridad Social y de la primera fase de la reforma tributaria.

En *México*, en el último trimestre de 2003 se asistió finalmente a una reactivación, que permitió alcanzar un crecimiento del PIB del 2% en tasa interanual. De esta forma, el crecimiento anual durante 2003 fue del 1,3%. Durante el segundo semestre la aportación de la demanda interna ya fue superior a la de la demanda externa (véase gráfico 3). Entre los componentes de la demanda interna, el consumo y la inversión en construcción registraron los mejores resultados, en tanto que la inversión en bienes de equipo siguió mostrándose débil. La reactivación vino acompañada de un giro favorable en la evolución de la producción manufacturera y de las exportaciones no petroleras, en respuesta, algo retardada, a la recuperación de la producción industrial estadounidense (véase gráfico 12). No obstante, la cuota de los productos mexicanos en las importaciones estadounidenses experimentó una nueva disminución, lo que ha generado un intenso debate sobre la pérdida de competitividad de México frente a las economías emergentes asiáticas, en particular la de China. En cualquier caso, la balanza por cuenta corriente redujo en siete décimas del PIB su déficit respecto al año previo, hasta el 1,5% del PIB, gracias, en parte,

GRÁFICO 11

**Brasil**

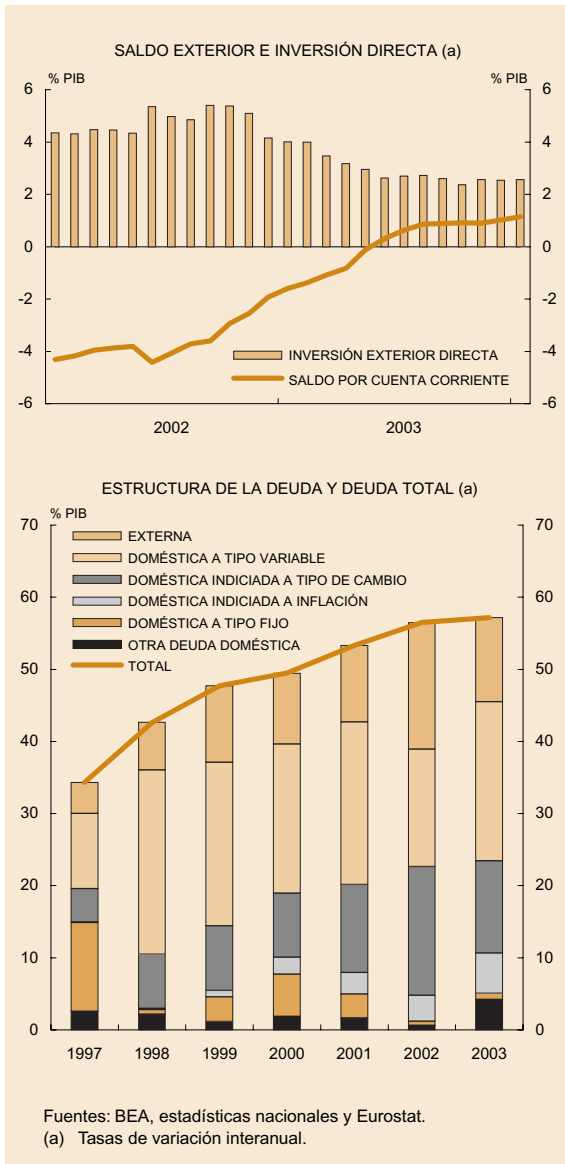
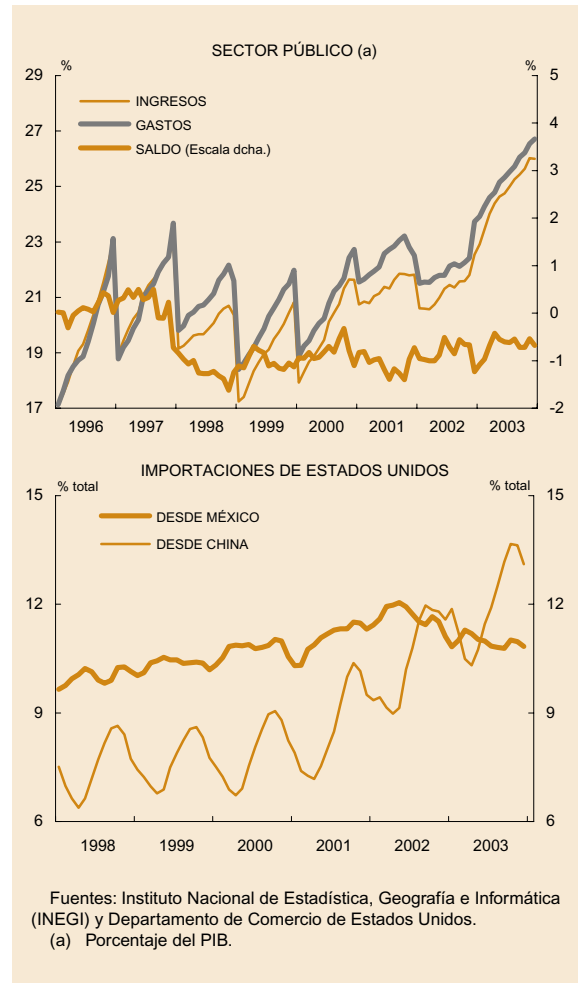


GRÁFICO 12

**México**



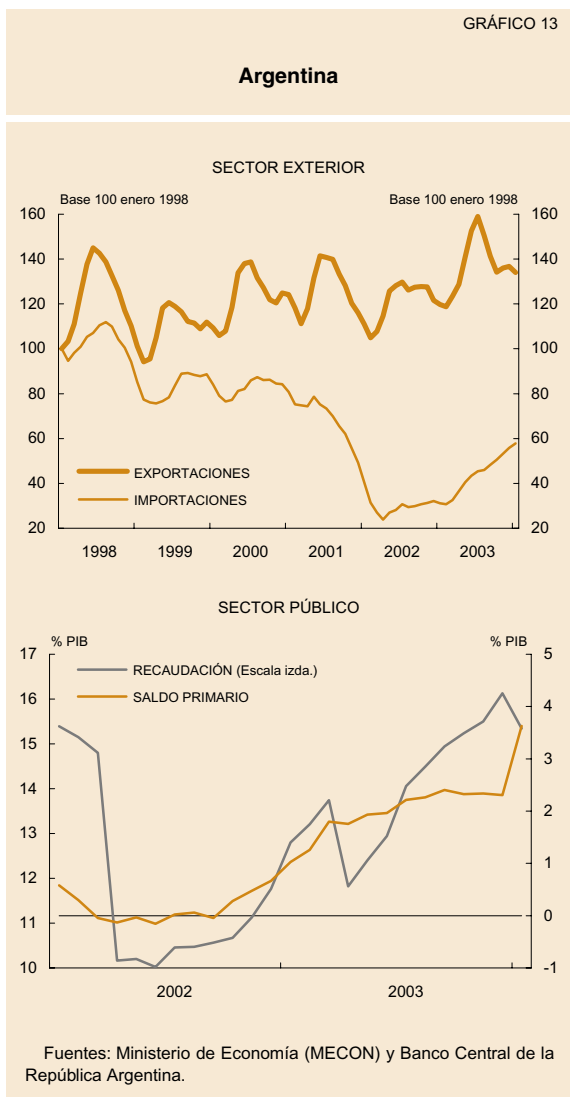
al incremento de las remesas de emigrantes, que alcanzaron algo más de 13 mm de \$, lo que supone un incremento anual del 35,2%.

En cuanto al comportamiento de los precios, al cierre de 2003 la inflación anual igualó el límite superior del rango objetivo adoptado por el Banco de México. Sin embargo, gran parte de la reducción en la inflación se debió a los componentes transitorios, ya que la inflación subyacente experimentó un ligero repunte. Desde principios de 2004, el aumento de la inflación no subyacente, junto con la mayor fortaleza de la recuperación y el comportamiento de los salarios, condujo al Banco de México a tensionar la política monetaria a mediados de febrero y marzo, tras haberse mantenido sin cambios du-

rante la mayor parte del año pasado. En los mercados financieros, tanto los valores bursátiles como los títulos de deuda tuvieron un comportamiento positivo, que ha situado sus precios al inicio de 2004 en niveles de máximos históricos. Tanto las Administraciones Públicas como, sobre todo, las empresas aprovecharon este entorno favorable para captar 2,3 mm de \$ en los mercados de deuda. Por su parte, la cotización del peso mexicano mostró una acusada volatilidad durante el segundo semestre. En noviembre tocó un mínimo anual (que suponía una depreciación del 9% respecto a finales de 2002), pero después tendió a recuperarse. Los resultados fiscales fueron positivos y el saldo de las cuentas públicas registró su mejor balance desde 1996 (déficit de 0,7% del PIB). Sin embargo, hay que destacar el bloqueo que sufrió la reforma fiscal en el segundo semestre, así como la reforma energética.

La recuperación de la actividad en *Argentina* experimentó un nuevo impulso en la se-

GRÁFICO 13



gunda mitad del año, que se estaría confirmando al inicio de 2004, según los datos más recientes. El cuarto trimestre arrojó un crecimiento interanual del 11,3%, en tanto que el año se cerró con un incremento del PIB del 8,7% respecto a 2002. Por componentes, se mantuvo el patrón de crecimiento basado en la demanda interna, y tanto el consumo privado como la inversión mantuvieron crecimientos notables en el cuarto trimestre (11,8% y 48,7%, respectivamente). Al hilo de este impulso, las importaciones mostraron una gran fortaleza (52%), aunque aún se sitúan lejos de los niveles anteriores a la crisis (véase gráfico 13), mientras que las exportaciones se desaceleraron (7,4%), por lo que la aportación neta del sector exterior al crecimiento fue de -2,4 pp del PIB. El superávit comercial acumulado en el año fue del 12% del PIB y el saldo por balanza de cuenta corriente alcanzó el 7,5% del PIB, aunque ambos flexionaron a la baja en el segundo semestre. Los resultados fiscales, apoyados en la buena evolución de la recau-

dación (40% en el año), cumplieron los objetivos acordados con el FMI, si bien el exceso de ingresos a final de año se destinó parcialmente a recomponer rentas salariales en el sector público (véase gráfico 13). El superávit primario de las Administraciones Públicas se situó en el 3% y el total en el 0,5%, aunque a la hora de valorar estos resultados fiscales favorables hay que tener en cuenta la situación de impagos de buena parte de la deuda pública. La holgura productiva en varios sectores y la paralización del crédito permitieron que la expansión económica no se trasladara a los precios, que se mantuvieron estables en el último semestre y finalizaron 2003 con un incremento del 2,7%. Este comportamiento facilitó que los tipos de interés continuaran su evolución a la baja, al hilo de la vigorosa expansión de la base monetaria, si bien la curva de tipos adquirió una acusada pendiente positiva. La expansión monetaria fue apoyada por una notable recomposición de reservas, al tiempo que el tipo de cambio se mantuvo muy estable durante todo el semestre.

El comportamiento del resto de los mercados financieros fue desigual. La evolución de la bolsa fue positiva y el índice Merval se anotó una ganancia superior al 40% en el segundo semestre. En cambio, el diferencial soberano recogido en el EMBI se situó en niveles superiores a los del semestre anterior, debido al anuncio de reestructuración de la deuda en septiembre, que establecía una quita del 75%. Aunque el FMI aprobó, tras algunos contratiempos, las dos primeras revisiones del acuerdo alcanzado en septiembre, las relaciones de la comunidad internacional con Argentina siguen siendo difíciles, a causa principalmente de los problemas relacionados con el proceso de reestructuración de la deuda externa.

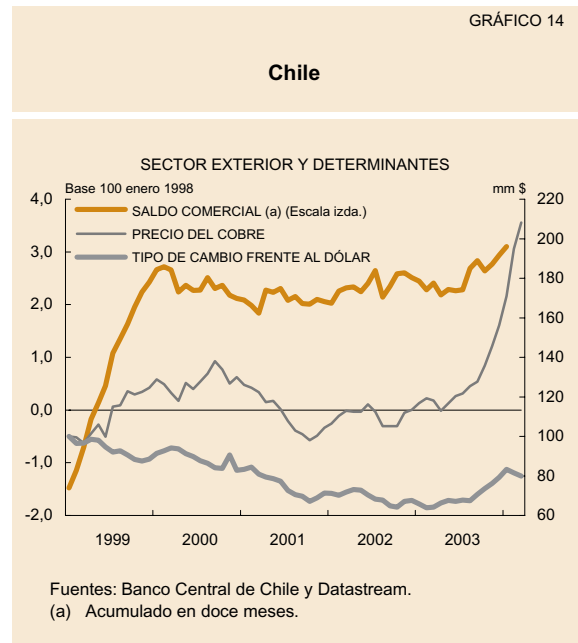
El ritmo de crecimiento en Chile también experimentó un leve repunte en los últimos meses del pasado año, tras un período previo de menor crecimiento en el segundo y tercer trimestre. La tasa de variación interanual en el cuarto trimestre se situó en el 3,3%, con lo que la economía habría crecido un 3,3% respecto a 2002. Esta aceleración fue provocada por el mayor impulso del consumo, en tanto que la inversión mostró cierta debilidad. Pese al aumento reciente de las importaciones y la apreciación reciente del tipo de cambio, el incremento de los precios de exportación, especialmente en los rubros mineros, permitió concluir el año con un superávit comercial récord, de casi 3 mm de \$ (véase gráfico 14). Ante la ausencia de presiones en los precios —la inflación se situó en el 0% en febrero de 2004— y la evolución favorable del tipo de cambio, el Banco Central redujo en un punto básico el tipo de interés oficial, hasta si-



tuarlo en un mínimo histórico del 1,75%. En definitiva, la conjunción de un entorno externo favorable y una serie de factores internos positivos —mejora en los indicadores de confianza, buen desempeño del empleo y ganancias en la renta real— permite esperar una consolidación del dinamismo de la actividad en 2004.

La actividad recuperó empuje en *Colombia* a lo largo del semestre. Así, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, que alcanzó un 4,3% en tasa interanual, despejó las incertidumbres derivadas de la ralentización experimentada a finales del semestre anterior. El crecimiento anual alcanzó con ello el 3,7%, el más elevado desde 1995. La construcción, uno de los sectores más dinámicos los últimos años, y la minería fueron los principales impulsores de esta reactivación. Los efectos en el mercado laboral fueron apreciables: la tasa de desempleo se redujo hasta el 14,1%, registro similar a los de 1997, mientras se reducía el ritmo de destrucción de empleo. La inflación se situó en el 6,5%, medio punto por encima del límite superior objetivo del Banco Central, pero bastante inferior a lo previsto a comienzos de 2003, apoyada entre otros factores por la apreciación del peso colombiano. En este contexto, el Banco Central ha reducido en febrero de 2004 el tipo de interés al 6,75% y ha intervenido activamente en los mercados cambiarios, para frenar la apreciación de la moneda. El aumento de los precios de las materias primas y la reducción del diferencial de la deuda dieron cierta holgura a la posición exterior, aunque el déficit por cuenta corriente se amplió hasta el 2,7% del PIB. El desequilibrio fiscal, por el contrario, mejoró respecto al año anterior (2,9%, según estimaciones provisionales, frente al 3,9% de 2002), aunque se volvió a superar la meta inicialmente acordada con el FMI. En este ámbito también destaca la no aprobación del referéndum de reforma fiscal (y de otras políticas), que obligó a la adopción de medidas alternativas de ajuste.

En *Venezuela*, a lo largo del cuarto trimestre la actividad repuntó significativamente respecto a los trimestres anteriores, con un crecimiento del PIB del 9% interanual. Aún así, en el conjunto del año 2003 el PIB se contrajo en un 9,2%, la peor recesión registrada en la historia del país, debido a los efectos de la huelga general de finales de 2002, la paralización del sector petrolero y la implantación del control de cambios. El impulso a la actividad provino de la demanda externa, apoyada en el aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales. Pese a la implantación de estrictos controles de precios, la inflación se mantuvo en tasas superiores al 20%. La Administración Cen-



tral logró un resultado positivo en el tercer trimestre de 2003. En cambio, la gestión de la política monetaria se vio dificultada por los retrasos en la entrega de divisas a los importadores y el enfrentamiento del Banco Central de Venezuela con el Gobierno, motivado en que este solicitó la transferencia de parte de las reservas para financiar proyectos agrarios. En el mes de febrero el tipo de cambio oficial se devaluó un 16,6%, aunque el nuevo cambio oficial sigue estando apreciado respecto al que rige en el mercado paralelo. Pese a la persistente incertidumbre política en el país, la mejora de la coyuntura y la holgura externa permitieron el acceso a los mercados de deuda internacionales, donde se colocaron más de 5 mm de \$ entre el segundo semestre de 2003 y el primer trimestre de 2004.

*Perú* creció a un ritmo satisfactorio en el conjunto del año, continuando así un período de expansión que se ha prolongado durante los últimos 22 meses, lo que contrasta con los reiterados problemas políticos internos. No obstante, en el último semestre se apreció cierta ralentización de la actividad hacia tasas de crecimiento en torno al 3%, provocada por la moderación en el crecimiento del consumo privado. La inflación finalizó el año en el 2,5% (objetivo fijado por el Banco Central), lo que permitió proseguir la senda bajista de tipos de interés. Pese a los reveses sufridos en la aprobación de varias normas tributarias, el Gobierno logró cerrar las cuentas fiscales de 2003 con un superávit primario del 0,2% y estabilizar la *ratio* de deuda por debajo del 47%.

En *Uruguay*, se alcanzó un crecimiento del 15,7% en el cuarto trimestre de 2003, impulsa-

do por la recuperación tanto de la demanda interna como de la demanda externa, con lo que el aumento anual subió al 2,5%, muy por encima de lo esperado. La inflación prosiguió su senda descendente y finalizó el año en el 10,2%. Las variables financieras experimentaron una mejoría motivada por el favorable entorno externo y la estabilización en el plano interno. Así, el diferencial soberano se redujo hasta el entorno de los 600 pb, mientras que los depósitos en pesos crecieron un 30% a lo

largo del semestre. Por otro lado, *Ecuador* se ha beneficiado recientemente de una elevación de su calificación soberana, aunque la economía redujo su crecimiento. En contraste, en octubre se produjo una grave crisis política en *Bolivia* y en la *República Dominicana* persisten los problemas bancarios, lo que ha llevado a sucesivas reducciones de la calificación soberana.

24.3.2004.