

INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

Introducción

Tras varios años de crecimiento reducido, el ritmo de actividad económica experimentó en América Latina un fuerte impulso durante el primer semestre de 2004. La tasa interanual de crecimiento del PIB para el conjunto de los principales países del área se situó holgadamente por encima del 5% en los dos primeros trimestres del año. Cabe destacar que todos ellos crecían por encima del 3,5% a final del semestre, lo que subraya la generalización de la fase expansiva en América Latina. Además, tras cierta incertidumbre al inicio del segundo trimestre del año, los mercados financieros de la región fueron capaces de sortear sin excesivos problemas el esperado inicio del ciclo alcista de tipos en Estados Unidos, lo que permitió reforzar las perspectivas favorables de corto plazo para las economías latinoamericanas. El incipiente tirón de la demanda interna, que se consolidó a lo largo del semestre tras un largo período de atonía, debería sostener el dinamismo de la actividad en la segunda mitad del año, compensando el paulatino cierre de las brechas de producción y la menor aportación esperada de la demanda externa. Las políticas fiscales, tras un período de fuerte restricción, pudieron adoptar un tono algo más expansivo y contribuir también a relanzar la actividad; en todo caso, la mayoría de la situación de las cuentas públicas sugiere que el grado de disciplina fiscal no se ha debilitado, aunque se debe mantener la cautela en este ámbito.

Dado el favorable entorno internacional, uno de los limitados elementos de riesgo en la coyuntura de la región es que la aceleración de la inflación a lo largo del semestre se consolide y obligue a incrementar el tono restrictivo de las políticas monetarias de modo más acusado que el que ya se observó en algunos países durante la primera mitad del año. Un escenario de este tipo podría ralentizar el proceso de recuperación, pero es poco probable que lo interrumpiera. También un ajuste a la baja de los precios de las materias primas podría afectar negativamente a las cuentas externas y disminuir más rápidamente de lo deseable la sólida aportación de las exportaciones al crecimiento. En una perspectiva más amplia, persisten la situación de fragilidad de las finanzas públicas y el elevado endeudamiento externo, mientras que los flujos de capitales y, en particular, la inversión directa no han recuperado el vigor de hace unos años. Por ello, la actual coyuntura favorable debe ser aprovechada —y existen indicios de que en la mayoría de los países lo están haciendo— para reducir la vulnerabilidad económica y financiera, incrementar el apoyo al proceso de reformas y restablecer el atractivo inversor de la zona.

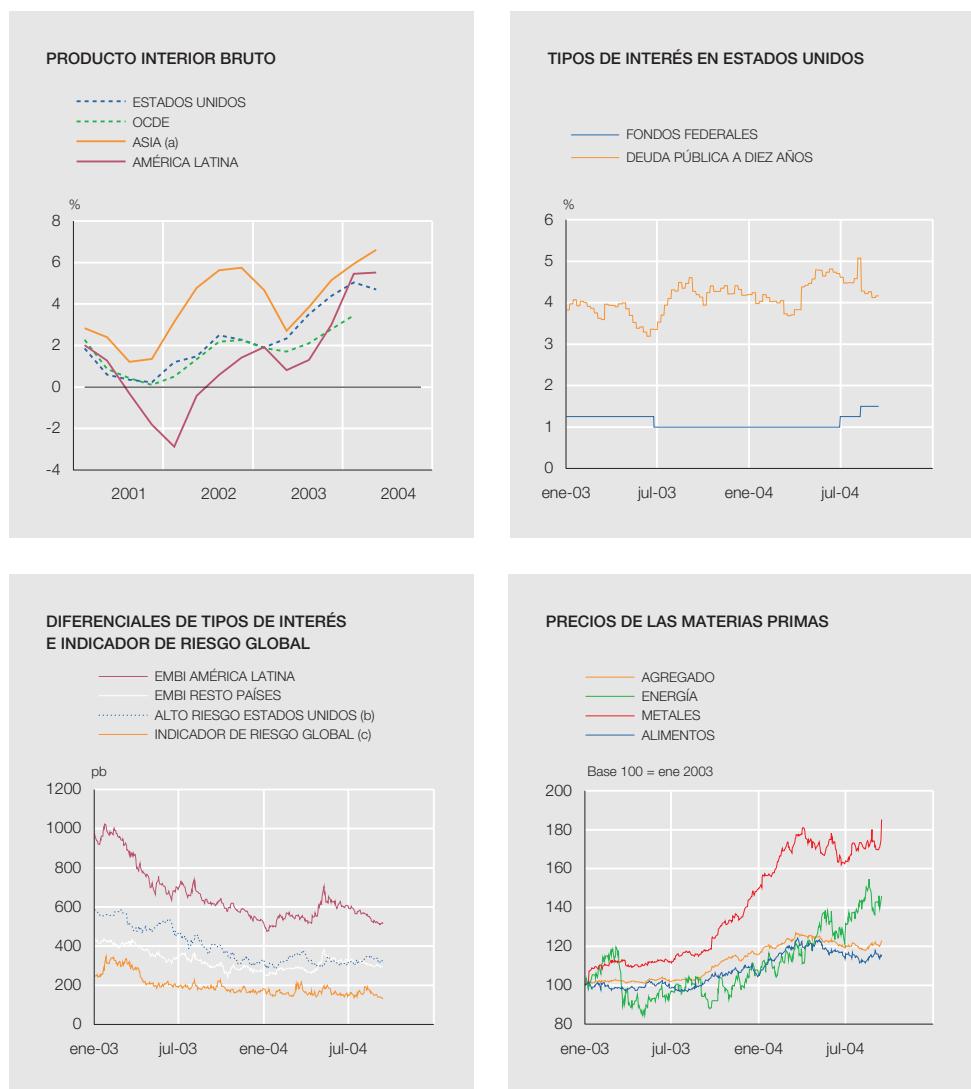
Evolución económica y financiera del área

ENTORNO EXTERIOR

En un contexto de consolidación de la expansión económica global (véase gráfico 1), la evolución de los mercados financieros internacionales estuvo dominada durante la primera parte del ejercicio por las expectativas de inicio de las subidas de tipos de interés en Estados Unidos. Al inicio del segundo trimestre, la aparición de posibles presiones inflacionistas, generadas por la fuerte alza de los precios del crudo y subrayadas por los buenos datos de actividad y empleo en Estados Unidos, provocó una revisión al alza de las expectativas de subidas de tipos de interés en este país y propició un notable incremento de los tipos de interés de largo plazo, en torno a 100 puntos básicos (pb), en los países desarrollados, que incrementó aún más la pendiente de la curva de rendimientos. A pesar de que los indicadores de aversión global al riesgo no sufrieron importantes alteraciones, los inversores reaccionaron deshaciendo posiciones en los mercados de deuda de las economías emergentes. Estos ajustes desencadenaron un episodio de turbulencia financiera en estos mercados, más acusado y duradero que el que se produjo en enero, el cual ya había puesto fin a un largo e intenso proceso de compresión de los diferenciales soberanos. Estos rebotaron notablemente, perdiendo en pocas semanas lo ganado durante todo el año anterior (véase gráfico 2). El movimiento fue genera-

INDICADORES MACROECONÓMICOS Y FINANCIEROS GLOBALES
Tasas de variación interanuales, porcentaje, puntos básicos e índices

GRÁFICO 1



FUENTES: Bureau Economic Analysis, Eurostat, Bloomberg y JP Morgan.

- a. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Taiwán.
 b. Bono B1 empresas industriales Estados Unidos.
 c. Volatilidad implícita en opciones del CBOE multiplicada por diez.

lizado, si bien más intenso en los países con mayores vulnerabilidades fiscales, aunque la turbulencia se reveló transitoria. Al final de junio se empezaron a concretar las subidas de tipos de interés en Estados Unidos, que no han afectado negativamente a los mercados financieros. De hecho, su carácter ampliamente anticipado y, sobre todo, su coincidencia con una consolidación de las expectativas de que el tensionamiento monetario sea gradual y moderado han propiciado en los últimos meses una reducción de los tipos de interés de largo plazo y que los diferenciales soberanos de los países emergentes se hayan comprimido hasta niveles cercanos a los de inicio de año.

Las bolsas de los países desarrollados, a pesar de la consolidación de las expectativas de recuperación de las economías, mostraron un comportamiento errático, sin que, en el conjunto del año y hasta mediados de septiembre, se hayan producido ganancias notables. Los índices de los países emergentes asiáticos evolucionaron de modo similar, mientras que en Europa del este y América Latina el comportamiento fue más favorable. Un factor negativo

PIB LATINOAMERICANO
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 2



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Sin Argentina, Venezuela y Uruguay.

que pesó durante la primera parte del año, junto con las perspectivas de subidas de tipos, fue la tendencia al alza de los precios del crudo, que se intensificó durante el verano. Este comportamiento contrastó con el de otras materias primas, que quebraron en el segundo trimestre la escalada generalizada de precios que habían registrado desde inicios de 2003. Así, los precios de los metales se estabilizaron, con caídas moderadas en la cotización del cobre, pero las materias primas agrícolas registraron una fuerte contracción de sus precios.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

El PIB de América Latina alcanzó una tasa de crecimiento del 5,5% interanual en el segundo trimestre de 2004, prácticamente lo mismo que en el primer trimestre, con lo que se confirma la consolidación del ciclo expansivo en la región a un ritmo vigoroso (véase gráfico 2). La estabilización de la tasa de crecimiento en el segundo trimestre se debe a la tendencia a la normalización en las tasas interanuales de aquellos países cuya actividad había repuntado con mucha fuerza en los trimestres anteriores, tras sus respectivas crisis económicas (Venezuela, Argentina y Uruguay), puesto que el resto de los países ha mantenido o incrementado

Datos estimados	2001	2002	2003	2002		2003				2004	
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
PIB (tasa interanual)											
América Latina (a)	0,3	-0,3	1,8	0,6	1,4	1,9	0,8	1,3	3,0	5,5	5,5
Argentina	-4,4	-10,8	8,7	-9,8	-3,4	5,4	7,7	10,2	11,7	11,2	7,0
Brasil	1,4	1,9	-0,2	3,0	3,9	1,9	-1,1	-1,5	-0,1	2,7	5,7
México	-0,3	0,7	1,3	1,8	1,8	2,5	0,1	0,6	2,0	3,7	3,9
Chile	3,1	2,1	3,3	2,4	3,2	3,7	2,8	3,0	3,3	4,8	5,1
Colombia	1,4	1,8	3,7	2,0	2,6	3,8	2,6	4,4	5,0	4,2	4,4
Venezuela	2,7	-8,2	-7,6	-5,9	-15,8	-25,0	-5,2	-6,7	7,0	34,8	13,6
Perú	-0,1	5,1	3,8	5,2	4,5	5,7	3,6	3,0	2,9	4,9	3,6
Uruguay	-3,1	-10,8	2,5	-13,4	-14,0	-8,1	-4,7	7,5	15,8	14,3	12,7
IPC (tasa interanual)											
América Latina (a)	5,8	9,2	11,1	10,0	12,1	14,0	12,2	10,0	8,0	6,1	5,7
Argentina	-1,1	25,9	14,8	36,0	40,3	35,7	14,5	5,2	3,7	2,4	4,1
Brasil	6,8	8,5	14,8	7,6	10,6	15,6	16,9	15,2	11,4	6,8	5,5
México	6,4	5,0	4,6	5,2	5,3	5,4	4,7	4,1	4,0	4,3	4,3
Chile	3,1	2,9	2,8	2,4	2,9	3,8	3,7	2,7	1,1	0,0	0,5
Colombia	8,0	6,4	7,1	6,0	6,8	7,4	7,6	7,1	6,4	6,2	5,6
Venezuela	12,5	22,4	31,4	24,8	30,6	35,4	34,1	29,6	26,2	24,0	22,4
Perú	2,0	0,2	2,3	0,3	1,4	2,8	2,4	1,9	1,9	3,0	3,4
Uruguay	4,4	14,0	20,0	18,9	25,0	27,9	26,3	15,0	10,7	9,3	9,2
DÉFICIT PÚBLICO (% PIB)											
América Latina (a)	-3,2	-5,1	-2,0	-4,7	-5,1	-4,8	-3,2	-2,0	-2,0	-1,7 (b)	-1,9 (b)
Argentina	-3,0	-1,5	0,4	-2,2	-1,3	-0,7	0,0	0,5	0,4	1,1	2,4
Brasil	-5,2	-10,5	-3,7	-8,9	-10,3	-10,2	-6,5	-3,7	-3,7	-3,4	-4,2
México	-0,7	-1,2	-0,7	-0,6	-1,1	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7	-0,4	-0,7
Chile	-0,3	-0,8	-1,4	-1,2	-0,8	-0,3	-0,5	-1,1	-1,4	-1,1	0,3
Colombia	-4,3	-3,6	-2,6	-5,4	-3,6	-3,6	-2,8	-2,9	-2,6
Venezuela	-4,5	-1,1	0,2	-3,6	-1,1	-1,2	-0,5	1,9	0,2
Perú	-2,4	-2,2	-1,8	-2,6	-2,1	-1,9	-1,8	-1,7	-1,8	-1,5	-1,0
Uruguay	-4,5	-5,1	-5,2	-5,2	-5,1	-5,1	-6,8	-5,8	-5,2	-5,4	-2,9
DEUDA PÚBLICA (% PIB)											
América Latina (a)	40,8	51,7	56,2	57,2	54,9	56,9	52,4	55,6	56,2	55,6	55,4 (b)
Argentina	53,8	140,0	130,0	142,6	144,9	142,0	121,6	131,1	130,0	133,1	...
Brasil	52,6	56,5	58,7	62,5	55,5	55,0	55,6	58,1	58,7	57,0	56,0
México	22,4	24,4	23,5	24,0	22,9	23,5	22,8	24,8	23,5	23,5	23,8
Chile	11,8	12,3	13,6	12,3	11,9	12,3	14,1	14,7	13,6	14,6	13,2
Colombia	44,3	50,5	48,9	48,1	47,6	51,3	49,2	49,8	48,9	48,8	...
Venezuela	46,4	48,4	61,0	44,1	48,4	41,9	45,6	52,0	61,0	47,0	...
Perú	46,1	47,0	47,0	47,1	46,6	48,3	41,8	46,9	47,0	45,9	40,0
Uruguay	54,0	97,4	123,8	117,0	116,4	117,7	120,0	124,8	123,8	130,7	...
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)											
América Latina (a)	-2,9	-0,1	1,1	-1,3	-0,2	0,2	0,8	1,0	1,1	1,3	1,1 (b)
Argentina	-1,7	9,8	5,7	8,1	10,1	10,0	7,4	6,8	5,7	4,5	...
Brasil	-4,6	-1,7	1,0	-3,6	-1,9	-1,1	0,3	0,9	1,0	1,0	1,5
México	-2,9	-2,2	-1,4	-2,5	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,4	-1,3	-1,2
Chile	-1,8	-0,9	-0,8	-1,1	-1,3	-1,3	-1,5	-0,7	-0,8	-0,1	1,5
Colombia	-1,5	-1,9	-1,8	-1,6	-1,9	-2,3	-1,9	-1,9	-1,8	-1,9	...
Venezuela	1,7	9,5	14,5	4,2	8,2	9,6	13,5	13,3	14,5	17,3	...
Perú	-2,2	-2,0	-1,8	-1,8	-2,0	-2,2	-2,0	-2,0	-1,8	-1,0	-1,0
Uruguay	-2,6	2,1	0,5	0,2	2,8	1,8	2,4	1,8	0,5	0,8	...
DEUDA EXTERNA (% PIB)											
América Latina (a)	39,2	57,3	46,7	55,7	57,3	55,9	47,3	48,0	46,7	55,4 (b)	...
Argentina	52,2	136,9	106,7	143,9	141,6	133,7	102,1	108,9	106,7	108,9	---
Brasil	41,6	51,9	41,2	51,4	57,3	54,0	45,3	43,5	41,2	39,7	---
México	23,1	21,6	22,1	23,1	21,7	23,9	21,6	22,8	22,1	21,1	21,3
Chile	56,2	62,2	61,6	62,2	62,7	60,9	56,5	58,2	61,6	55,0	47,5
Colombia	44,4	39,7	43,2	45,6	45,1	48,9	45,8	44,4	43,2	40,4	...
Venezuela	36,0	50,6	57,6	60,0	59,9	56,2	55,3	56,5	57,6
Perú	50,7	49,3	48,3	51,0	49,0	50,4	43,7	48,6	48,3	47,3	41,8
Uruguay	47,9	90,2	112,5	106,4	107,8	103,3	104,9	107,6	112,5	115,2	...

FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI y Banco de España.

a. Agregado de los ocho países representados.

b. Datos estimados.



FUENTES: Estadísticas nacionales.

a. Medias móviles trimestrales.

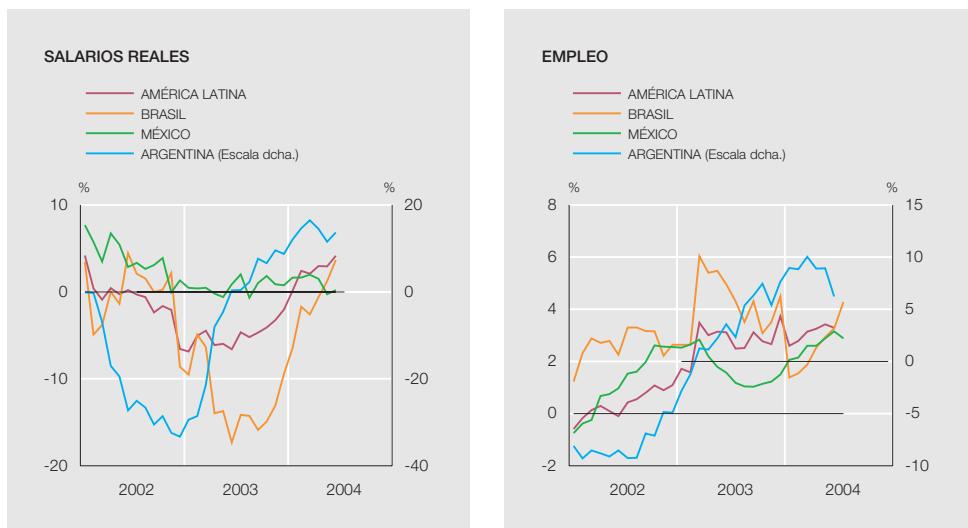
notablemente sus tasas de crecimiento; así, si se excluyen los tres países mencionados, el crecimiento habría alcanzado el 4,9% interanual en el segundo trimestre, frente al 3,4% del primero y al 1,4% con el que se cerró el último trimestre de 2003. De este modo, se ha observado una menor dispersión en las tasas de crecimiento, que superan en todos los casos el 3,5% al concluir la primera mitad del ejercicio. Es particularmente destacable el dinamismo de la recuperación en Brasil, que pasó de registrar una tasa interanual prácticamente nula al final de 2003 a crecer el 5,7% en el segundo trimestre del año, lo que supuso una aportación de más de 2 puntos porcentuales (pp), al crecimiento interanual del área y, sobre todo, disipó las dudas sobre sus dificultades de retornar a tasas de crecimiento robustas.

Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que el ritmo de crecimiento del área sigue manteniendo el vigor al iniciar la segunda mitad del año (véase gráfico 3). La producción industrial, que cerró el segundo trimestre a una tasa interanual del 7,3%, frente al 3,3% con que concluyó 2003, está consolidando su fortaleza en el tercero (en julio, el crecimiento se ha situado por encima del 8%); otros indicadores, como los de ventas al por menor, siguen acelerándose, salvo alguna excepción, como México y Chile, y han superado para el conjunto del área el 10% de crecimiento interanual en julio.

El aspecto más notable de la expansión regional fue la consolidación de la demanda interna, tras una larga fase de atonía provocada por el ajuste económico derivado de las pasadas turbulencias financieras. Aunque durante el año 2003 la situación financiera se fue normalizando, sus efectos fueron particularmente persistentes sobre la demanda interna, pues redujo la renta disponible, el apetito inversor de los agentes e indujo una fuerte restricción del gasto público. El reciente repunte del consumo privado, reflejado también en el incremento de la confianza del consumidor —aunque esta ha tendido a mostrar un comportamiento algo errático—, estuvo sostenido por la mejoría del mercado laboral, que, sin embargo, no fue generalizada. Los salarios reales en el conjunto del área volvieron a registrar tasas positivas de crecimiento tras caídas continuadas desde inicios de 2002 (véase gráfico 4), y mostraron una mayor recuperación en aquellos países donde más se habían deprimido, como, por ejemplo, Argentina y Brasil, mientras que en otros, como México, su avance sigue siendo muy moderado. En paralelo, el crecimiento del empleo se mantuvo estable en torno al 3% interanual en el segundo trimestre, aunque hay países, como Chile, en los que, a pesar del dinamismo de la actividad, la creación de puestos de trabajo cayó por debajo del 1%. La inversión (véase grá-

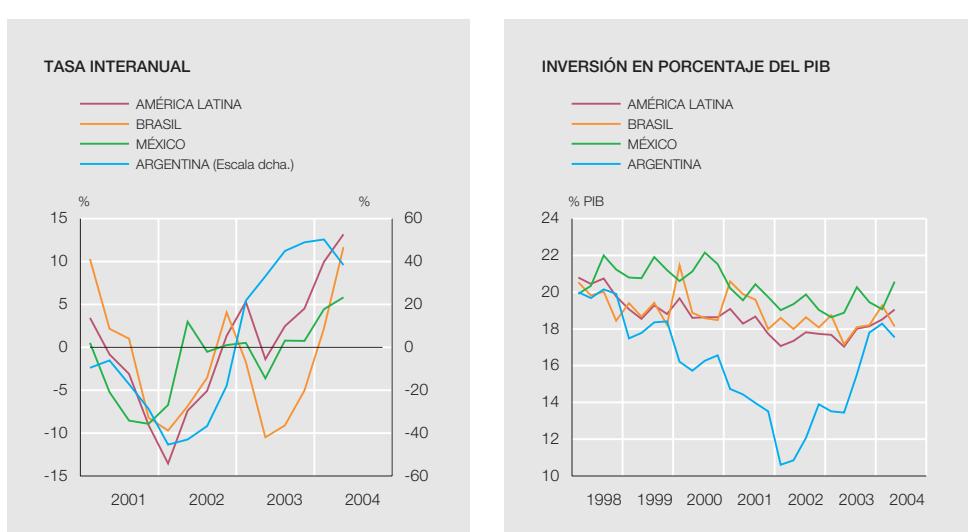
MERCADO LABORAL
Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 4



Evolución de la inversión
Tasas de variación interanuales y porcentaje del PIB

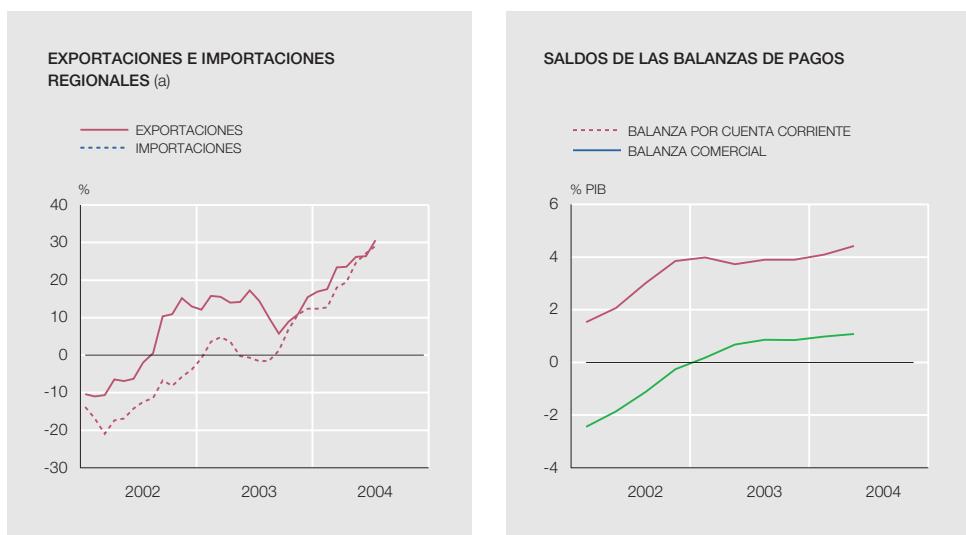
GRÁFICO 5



fico 5) también se reactivó acusadamente, hasta alcanzar una tasa interanual de crecimiento del 10% en el primer trimestre en el conjunto de la región. Destacó la vuelta de Brasil a incrementos robustos tras la caída de los últimos años y la magnitud del crecimiento en Argentina y Venezuela, aunque desde niveles muy deprimidos. No obstante, pocos países han recuperado las tasas de inversión sobre PIB que se registraban a finales de los años noventa, lo cual sería deseable para consolidar las perspectivas de crecimiento a medio plazo. En cualquier caso, el dinamismo reciente de la demanda interna, en todos sus componentes, permitió que, por primera vez en los últimos años, esta tomara el relevo de la demanda exterior como motor de la expansión, suponiendo la totalidad del crecimiento interanual en el segundo trimestre (5,5 pp), frente a solo 2 pp que aportó a final de 2003.

CUENTAS EXTERIORES
Tasas de variación interanuales y porcentaje del PIB

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Media móvil trimestral.

La nula contribución de la demanda exterior al crecimiento en el segundo trimestre, después de la significativa aportación positiva que aún se registraba al final de 2003 (0,8 pp), se debe a la recuperación de las importaciones y no supone que el dinamismo de las exportaciones se esté debilitando. De hecho, la persistente fortaleza de las ventas al exterior constituye un hecho particularmente notable de la evolución económica reciente de la región. Las exportaciones alcanzaron una tasa interanual de crecimiento del 27% al final del primer semestre, a pesar de que el año anterior ya registraban por estas fechas crecimientos superiores al 15% (véase gráfico 6). La fortaleza fue generalizada, aunque destacan Venezuela, Chile y Brasil con tasas superiores al 80%, 50% y 40%, respectivamente, aunque en el primer país el efecto base desempeñó un papel predominante. También cabe mencionar la aceleración del ritmo exportador en México, tras los retardos en la reactivación que se habían percibido respecto a la recuperación en Estados Unidos. En Argentina y Colombia, que fueron los países en los que las exportaciones avanzaron a ritmos más moderados, sus tasas interanuales de crecimiento se situaron en el entorno del 10%. A estas cifras, sin duda, ha contribuido el incremento de la demanda global (en particular, la proveniente de China) y, asociado a este, el buen comportamiento de los precios de las materias primas, pero debe subrayarse que la expansión de las exportaciones no se compara favorablemente con la de otras regiones emergentes, las cuales también se están beneficiando del incremento global del comercio, tal como se analiza en el recuadro 1, lo que pone en duda que se deba a una mejora estructural de la competitividad de las economías latinoamericanas. Además, la caída reciente del precio de algunos productos no energéticos muy relevantes para algunos países, como el cobre (Chile) o la soja (Brasil, Argentina), puede afectar negativamente a la evolución de las exportaciones en los próximos trimestres. Al hilo de la fortaleza de la demanda interna, las importaciones registraron, tras mantenerse en tasas moderadas durante la mayor parte de 2003, una fuerte aceleración en la primera mitad del año, hasta alcanzar una tasa de crecimiento similar a la de las exportaciones, en el entorno del 25% al final del semestre. En países como Argentina (90%) y, en menor medida, Brasil y Venezuela (en torno al 40%) los incrementos fueron muy significativos.

La evolución favorable del sector exterior permitió prolongar la mejoría del superávit comercial en muchos países y que se rebasara holgadamente el 4% del PIB en el agregado del área en

Un elemento destacado de la evolución reciente de la economía latinoamericana ha sido la prolongada fortaleza de las exportaciones. Así, desde el segundo trimestre de 2002, inicio de la actual fase de dinamismo exportador en la región, las ventas al exterior han aumentado, en dólares corrientes, un 14,2% en términos anuales. Este crecimiento, además, se ha ido acelerando a lo largo del tiempo, alcanzando las tasas más elevadas en el segundo trimestre de 2004 para el conjunto de la región. No obstante, estas cifras positivas no se comparan favorablemente con el crecimiento reciente de las exportaciones en otros mercados emergentes. En efecto, según datos del FMI, el aumento medio anual entre 2002 y 2004 del valor de las ventas al exterior alcanzará el 18,8% en Asia, el 21,2% en Europa del este, e incluso África, con un 15,3%, superaría el crecimiento latinoamericano. De este modo, resultaría que América Latina es una de las áreas que menos se habría beneficiado del tirón de la demanda global, lo que se deja notar, igualmente, en la participación en el total del comercio mundial, que bajó del 5,8% en 2001 al 5,4% en 2003, mientras que aumentaba la cuota del resto de países emergentes y, de manera muy pronunciada, la de Asia. Si se compara con otros ciclos expansivos en la región, la situación actual es similar a la registrada en la recuperación tras la crisis de 1999, en que las exportaciones latinoamericanas crecieron, para el agregado de la región, un 15,7% medio interanual (entre el último trimestre de 1999 y el segundo de 2001).

Estas comparaciones sugerirían que el tirón exportador reciente de América Latina no es extraordinario en términos relativos, ni cuando se compara con el de otras regiones emergentes, ni cuando se hace en relación con pasadas experiencias regionales. También apuntarían a que las ganancias de competitividad de la región no han sido importantes. De hecho, se ha señalado que el incremento de las exporta-

ciones se está basando en los benéficos efectos del repunte de los precios, en particular de las materias primas, más que en un incremento de los volúmenes exportados. Para examinar esta cuestión, el cuadro adjunto presenta el aumento acumulado observado durante la última fase de crecimiento en el valor de las exportaciones (segundo trimestre de 2002 a segundo trimestre de 2004, último dato disponible) en los siete principales países de América Latina —en moneda local o dólares corrientes, según la fuente—, y lo descompone entre la variación de precios y cantidades. Además, también se consideran, en la medida en que la disponibilidad de datos lo permite, los distintos rubros de exportaciones, diferenciando entre materias primas y manufacturas, para examinar en qué sectores —entre los que es de esperar que haya diferencias sustanciales de valor añadido— se han centrado los aumentos de precios y cantidades.

Los países están ordenados por el incremento registrado en el volumen de las exportaciones. Brasil es el país donde más se ha incrementado el valor (48,3%) y el volumen (25,5%), y el único en el que los incrementos de cantidades han sido superiores a los incrementos de precios, debido, en particular, al vigor de las cantidades exportadas de manufacturas (50%), cuyo precio, además, se ha reducido. En Perú, el fuerte repunte de valor (44,5%) se debe, principalmente, al aumento del precio de las exportaciones mineras (metales) y del petróleo, pero también se ha registrado un aumento del volumen notable (34,6%) en las exportaciones no tradicionales, básicamente manufacturas. A continuación se encuentran tres países (Chile, México y Argentina) cuyos incrementos de volumen han sido significativos, pero moderados. En México se han registrado aumentos de volumen en todas las partidas, pero inferiores, en todos los casos, a los aumentos de precios. Al contrario que en Chile y Argentina, las cifras del sector manufacturero son reduci-

EXPORTACIONES LATINOAMERICANAS

Variación II TR 2002 - II TR 2004

	VALOR	VOLUMEN	PRECIO
BRASIL (a)			
Total	48,3	25,5	22,8
Primarios	66,5	22,8	43,8
Semimanufacturas	51,4	21,9	29,5
Manufacturas	42,4	50,8	-8,4
PERÚ (a)			
Total	44,5	19,6	24,9
Agrícola	11,2	1,7	9,5
Minería	47,3	4,2	43,1
Petróleo	62,8	13,5	49,3
No tradicionales	52,4	34,6	17,8
CHILE (a)			
Total	43,7	9,9	33,8
Minería	66,7	6,8	59,9
Agrícola	23,0	19,3	3,7
Manufacturas	31,4	12,7	18,7
Resto	16,5	1,6	14,9

a. Valor en dólares.

b. Valor en moneda nacional.

	VALOR	VOLUMEN	PRECIO
MÉXICO (b)			
Total	26,6	6,9	19,7
Petróleo	28,4	9,4	19,0
Minería	48,3	10,7	37,6
Manufacturas	22,1	5,7	16,4

	VALOR	VOLUMEN	PRECIO
ARGENTINA (a)			
Total	22,7	5,7	17,0
Primarios	11,7	-12,5	24,2
Manufacturas	5,2	5,3	-0,1
Manufacturas agrarias	47,9	23,3	24,6
Combustible	23,7	-5,9	29,6

	VALOR	VOLUMEN	PRECIO
COLOMBIA (b)			
Total	30,4	2,3	28,1
Café (a)	12,3	8,8	3,5
Petróleo (a)	8,0	-15,8	23,8

	VALOR	VOLUMEN	PRECIO
VENEZUELA (a)			
Petróleo	24,6	-8,7	33,3

das, dado que el aumento del valor de las exportaciones se debe, en más de dos tercios, al incremento de los precios. En este grupo cabe destacar el incremento del precio de las exportaciones chilenas (33,8%), fundamentado en el fuerte repunte de las materias primas metálicas, el cobre en particular, uno de los pilares fundamentales de las exportaciones chilenas. Finalmente, Colombia y Venezuela, países en los que, por otro lado, las cifras son menos precisas, registraron también fuertes incrementos del valor de las exportaciones, pero en términos de volumen los aumentos son reducidos, e incluso negativos en el caso del petróleo.

Los factores que se encontrarían detrás de estos comportamientos divergentes serían la estructura de las exportaciones (Argentina, Brasil, Perú y Chile serían más susceptibles, en principio, de aprovechar el gran tirón de la demanda y de los precios de las materias primas agrícolas y los minerales metálicos); la mejora de los costes relativos, inducida por la depreciación de las monedas y por el fuerte ajuste de los salarios reales de algunos países, como Brasil, Argentina y, en menor medida, Perú. Por último, aunque sea difícilmente cuantificable, la extensión de los acuerdos comerciales inter e intrarre-

gionales podría haber supuesto un impulso adicional al comercio, de carácter más permanente. A pesar de estos importantes aumentos en los volúmenes de exportaciones, si se compara la evolución de estos con el resto de emergentes, el comportamiento de la región tampoco es notable: en América Latina el volumen exportado habría crecido un 8,2% medio anual en el período considerado, muy por debajo del 16% de Asia, el 12% de los países emergentes de Asia o el 10,5% de Europa del este.

En definitiva, estos resultados, por un lado, avalarían la hipótesis de que el dinamismo exportador observado recientemente en América Latina se debe, fundamentalmente, a la mejora de los términos de intercambio de sus exportaciones, en muchos casos dominadas por las materias primas, a la expansión de la demanda global y a las depreciaciones reales acumuladas en la mayoría de los países en los últimos años; por otro lado, confirmarían que las ganancias de competitividad, en un sentido estructural, no han sido significativas, lo que se ha reflejado en una pérdida de cuota de mercado en comparación con otras economías emergentes.

el segundo trimestre del año (véase gráfico 6). No obstante, la evolución reciente de las importaciones y, como se ha mencionado, de los precios de las materias primas sugeriría que en los próximos trimestres el amplio superávit comercial podría ir estrechándose. En cualquier caso, se observaron comportamientos divergentes entre países. Brasil siguió registrando superávit crecientes que situaron el saldo de la balanza comercial por encima del 5% del PIB en el segundo trimestre del año y Chile observó un fuerte repunte, hasta el 7%, mientras que Colombia o México redujeron su déficit; sin embargo, el superávit en Argentina se redujo en cuatro puntos del PIB en el último año, hasta el 11% en el segundo trimestre de 2004. El dinamismo externo sostuvo, junto con la buena evolución de las remesas de emigrantes, la prolongada mejoría del saldo por cuenta corriente en la mayoría de los países, lo cual es un aspecto particularmente positivo de la actual fase de recuperación de la actividad. En todos los países, salvo Argentina y Uruguay, las balanzas por cuenta corriente mejoraron en el primer semestre, y en algunos casos, como Chile o Perú, están cerca de alcanzar una situación de equilibrio, mientras que, en el conjunto de la región, el superávit se estabilizó en torno al 1% del PIB.

MERCADOS FINANCIEROS Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

El comportamiento de los mercados financieros durante el semestre contrastó, en cierta medida, con la actividad, aunque en los últimos meses se ha ido consolidando una notable mejoría. Se produjeron dos episodios de cierta inestabilidad, que afectaron, sobre todo, a los mercados de deuda soberana, pero también, de modo menos generalizado y más transitorio, a algunos mercados de divisas (véase gráfico 7). El primero de ellos, a mediados de enero, supuso el retorno de los diferenciales latinoamericanos, con la excepción de México y Chile, a niveles por encima de los registrados a finales de 2003 y puso fin momentáneamente al estrechamiento de diferenciales que se había prolongado durante más de un año. El segundo episodio tuvo lugar a mediados de abril y fue más prolongado e intenso. Los países más afectados fueron Brasil y Colombia, con subidas por encima del 60% de sus diferenciales. Para el conjunto de la región el deterioro fue cercano al 25%, y el diferencial regional llegó a situarse en 700 pb en mayo, cerca de 230 pb por encima del mínimo registrado a mediados de enero.

DIFERENCIALES SOBERANOS Y CORRELACIONES
Puntos básicos y nivel

GRÁFICO 7

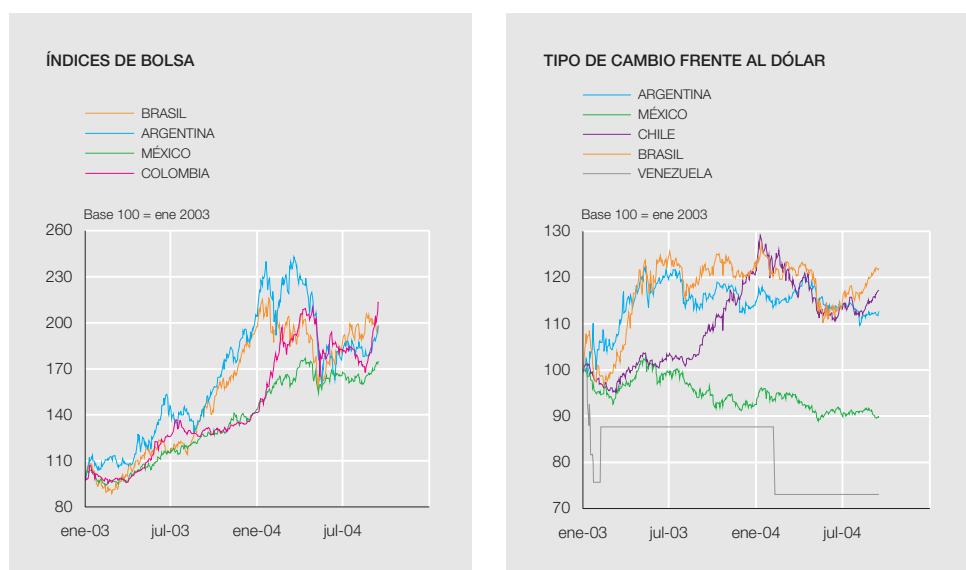


FUENTE: JP Morgan.

- Media de las correlaciones trimestrales cruzadas entre los componentes latinoamericanos del EMBI.
- Correlación trimestral entre el EMBI de América Latina y el del resto.
- Correlación trimestral entre el EMBI latonamericano y el bono de alto rendimiento norteamericano y la volatilidad del CBOE.

Desde finales de mayo, los diferenciales han vuelto a mostrar una senda descendente, de tal modo que, a finales de septiembre, la mayoría de países experimentaba reducciones respecto al inicio de 2004 —y Chile se situaba en mínimos históricos—. Por último, el diferencial soberano de Argentina se mantuvo en niveles muy elevados, y osciló ostensiblemente en función de la evolución del proceso de reestructuración de la deuda pública, que aún continúa. En conjunto, la evolución de los diferenciales soberanos en América Latina durante este año ha sido bastante similar a la del conjunto de economías entre zonas emergentes, como se infiere del repunte en la correlación de los diferenciales soberanos que puede observarse en el gráfico 7.

Puede resultar llamativo el contraste entre el creciente dinamismo de la actividad económica, que, además, está siendo acompañada de una reducción de la vulnerabilidad exterior y fiscal,



FUENTE: Datastream.

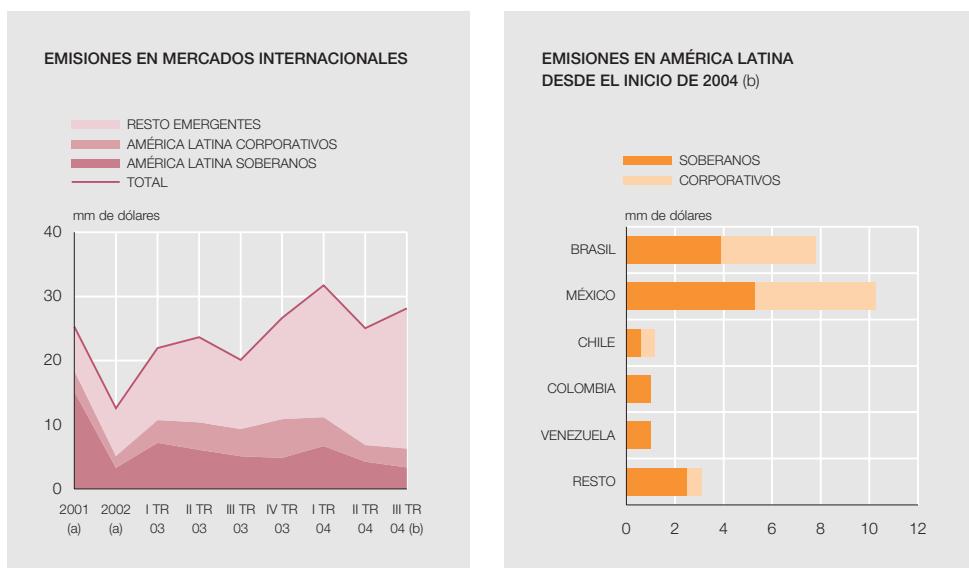
la evolución, más errática, del riesgo soberano durante el primer semestre. La razón es que, como se comentaba en la introducción, los inversores han estado durante los últimos trimestres más pendientes de las perspectivas de un tensionamiento de las condiciones monetarias en los países desarrollados que de los fundamentos económicos de cada país. En esta coyuntura, el repunte observado en los diferenciales tampoco cabe asociarlo a un incremento de la aversión al riesgo, que se ha mantenido relativamente estable a lo largo del semestre. De hecho, es llamativa la ruptura reciente de la estrecha correlación que se suele observar entre los distintos indicadores de aversión global al riesgo y los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos (véase gráfico 7). Por lo tanto, los recientes brotes de inestabilidad se explican, principalmente, por la adaptación de los inversores a un contexto de menor liquidez esperada. Dado que las posiciones en deuda emergente se estaban financiando con endeudamiento a corto en divisas fuertes, estos activos perdieron atractivo ante la perspectiva de subidas de tipos de interés en los países desarrollados.

Durante los dos primeros trimestres del año, la mejoría de la situación económica y financiera tampoco se tradujo en modificaciones generalizadas en las calificaciones soberanas por parte de las agencias calificadoras de deuda. Solo Chile y Perú, en enero y junio, respectivamente, vieron revisada al alza su calificación soberana, mientras que la de la República Dominicana, afectada por problemas financieros y energéticos, fue revisada a la baja en febrero. No obstante, en el tercer trimestre se han revisado al alza las calificaciones de Uruguay y, más recientemente, las de Venezuela y Brasil.

El comportamiento bursátil (véase gráfico 8) mostró ciertas diferencias entre países, aunque en su conjunto fue algo más positivo que en los países desarrollados y que en los países emergentes asiáticos. Destacaron en el primer semestre las ganancias en Colombia (29%); en México, Perú y Venezuela superaron holgadamente el 10%, mientras que en Chile el mercado bursátil se mantuvo prácticamente plano durante el semestre, y en Brasil, tras descensos cercanos al 20%, cerró el semestre con pérdidas del 5%. En Argentina, los descensos fueron cercanos al 12% ante los problemas de reestructuración de la deuda. En cambio, el tercer trimestre está siendo positivo, con avances generalizados, sobre todo en países como Chile y

FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS
Miles de millones de dólares

GRÁFICO 9



FUENTE: JP Morgan.

- a. Media trimestral.
b. Hasta el 15 de septiembre.

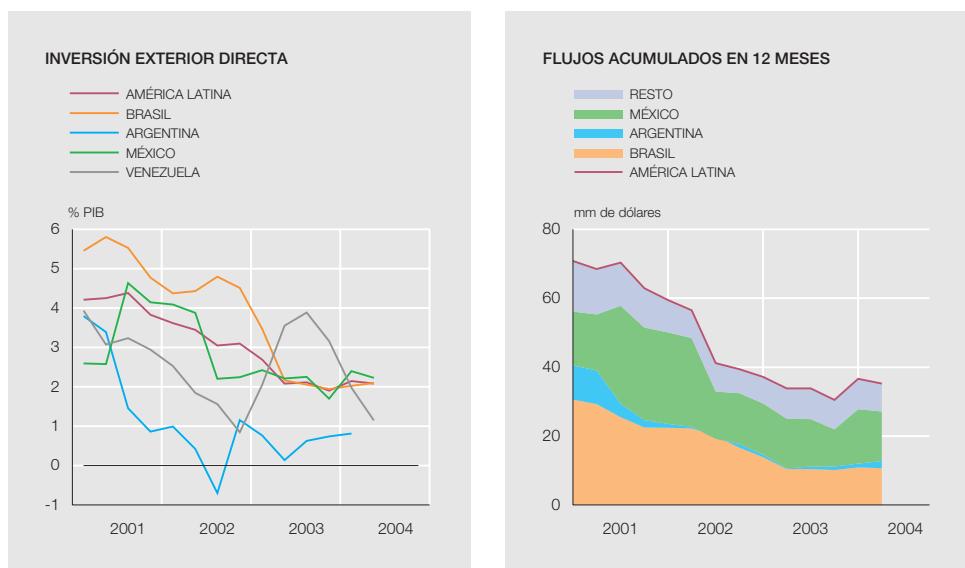
Brasil, de tal modo que todos los países, a finales de septiembre, acumulaban ganancias desde el inicio de año; en algunos casos, como Colombia, superiores al 45%.

Los tipos de cambio frente al dólar registraron notables oscilaciones durante el semestre, propiciadas por las depreciaciones casi generalizadas que se observaron durante el episodio de turbulencia financiera en abril. Así, al final del semestre las mayores depreciaciones eran las del real brasileño y el peso chileno, que perdían en torno al 10% de su valor respecto al inicio del año. Venezuela, el único país importante de la región, junto a Ecuador, que conserva un régimen de fijación cambiaria, devaluó el bolívar un 20% en febrero. En México, el tipo de cambio mostró una moderada tendencia a la baja a partir del segundo trimestre, de tal modo que el peso se devaluaba un 3% frente al dólar a mediados de septiembre respecto al inicio de 2004. Como contrapunto, Colombia registraba una moderada apreciación al final del primer semestre, que se ha consolidado al inicio del actual, en el que el real brasileño también ha revertido prácticamente toda la depreciación de la primera mitad del año. Los tipos de cambio reales, por el contrario, no registraron depreciaciones notables, salvo en Venezuela (5,8% entre enero y agosto), e incluso algunos de ellos se apreciaron notablemente, como Colombia (9%), Brasil y Perú (ambos por encima del 5%). En este contexto de menores presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio nominal, las reservas internacionales interrumpieron, en general, la trayectoria ascendente que se había observado desde inicio de 2002.

La cautela de los inversores externos, reflejada en la evolución de los diferenciales soberanos, tuvo su correlato en el ritmo de emisiones del mercado primario de deuda (véase gráfico 9). Así, durante el primer trimestre las emisiones se elevaron por encima de los 11 mm de dólares, a niveles similares a los del mismo período de 2003, pero en el segundo semestre se limitaron a 6,8 mm de dólares y estuvieron por debajo del año anterior, debido a las desfavorables condiciones de financiación. De hecho, durante mayo apenas se registraron emisiones, pero ya en junio se volvió a reactivar el mercado, y las proyecciones del tercer trimestre confirmarían esta mejor evolución. En cualquier caso, el conjunto del primer semestre se compara desfavorablemente

FLUJOS DE INVERSIÓN EXTERIOR
Porcentaje del PIB y millones de dólares

GRÁFICO 10



FUENTE: Estadísticas nacionales.

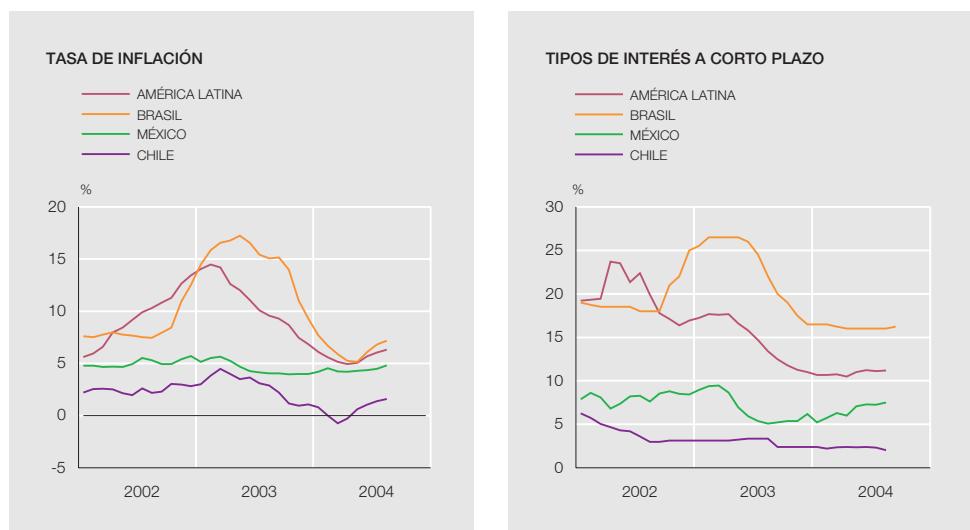
con el primer semestre de 2003; en la medida en que el resto de emergentes redujo en menor proporción sus emisiones durante el segundo trimestre, se ha mantenido en la primera parte del ejercicio la tónica de pérdida progresiva de peso de la región latinoamericana en las emisiones realizadas por los países emergentes (desde casi la mitad del total en el segundo semestre de 2003 a apenas un cuarto en el último). Esta caída de cuota puede limitarse a un fenómeno transitorio, asociado al período de ajuste de los últimos años, que también ha supuesto una reorientación de la cobertura de las necesidades de financiación a los mercados locales.

Al considerar la distribución de las emisiones entre países, se puede destacar que, hasta mediados de septiembre, México realizó un 42% de las emisiones latinoamericanas, Brasil un 32% y Chile, Venezuela y Colombia superaron el 4% cada uno. Comparando las emisiones entre soberanos y corporativos, se observa que estos últimos fueron los que redujeron en mayor medida sus emisiones en el segundo trimestre; durante la primera parte del año, la emisión de bonos corporativos alcanzó los 7 mm de dólares frente a los 18 mm de dólares de los soberanos; en cualquier caso, respecto al año anterior, la reducción de las emisiones corporativas fue ligeramente inferior a la de los bonos soberanos (11,5%, frente al 16,7%, respectivamente). Otras fuentes de financiación, como la suscripción de acciones y los préstamos sindicados, se mantuvieron en niveles muy reducidos, a pesar de que en otras regiones emergentes se reactivaron durante el primer semestre. De este modo, América Latina sigue perdiendo peso dentro de las economías emergentes en estas modalidades de financiación: representa solo el 3% de la emisión de acciones y apenas el 10% de los préstamos sindicados, cuando en 1999 alcanzaba el 9% y el 30%, respectivamente.

Otra fuente de financiación cuya evolución reviste especial interés es la inversión directa del exterior (véase gráfico 10), que sufrió una severa reducción a partir de 2002, pasando de representar el 4% del PIB regional a apenas el 2% en el segundo trimestre del presente año (alrededor de 35 mm de dólares en el acumulado del último año). Aunque buena parte de la fuerte caída viene explicada por la exclusión de Argentina como destino preferencial de las inversiones, lo cierto es que no se observa una recuperación vigorosa de la inversión directa.

INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS
Tasas de variación interanuales y porcentaje

GRÁFICO 11



FUENTE: Estadísticas nacionales.

Los flujos permanecen estabilizados en Brasil, en el entorno de 10 mm de dólares en el acumulado de los 12 últimos meses, y el repunte en México (14,3 mm de dólares) responde a la operación puntual de adquisición del resto de capital de un banco por un inversor español a principios de año. El papel de la inversión española en América Latina, que se describe con detalle en el recuadro 2 ha sido fundamental en la última década y también se ha visto afectado en los últimos años por el deterioro de la evolución económica en la región.

PRECIOS Y POLÍTICAS
MACROECONÓMICAS

Durante el primer trimestre del año la inflación en el conjunto del área rompió marginalmente el suelo del 5%, para rebotar posteriormente de modo vigoroso y situarse por encima del 6% en julio (véase gráfico 11). La paulatina consolidación de la demanda interna y el repunte de los precios de los *inputs* y la energía estuvieron detrás de este movimiento de ida y vuelta que fue generalizado en toda la región. Especialmente destacable fue, por su intensidad, el repunte de la inflación en Brasil entre mayo y agosto —desde el 5,2% al 7,2%—, y en Argentina, desde el 3,7% a finales de 2003 hasta el 5,3% en agosto de 2004, lo que supuso quebrar la senda descendente iniciada a mediados de 2002. En México, la tasa de inflación se incrementó paulatinamente, en casi un punto, desde el 4% de inicio del año. La excepción a este comportamiento la representó Venezuela, aún inmersa en un proceso de normalización económica, donde la tasa de inflación se redujo del 27,1% al final de 2003 al 21,8% en julio.

En paralelo, las expectativas de inflación también repuntaron vigorosamente en la mayoría de los países, lo que, unido a las perspectivas de robustecimiento adicional de la demanda interna, propició un cambio de tono análogo de la política monetaria en el área, hacia posiciones más restrictivas (véase gráfico 11). Así, México fue el primer país del área en restringir la política monetaria, en vista del deterioro de los precios y del peligro que ello supone para el cumplimiento de su objetivo de inflación, que se tradujo en un repunte de los CETES a tres meses de más de 2 pp, hasta superar el 7,5%. En Brasil aún se registraron mínimas reducciones de la tasa SELIC en abril (para completar una reducción de 50 pb en el primer semestre), pero, tras dispararse las expectativas de rebajas adicionales en los últimos meses, a mediados de septiembre se registró una subida de 25 pb, con lo que la tasa de interés se situó en el 16,25%. Análoga evolución se produjo en Perú y Chile, que también se han unido en el tercer trimestre a los países que han subido tipos de interés. En Argentina, los tipos también regis-

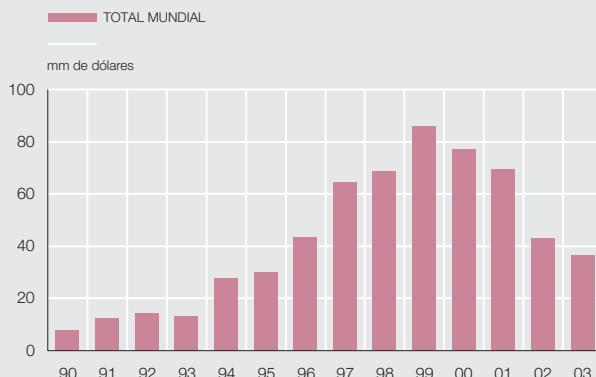
Durante los años noventa, los flujos globales de inversión directa extranjera (IDE) a América Latina registraron una vigorosa expansión. Así, según datos de la CEPAL, partiendo de un nivel de 7,8 mm de dólares en 1990, las entradas netas de IDE en América Latina crecieron hasta 85,8 mm de dólares, en 1999 antes de volver a declinar hasta 36,5 mm de dólares en 2003 (véase el panel superior izquierdo del gráfico). El auge de la IDE, muy acusado en la segunda mitad de los noventa, estuvo facilitado por la privatización generalizada de empresas estatales, en un marco de reformas estructurales y estabilización macroeconómica. Aprovechando este proceso de privatizaciones, durante estos años se inicia el despegue de la inversión española en América Latina, que también marca la consolidación de la internacionalización de nuestras empresas. Así, en 1996, por primera vez, las inversiones directas de las empresas españolas en el exterior superan a las realizadas por empresas extranjeras en España. América Latina se convirtió en el destino preferente de las inversiones, de tal modo que absorbió un 48% de la IDE española en el período 1996-2000 (véase el panel superior derecho del gráfico). Esta exposición inversora es muy superior a la exposición comercial, puesto que las exportaciones españolas a la región solo suponen el 5% del total. Además, España se convirtió en suministrador fundamental de capitales para la región, convirtiéndose en el segundo país con mayor IDE acumulada en América Latina durante la última década, solo

por detrás de Estados Unidos: durante dicho período, el 14,6% de la IDE mundial en América Latina tuvo como origen las empresas españolas (el año 2000 alcanzó un máximo del 33,2%). Es también destacable que los flujos despegaron cuando América Latina se estaba adentrando en un período de crisis financieras y bajo crecimiento. Esta situación, junto con la interrupción del proceso de privatizaciones y la incertidumbre respecto a la continuación de las reformas en algunos países, explicaría la reducción de la IDE en la región a partir del año 2000. Así, entre 2001 y 2003 la IDE hacia América Latina ha supuesto solo un 23,7% del total de la IDE española, y esta caída ha resultado mayor que la reducción de los flujos globales de IDE hacia América Latina.

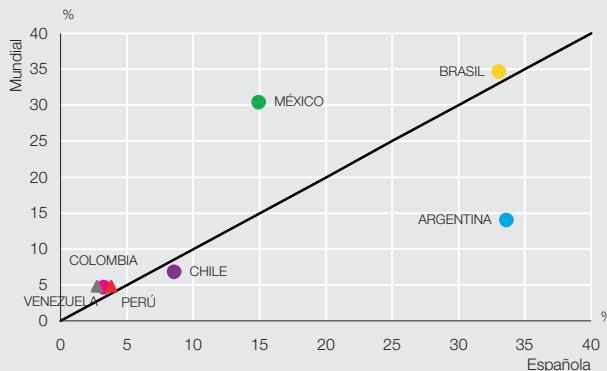
La inversión directa neta acumulada en la última década (1993-2003) por España en América Latina es de 87,7 mm de euros, según datos del Banco de España, lo que representa aproximadamente el 11,8% del PIB español en 2003. En contraste con la IDE mundial dirigida a América Latina, cuya distribución replica básicamente el peso del PIB de cada país en la región, la IDE española ha mostrado una cierta preferencia por los países del Cono Sur (Argentina y Chile, que están sobreponderados respecto a su peso en el PIB del área, como denota su situación, por debajo de la línea de 45 grados, en el panel inferior izquierdo del gráfico) y ha tenido menor importancia relativa en

INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA EN AMÉRICA LATINA

ENTRADAS NETAS DE INVERSIÓN EXTERIOR EN AMÉRICA LATINA



DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA (a)

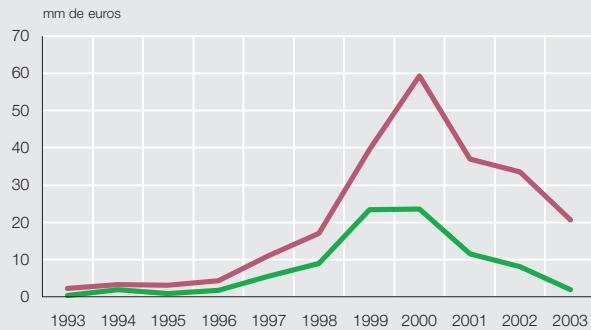


FUENTES: CEPAL, Banco de España, IIF y Ministerio de Economía.

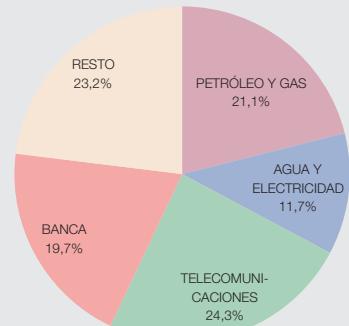
a. Porcentaje de la inversión en cada país en relación con la inversión total en América Latina.

INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA ESPAÑOLA

■ EN EL MUNDO
■ EN AMÉRICA LATINA



DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA ESPAÑOLA



Méjico. La razón del reducido peso relativo en México reside en que NAFTA ha favorecido grandes inversiones por parte de Estados Unidos y, en menor medida, Canadá, en particular en industrias exportadoras (las maquiladoras). A pesar de ello, México es el país donde la cuota de mercado de las empresas españolas en América Latina en el sector financiero es más elevada, pues gestionan más del 40% de los depósitos del país. Brasil y Argentina son los dos países donde mayores inversiones se han realizado, con porcentajes superiores al 30% sobre el total de la IDE española a América Latina. En el caso de Argentina resulta clave la compra de la empresa petrolífera estatal (YPF) en 1999, que supuso la mayor inversión de una empresa española en una única operación durante todos estos años y representa alrededor del 55% de las inversiones españolas realizadas en Argentina. Las inversiones realizadas en el sistema financiero suponen, por el contrario, apenas el 10% del total de la IDE española en Argentina.

Si consideramos la distribución sectorial de la IDE española en América Latina en su conjunto, el principal rasgo que se puede destacar

es que se trata de una inversión centrada fundamentalmente en el sector servicios y, por lo tanto, dirigida al mercado interior, frente a las inversiones de otros países, más orientadas a los sectores industriales, en muchos casos para la exportación. La principal excepción a esta regla general sería la inversión realizada en el sector de la extracción del petróleo y el gas en Argentina. Como se mencionó anteriormente, las empresas españolas decidieron aprovechar la ventana de oportunidad que se abrió en la pasada década con la privatización de compañías estatales de telecomunicaciones, electricidad y otros servicios públicos y con la liberalización de los sistemas financieros. Como se puede observar en el último panel, la IDE está muy concentrada en cuatro sectores principales: telecomunicaciones, petróleo y gas (tanto extracción como refino y distribución), sector financiero y empresas concesionarias de servicios públicos (electricidad y agua). Como resultado de ello, actualmente las empresas españolas mantienen elevadas cuotas de mercado en estos sectores, que llegan a alcanzar el 40% en algunos países en los sectores de telecomunicación, bancario y gestión de fondos de pensiones.

traron un fuerte repunte en el segundo trimestre, hasta superar el 5% en el mercado interbancario, aunque en este caso los datos están afectados por algunas medidas legales y de cambio en los instrumentos monetarios, en el proceso de transición a un régimen de objetivos directos de inflación. Solo Venezuela, donde se redujeron notablemente desde niveles muy elevados, y Colombia, donde el proceso de reducción se limitó a un recorte de 25 pb en el primer trimestre, han evitado por el momento las subidas de tipos de interés. En el recuadro 3 se analiza el papel que tienen los coeficientes de caja de los depósitos bancarios en América Latina, los cuales van más allá de su teórico papel de apoyo a la instrumentación de la política monetaria, para obedecer a razones prudenciales, lo que puede ser positivo, y fiscales, lo que merece una consideración negativa.

En el ámbito fiscal, se observó una estabilización del déficit público para el agregado del área, que se situó en el 1,8% en el segundo trimestre, y un incremento en el superávit primario de cuatro décimas, en términos del PIB, respecto a finales de 2003, hasta el 3,4% en el segundo trimestre (véase gráfico 12). Impulsada por el dinamismo de la actividad y del sector exterior, la recaudación retomó tasas de crecimiento cercanas al 20% en términos interanuales para el conjunto de la región, tras mostrar una senda descendente desde finales de 2002. La fortaleza de los precios del petróleo también tuvo un efecto muy beneficioso sobre la recaudación en países como México y, sobre todo, Venezuela. Argentina destacó entre todos los países, con un crecimiento interanual de la recaudación superior al 50% en el segundo trimestre, que situó el saldo fiscal por encima del 2% del PIB y el saldo primario cerca del 4% del PIB. Debe subrayarse que, en este caso, pero también en otros, buena parte del incremento de la recaudación se debió a la existencia de figuras impositivas que mostraron un comportamiento muy favorable, pero que también son altamente distorsionantes, como las retenciones a las exportaciones o los impuestos sobre transacciones financieras.

Por el lado del gasto, tras sortear el período de restricción fiscal, asociada a los problemas económicos de los años anteriores, que tuvo su punto culminante a mediados de 2003, se observó un notable incremento, en el conjunto de la región, tanto en el gasto total (5,8%

El coeficiente de caja, definido como el porcentaje de reservas bancarias en relación con sus depósitos que los bancos deben mantener en el banco central, responde, en la práctica, a tres funciones básicas en América Latina: una prudencial, otra relacionada con la gestión de la política monetaria y una última fiscal. Las dos primeras entrarían dentro de los usos ortodoxos del coeficiente de caja, mientras que la tercera se identifica como una financiación del déficit público que debería ser evitada.

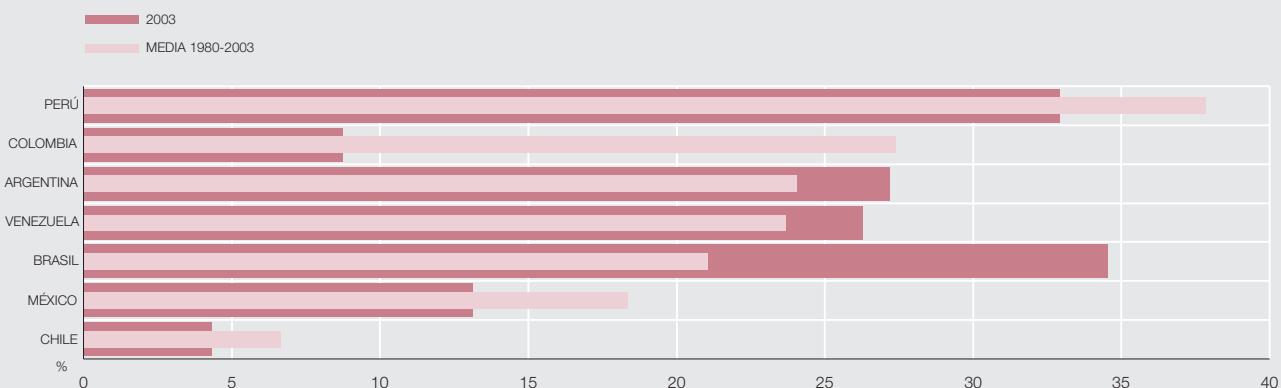
La utilización prudencial del coeficiente de caja persigue garantizar que los bancos dispongan de un colchón de recursos para atender sus necesidades de liquidez, en particular ante situaciones inesperadas. En los países emergentes también puede incrementarse el coeficiente para reducir los posibles desequilibrios asociados a los períodos de fuertes entradas de capital, incrementos que pueden ser revertidos cuando se producen frenazos súbitos en dichas entradas o retiros masivos de depósitos. La discriminación del nivel del coeficiente entre depósitos en moneda local y extranjera puede considerarse otro uso relacionado con la función prudencial y que es aplicado frecuentemente en América Latina. La imposición de un coeficiente más elevado en moneda extranjera permite desincentivar la oferta de depósitos en divisas, lo que redonda en una menor vulnerabilidad financiera, al mitigar el grado de dolarización bancaria.

El uso del coeficiente de caja como elemento de la instrumentación de la política monetaria permite la regulación de la liquidez en el sistema bancario y, a través de su impacto sobre los tipos de interés en el mercado monetario, constituye un medio de transmisión de los impulsos monetarios. En la mayoría de los países desarrollados, el coeficiente de caja no se utiliza de un modo activo (en el sentido de modificaciones frecuentes para regular la liquidez de la economía), sino que se establece un nivel fijo, dentro de un esquema en el cual se utilizan otros instrumentos (por ejemplo, operaciones de mercado abierto) de regulación de la liquidez. Por el contrario, en las economías emergentes en general, y en América Latina en particular, las variaciones en el coeficiente de caja desempeñan un papel más relevante

vante en la instrumentación de la política monetaria, debido a las limitaciones de los instrumentos alternativos que se derivan de la escasa profundidad de sus mercados financieros. Sin embargo, la utilización activa de este instrumento no está exenta de riesgos. El exceso de activismo puede ser ineficiente, en la medida en que puede generar cambios bruscos en las carteras de los bancos para adecuarse a su cumplimiento. Además, el multiplicador monetario es menos controlable y pierde efectividad, puesto que los bancos, al anticipar las modificaciones del coeficiente, tenderán a mantener excesivas reservas para asegurar su cumplimiento, por lo que los cambios en el coeficiente deben ser mayores para afectar a la liquidez bancaria.

El uso fiscal del coeficiente de caja se deriva de la remuneración por debajo de mercado, o incluso nula, de las reservas de las entidades financieras en el banco central. Aparte de ello, otros coeficientes, como el de liquidez, que se debe cumplir, en general, con títulos públicos, también suponen un mecanismo de financiación privilegiada del sector público. Uno de los principales problemas que acarrea este uso del coeficiente de caja es que supone un impuesto implícito sobre la intermediación financiera, cuya carga será soportada, bien por los bancos, bien por sus clientes, en función del grado de sustitución de los créditos y depósitos bancarios en el sistema financiero. Ello genera distorsiones en la asignación de recursos y favorece la desintermediación bancaria. Por otra parte, se entorpece la instrumentación monetaria, no solo porque el coeficiente persigue otros objetivos, sino también porque en estos casos suele observarse un elevado préstamo del banco central al sector público, que, para mantener el control monetario, debe ser compensado mediante otro tipo de instrumentos. En definitiva, el uso recaudatorio del coeficiente de caja subordina la política monetaria a las necesidades financieras del gobierno, lo que supone una restricción de la autonomía monetaria y obstaculiza la consolidación de la credibilidad de las autoridades monetarias. A pesar de estos inconvenientes, el uso del coeficiente de caja como instrumento de recaudación ha predominado entre las economías emergentes hasta inicios de los años noventa,

RATIO EFECTIVA DE RESERVAS SOBRE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS



FUENTE: Banco de España, a partir de datos del FMI.

- a. Valor en dólares.
- b. Valor en moneda nacional.

cuando la estabilización de precios se convirtió en un objetivo prioritario y comenzó a apreciarse una disminución de la subordinación monetaria a la política fiscal, aunque hoy en día todavía supone una fuente de financiación pública privilegiada en algunas economías.

A pesar de los progresos recientes en términos de ortodoxia fiscal e instrumentación de la política monetaria, la ratio efectiva del coeficiente de caja en América Latina sigue siendo elevada, tanto en términos absolutos (ver gráfico) como en relación con los países más desarrollados (en el área del euro se sitúa en el 2%). También es destacable que, tras caer sustancialmente en la década de los noventa

frente a la de los ochenta (del 29,8% al 17,6% de promedio), los coeficientes se han vuelto a elevar de modo notable en el período 2000-2003 en varios países, debido a las turbulencias financieras del período. Con datos del año 2003, en Brasil, Perú, Colombia y Venezuela el coeficiente promedio aún se situaba por encima del 25%, en México por encima del 10%, en Colombia ligeramente por debajo y solo en Chile era inferior al 5%. En muchos países de la región sería deseable posiblemente una aproximación del coeficiente de caja a niveles más moderados, con fines relacionados con la instrumentación de la política monetaria y con la regulación prudencial, pero no recaudatorios.

interanual, en términos reales, en el segundo trimestre) como, sobre todo, en el gasto primario (8,5%). El margen de maniobra presupuestario derivado de los menores pagos por intereses, en un contexto de mayor estabilidad financiera, explicaría esta divergencia entre la evolución del gasto total y el primario. Brasil, Argentina y Venezuela registraron incrementos del gasto primario en torno al 10% en términos reales. Mientras que en los dos últimos países la disciplina fiscal cabría ponerla en entredicho, respecto a Brasil debe matizarse que esta expansión del gasto primario, cercana al medio punto de PIB, significó una reversión del intenso ajuste fiscal instrumentado hasta inicios de 2003, pero que el gasto total, en términos del PIB, se mantuvo estable. El mantenimiento del gasto total en el agregado de la región, en torno al 25% del PIB, sugeriría, en definitiva, que, a pesar del tono más expansivo que adoptaron en general las políticas fiscales, el rigor presupuestario se mantiene en la mayoría de los países.

El incremento del gasto está siendo utilizado para reactivar la inversión pública y reforzar el gasto social, lo que puede contribuir a fortalecer la recuperación y a mitigar algunos problemas estructurales de la región, aunque su instrumentación debe ser prudente para evitar erosionar la disciplina fiscal. En este sentido, son de destacar los avances en una serie de iniciativas lideradas por Brasil en relación con los gastos en infraestructuras, como la aprobación de una ley que refuerza el papel de la iniciativa privada en la realización de obras públicas y el estudio, junto al FMI, de un posible tratamiento especial en el futuro de la inversión pública en los objetivos de déficit acordados con esta institución.

El mayor margen de maniobra fiscal es bienvenido después de un largo período de ajuste, pero debe ser administrado con cautela y aprovechado para reducir los niveles de deuda pública y mejorar su perfil temporal y composición, pues las vulnerabilidades fiscales son aún muy elevadas en la mayoría de los países de la región.

INTEGRACIÓN COMERCIAL

A lo largo del semestre, los avances en el terreno de la integración comercial fueron esporádicos y se registró algún retroceso. Entre estos, destacó la reversión de algunos compromisos en el área de la liberalización comercial por parte de Argentina. No obstante, también dentro de MERCOSUR, tuvieron lugar algunos progresos, como el establecimiento, a mediados de agosto, de un tribunal para resolver las disputas comerciales entre los miembros, el inicio de negociaciones de un tratado de libre comercio con la Comunidad Andina y la solicitud de México para convertirse en miembro asociado de MERCOSUR. Respecto al esperado acuerdo de libre comercio con la Unión Europea, se produjeron avances, pero siguen quedando

PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO
Tasas de variación interanuales y porcentaje del PIB

GRÁFICO 12



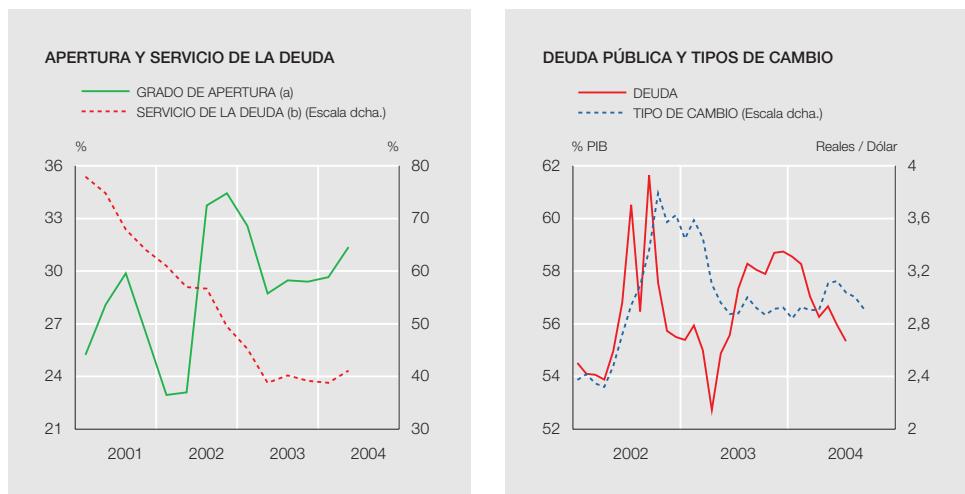
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC. Media móvil anual.

algunos flecos por cerrar, como el acceso al mercado agrícola europeo y a las compras gubernamentales de los socios de MERCOSUR. Estados Unidos siguió profundizando en los acuerdos con los países centroamericanos, a los que se sumó la República Dominicana, y en Chile entró en vigor el tratado firmado con Corea. Dentro de la Ronda de Doha, cabría destacar la propuesta de la Unión Europea y Estados Unidos de reducir paulatinamente sus subsidios agrarios en hasta un 20%, en el seno de las discusiones llevadas a cabo en Ginebra el pasado agosto, que también permitieron desbloquear la agenda futura de negociaciones. Estos progresos podrían repercutir positivamente en un impulso para las negociaciones del Acuerdo de Libre Comercio de las Américas (ALCA) —que apenas progresaron en el período considerado—, en las que el problema de los subsidios agrícolas de Estados Unidos supone uno de los mayores puntos de fricción.

Evolución de los principales países

La economía de Brasil registró una fuerte aceleración de la actividad en el primer semestre, que ha reforzado las perspectivas de una fase expansiva robusta. El PIB creció un 2,7%, en tasa interanual, en el primer trimestre y un 5,7% en el segundo, tras acabar estancado en el

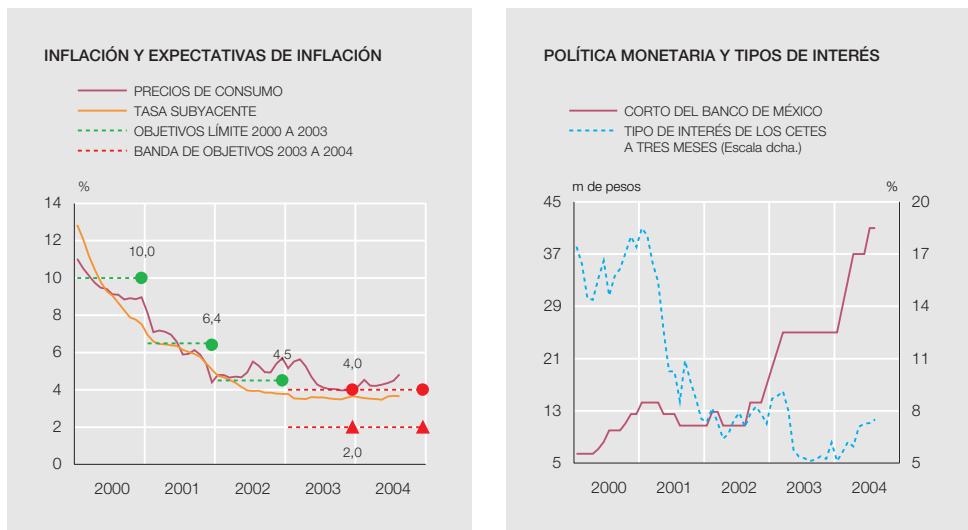


FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Suma de exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB.
 b. En porcentaje de las exportaciones.

último trimestre de 2003. Además, cabe destacar el carácter más equilibrado en la composición del crecimiento, que por fin se extendió a la demanda interna, impulsada por el consumo privado y la inversión. La reactivación de la demanda interna fue apoyada por el impacto de la relajación de la política monetaria iniciada en la segunda mitad del 2003 y los síntomas de mejoría del mercado laboral; la tasa de desempleo se redujo desde abril en casi 2 pp, hasta el 11,2% de julio, y los salarios reales comenzaron a recuperarse. Este escenario se sustentó en un comportamiento muy positivo de las cuentas externas (el superávit corriente se situó en el 1,5% del PIB al final del segundo trimestre), al tiempo que continuó la corrección de los desequilibrios fiscales, en particular en lo que se refiere a la magnitud y composición de la deuda (véase gráfico 13). Las perspectivas de crecimiento económico, los tipos reales a la baja, el superávit primario sostenido y la ligera apreciación del tipo de cambio real configuraron un escenario favorable para la reducción de la vulnerabilidad fiscal, como muestra la caída de la ratio de deuda pública en 3,4 puntos desde inicio de año, hasta el 55,3% del PIB en julio, y la notable reducción de la deuda indicada al tipo de cambio. La persistencia de una todavía elevada vulnerabilidad, unida a cierta incertidumbre política, provocó que el episodio de volatilidad al inicio del segundo trimestre tuviera un impacto particularmente elevado en Brasil, pero el deterioro de los diferenciales soberanos, así como de la cotización del tipo de cambio (que volvió a superar los tres reales por dólar), se ha revertido completamente en los últimos meses y, en septiembre, la calificación crediticia soberana ha sido revisada al alza.

La aceleración de la actividad discurrió en paralelo a la desfavorable evolución de la inflación, cuya tasa interanual superó el 7% en agosto, si bien la tasa subyacente ha mostrado una evolución más moderada. Aunque las causas de la aceleración de la inflación se debieron a factores específicos, como los ajustes de las tarifas de los servicios públicos y el impacto del encarecimiento de las materias primas, en particular del crudo, las expectativas apuntan a que la inflación cierre el año en tasas cercanas al límite superior de la banda objetivo (5,5%±2,5%). Esta situación, en un contexto de creciente dinamismo de la demanda interna, llevó a las autoridades monetarias a adoptar una postura cautelosa y a interrumpir el proceso de reducción de tipos a partir de abril. Finalmente, los avances en el ámbito de las reformas estructurales fueron limitados, sobre todo en comparación con el primer año de la actual administración, pero, aun así, destacaron los progresos en la ley de quiebras, la reforma judicial, la

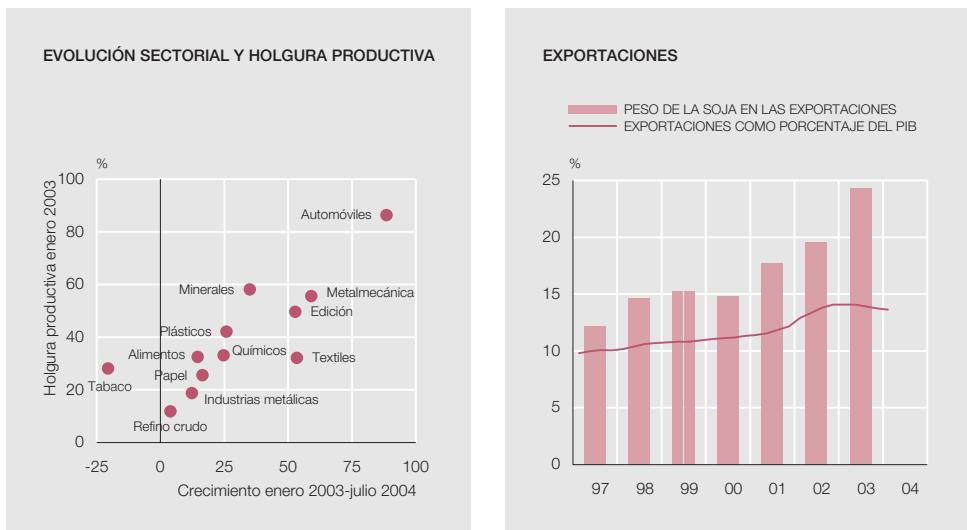


FUENTE: Estadísticas nacionales.

reforma del sector eléctrico y la sanción por parte del Tribunal Supremo —aunque con alguna modificación— de la reforma de las pensiones aprobada en el Parlamento en 2003.

La actividad económica en México consolidó su senda expansiva, ya apuntada en la segunda mitad de 2003, durante el primer semestre de 2004. El PIB del segundo trimestre creció un 3,9%, superando la tasa interanual del primero (3,7%). La demanda interna se fortaleció notablemente, sobre todo el componente de inversión, mientras que la demanda externa mantuvo su aportación positiva al crecimiento. Por otro lado, tras contribuir negativamente al crecimiento en los últimos años, la industria recuperó vigor y asimiló la recuperación del sector manufacturero en Estados Unidos con mayor retraso que en otras ocasiones. El elevado precio del petróleo afectó positivamente a las cuentas públicas y externas. Así, a lo largo del primer semestre se redujo el déficit por cuenta corriente un 35,1% respecto al mismo semestre del año anterior, gracias al mayor superávit en la cuenta de transferencias y al menor déficit de la balanza comercial. En cuanto a las cuentas públicas, el superávit primario se incrementó en un 8,8% en términos reales en los siete primeros meses del año, respecto al mismo período de 2003, impulsado por el precio del crudo, lo que permitió una notable mejoría del saldo presupuestario. Esta contención fiscal se reflejó en la notable caída del consumo público (-5% en el segundo trimestre del año). Si se mantuvieran los ingresos por encima de lo previsto durante el resto del año, el presupuesto aprobado para 2004 prevé un mecanismo para el prepago de la deuda y mayores transferencias a los estados para que lleven a cabo inversión pública. En los mercados financieros destacó el buen comportamiento de la renta variable, que registró unas ganancias del 19% en el primer semestre, para estabilizarse posteriormente, mientras que el peso mexicano alcanzó un máximo histórico en mayo en 11,68 pesos por dólar, y desde entonces se ha mantenido oscilando alrededor de 11,50.

Durante el primer semestre se recrudecieron en México las tensiones inflacionistas (véase gráfico 14). En agosto la tasa de inflación repuntó al 4,8%, al tiempo que la inflación subyacente se situaba en el 3,7%, nivel máximo desde el segundo trimestre de 2003, lo que llevó al banco central a elevar el corto en varias ocasiones para reforzar el tono restrictivo de la política monetaria. A pesar de que el proceso de reformas sigue encontrando grandes dificultades, en agosto el Parlamento aprobó una reforma del régimen de pensiones de la Seguridad Social, con el objetivo de hacer congruentes las pensiones futuras con las aportaciones actuales.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

En Argentina se produjo una notable inflexión en el ritmo actividad, que había sido muy vigoroso desde inicios de 2003. El dato de PIB del segundo trimestre se situó en el 7% interanual, bastante inferior al alcanzado en el primero (11,2%). El consumo privado y la inversión fueron los principales componentes del crecimiento, mientras que el sector exterior detrajo 3 pp a la tasa de crecimiento en el segundo trimestre. El impacto puntual de la crisis energética en abril explica solo una parte de la ralentización, pues la progresiva corrección del efecto base y el paulatino agotamiento de la capacidad ociosa también pesaron sobre el ritmo de actividad. A este respecto, la evolución por sectores de la industria manufacturera demuestra la importancia de la amplia capacidad no utilizada en la recuperación de los últimos dos años (véase gráfico 15). Esta desaceleración parcial se reflejó en la evolución del empleo, que moderó su crecimiento. La tasa de inflación, si bien se mantiene en niveles moderados, ha experimentando un repunte recientemente (hasta el 5,3% en agosto), relacionado en gran medida con el ajuste de algunos precios regulados. Los resultados fiscales fueron muy favorables: el saldo primario federal acumulado en el primer semestre superó en más del 10% la meta pactada con el FMI para el conjunto de 2004, gracias al comportamiento extraordinario de la recaudación, que se incrementó un 42%. Los resultados fiscales de las provincias también fueron muy positivos. Sin embargo, el gasto público también se expandió a ritmo elevado, impulsado por los aumentos salariales de los funcionarios y de las pensiones, junto con otros programas de gasto.

El sector exterior mostró signos de un progresivo agotamiento, como resultado de la fuerte expansión de las importaciones y el relativo estancamiento de las exportaciones (especialmente en términos del PIB, véase gráfico 15), por lo que el saldo comercial del segundo trimestre de 2004 se redujo en un 30% frente al mismo período de 2003. Las caídas recientes del precio de la soja, que constituye un importante rubro de las exportaciones, podrían acelerar la reducción del saldo comercial en los próximos trimestres. Pese al lanzamiento oficial de la nueva propuesta de reestructuración de la deuda, las perspectivas para una finalización exitosa de dicho proceso son aún inciertas. Tampoco fue posible proceder a la revisión del programa con el FMI —cuyos objetivos estructurales no fueron, en todo caso, cumplidos—, lo que provocó nuevas dudas respecto al estado de la relación del país con el organismo multilateral. La incertidumbre en estos ámbitos se trasladó a los mercados financieros: los diferenciales soberanos se mantuvieron en los elevados niveles anteriores, el tipo de cambio sufrió



FUENTE: Estadísticas nacionales.

una notable depreciación a inicios del tercer trimestre y el índice bursátil acumuló hasta agosto una pérdida del 10% desde el inicio del año, aunque recientemente se ha recuperado.

La economía de *Chile* registró un crecimiento interanual del PIB del 5,1% en el segundo trimestre, por encima del 4,8% del primero, la tasa más alta desde el segundo trimestre de 2000. El impulso de la demanda interna, apoyada en la inversión, contrapesó la aportación negativa de la demanda externa. No obstante lo anterior, las exportaciones alcanzaron máximos históricos por el alto precio del cobre —que en los últimos meses se ha corregido—, lo que generó un fuerte incremento del superávit comercial durante el primer semestre y llevó el saldo por cuenta corriente hasta el 1,5% del PIB. El superávit fiscal también se incrementó hasta el 1,3% del PIB en el primer semestre. A pesar de la aceleración del crecimiento, el proceso de creación de empleo perdió impulso, lo que puede resultar indicativo de obstáculos estructurales a la creación de empleo (véase gráfico 16). La tasa de inflación abandonó el terreno negativo (en agosto alcanzó el 1,6%), impulsada por el precio de los combustibles. Sin embargo, la inflación subyacente aumentó a un menor ritmo. Dadas la favorable evolución y perspectivas que muestran la actividad y la normalización del panorama inflacionario, las autoridades monetarias han decidido en septiembre comenzar a reducir de forma moderada el marcado estímulo monetario prevaleciente con una subida de 25 pb (hasta el 2%) en su tipo de interés de referencia.

Colombia recuperó el impulso de la actividad y siguió creciendo por encima del 4% en los dos primeros trimestres del año (4,4% en el segundo trimestre, en tasa interanual). Los principales motores del crecimiento fueron el consumo privado, la inversión y, por sectores, la construcción y la industria. Además, se observó una franca mejoría en el mercado laboral. La inflación, si bien registró un repunte a partir de mayo, se mantuvo en tasas compatibles con el objetivo del Banco Central para este año (5,9% en agosto), lo que permitió mantener el tipo de intervención en el 6,75% desde febrero. El déficit corriente registró un repunte en el primer trimestre, como consecuencia del incremento en el pago de intereses y a pesar de la notable evolución de las remesas de emigrantes. La reducción de la deuda y la buena evolución de la recaudación apuntan al cumplimiento de la meta del déficit para 2004 (2,5% del PIB) y permiten mitigar en alguna medida la frágil situación fiscal, si bien el gasto primario también continuó incrementándose a alto ritmo.

En *Perú*, el PIB creció un 3,6% en el segundo trimestre del año, desacelerándose levemente respecto al primer trimestre. El fuerte ritmo de actividad fue sostenido por la demanda interna,

si bien las exportaciones mantuvieron un alto ritmo de crecimiento, apoyadas, fundamentalmente, en la exportación de metales. En este contexto, el país gozó de una cómoda posición exterior y unas cuentas públicas que presentaban un saldo positivo en un semestre, por primera vez desde 1998. La contrapartida al dinamismo económico fue el fuerte repunte de la tasa de inflación (hasta el 4,6% interanual en agosto), que desbordó el objetivo anual del banco central ($2,5\%\pm 1\%$), lo que impulsó un aumento de los tipos oficiales en agosto. El buen desempeño económico permitió renovar el acuerdo preventivo con el FMI por otros dos años y una mejora de la calificación soberana en junio.

Venezuela registró tasas interanuales de crecimiento extraordinarias en los dos primeros trimestres del año (34,8% y 13,6%, respectivamente), impulsadas por la débil base de partida, la bonanza del sector petrolero y la reactivación de los sectores no petrolíferos. Estos sectores se están beneficiando de la mayor liquidez en moneda nacional en manos de los agentes derivada del control de cambios, del incremento sustancial de los salarios reales (21,3% en el primer semestre) y de la mejoría de la situación del mercado de trabajo. Los elevados precios del crudo facilitaron una holgada posición exterior, que, junto con la activa gestión de la deuda, tanto interna como externa, aliviaron notablemente los vencimientos en 2004 y 2005. Además, se creó un colchón de recursos que permitió al Ejecutivo elevar el gasto público (en más de 5 pp del PIB) en los meses previos al referéndum revocatorio del presidente, que se celebró en agosto y que no prosperó. Los mercados valoraron positivamente este resultado, al favorecer una reducción de la incertidumbre política en el corto plazo, con descensos de los diferenciales soberanos a mínimos desde junio de 1998 y con subidas de la calificación soberana del país.

En *Uruguay* prosiguió la reactivación económica y en el segundo trimestre registró un crecimiento del 12,7% interanual (algo inferior al 14,3% del primer trimestre), impulsado por la demanda interna, en particular el consumo privado y la inversión. La inflación se mantuvo en tasas elevadas (10,2% en agosto), lo que indujo al banco central a restringir el crecimiento de la oferta monetaria. Por otro lado, en *Ecuador* la actividad se desaceleró ligeramente, y la inflación registró mínimos históricos a finales del semestre. Las dificultades a la hora de aprobar las reformas de las pensiones y del sector eléctrico, necesarias para la reactivación del programa con el FMI, suspendido desde abril de 2004, parecieron moderarse. En *Bolivia*, tras la crisis de finales de 2003, la situación se estabilizó, una vez se despejó la incertidumbre respecto a la política de gestión de los recursos gasísticos. Por último, en la *República Dominicana*, la situación financiera y la de los sectores energético y bancario siguen siendo complicadas, si bien el acuerdo de abril con los acreedores del Club de París, el sostén financiero del FMI y las medidas de austeridad impuestas por la nueva administración en agosto podrían contribuir a una mejora de la coyuntura.

16.9.2004.