

INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

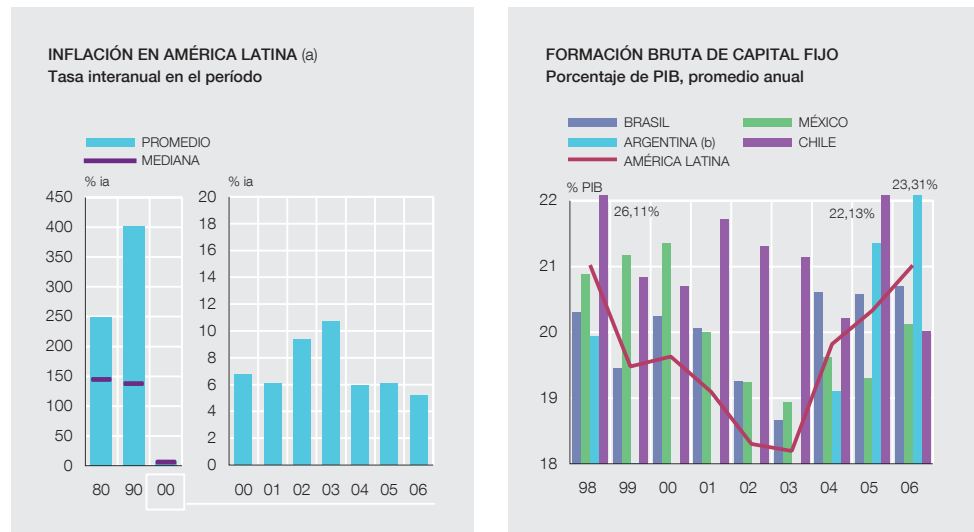
Introducción

En los últimos seis meses, las economías latinoamericanas continuaron beneficiándose de un entorno exterior netamente positivo, tanto en términos del crecimiento de la economía mundial, como de las condiciones de financiación y el acceso a los mercados. Así, en un contexto de continuado afianzamiento de la demanda interna y de mejora adicional en la relación real de intercambio, la actividad del área tendió a acelerarse en 2006, hasta alcanzar una tasa de crecimiento promedio anual del 5,3%, frente al 4,5% de 2005, siendo así el tercer año consecutivo de expansión superior al 4%.

Durante el segundo semestre, la reactivación del crecimiento cobró un carácter más generalizado que en el primero. Con las únicas excepciones de México y Chile, cuyas tasas de crecimiento tendieron a moderarse, el resto de las economías registró una sensible aceleración, lo que contrasta con la suave tendencia a la desaceleración de la economía mundial. Por componentes, cabe resaltar una intensificación de las tendencias que ya se observaron en 2005: por un lado, un impulso adicional de la demanda interna, que en 2006 habría aportado más de 7,5 puntos porcentuales (pp) al crecimiento, y, por otro, un sensible aumento de la contribución negativa de la demanda externa, hasta -2,2 pp. A pesar de ello, el saldo de la balanza por cuenta corriente fue positivo (1,9% del PIB), gracias a que los términos de intercambio registraron un importante impulso adicional, superior incluso al registrado en los cuatro años anteriores, lo cual es notable.

Una diferencia clave respecto al primer semestre del año fue el comportamiento de la inversión, que se reactivó de forma relativamente generalizada en el segundo semestre, lo que permitió alcanzar ratios de inversión sobre PIB máximos de los últimos años y similares a los de finales de los noventa, como se observa en el gráfico 1. La recuperación de la inversión, si se consolida, puede resultar un elemento fundamental a la hora de prolongar y hacer más sostenible la actual fase de expansión de la economía. En este sentido, resulta interesante destacar el papel que ha tenido la mejora de la relación real de intercambio de los últimos años sobre el ahorro del sector público y de las empresas, a la hora de explicar alguna de las recuperaciones más significativas de la inversión en la región. En conjunto, el fortalecimiento reciente de la demanda interna consolida un ciclo económico «clásico» para las economías latinoamericanas, en el que, tras un primer impulso del sector exterior en los años 2002-2003, se ha producido una reactivación de la demanda interna. En una perspectiva más amplia, la mera existencia de un ciclo prolongado y con escasos desequilibrios en la mayoría de los países es un logro de gran importancia para una región tradicionalmente volátil. Además, la expansión continuada se produce con una inflación que se siguió moderando en el transcurso de 2006, sobre todo en la primera parte del ejercicio, hasta situarse en una tasa promedio anual del 5,2%, la menor registrada en el conjunto de América Latina desde que se mantienen registros fiables (véase gráfico 1). En este contexto, las políticas monetarias siguieron evoluciones divergentes en el segundo semestre, ya que en algunos países prosiguió el ciclo alcista de tipos oficiales, mientras que en otros continuó, o se reanudó, el ciclo de descenso.

Los mercados financieros mantuvieron un comportamiento netamente favorable durante todo el semestre, solo interrumpido en el último mes y medio por la aparición de nuevas turbulencias en los mercados internacionales. Quizá lo más destacable de la evolución financiera en América Latina haya sido precisamente su capacidad de desvinculación respecto a alguno de los determinantes tradicionales de sus primas de riesgo soberano, como, por ejemplo, las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos —que



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregación de las ocho mayores economías.

b. Permaneció por debajo del 18% desde 2000 hasta 2003 (18% en 1999); en promedio registró un 14,32%.

durante este semestre fueron muy cambiantes— o respecto a los tipos de interés a largo plazo del dólar. Pero también cabría resaltar el escaso impacto no solo de turbulencias externas, sino de algunos acontecimientos originados en la región, como la incertidumbre derivada de la posibilidad de restructuración de la deuda en Ecuador, o el inicio de un proceso de renacionalización de los sectores estratégicos en Venezuela. La favorable evolución se tradujo en un estrechamiento hasta mínimos de los diferenciales soberanos, una fuerte subida de las bolsas y una tendencia a la apreciación de los tipos de cambio (bastante generalizada pero de intensidad variable por países), hasta finales de febrero. La tendencia a la apreciación fue contrarrestada con relativo éxito, dando lugar a una importante acumulación de reservas por parte de algunos bancos centrales, lo que plantea en algunos países crecientes dilemas de política económica.

En el último mes, se produjo una fuerte corrección en los precios de los activos financieros con riesgo. No obstante, a posteriori, resulta notoria la resistencia mostrada por los mercados financieros emergentes, a pesar de la relativa intensidad del episodio, y de su carácter global, en un contexto de solidez de los fundamentos macroeconómicos. En este sentido, llama la atención, desde el punto de vista de la disciplina de mercado, el fuerte descenso en los diferenciales soberanos en Argentina, que ha podido financiarse en dólares tan solo cuatro años después del impago de su deuda (bien es cierto que las emisiones se han circunscrito al mercado interno, pagando un diferencial de menos de 200 puntos básicos (pb) respecto al activo sin riesgo).

En este contexto, las perspectivas siguen siendo favorables al mantenimiento de ritmos de crecimiento relativamente dinámicos en el conjunto de la región, incluso si la demanda externa continúa, como parece probable, intensificando su aportación negativa. Sin embargo, la paulatina desaceleración de la demanda mundial y la persistencia de ritmos de crecimiento muy elevados en algunos países en los últimos años pueden anticipar cierta moderación en el ritmo de crecimiento del área en el horizonte de los dos próximos años, a lo que se añade como factor de incertidumbre el reciente aumento de la volatilidad en los mercados financieros.

De hecho, desde una perspectiva de medio plazo cabe plantearse hasta qué punto tasas de crecimiento de la región como las actuales serían sostenibles si el entorno exterior fuese otro y, también, si no se habrá producido ya un viraje respecto a la tradicional dependencia del ciclo económico estadounidense a favor del de otras economías consumidoras de materias primas a gran escala, como China e India, que exponga a la región a otro tipo de vulnerabilidades. Además, la elevada exposición exterior a los precios de las materias primas, inherentemente volátiles, en un contexto de escaso avance de las exportaciones en volumen, puede volver a representar, como tantas otras veces en el pasado, un factor de vulnerabilidad para las cuentas públicas, el saldo exterior e, indirectamente, el crecimiento de algunas de estas economías en el futuro.

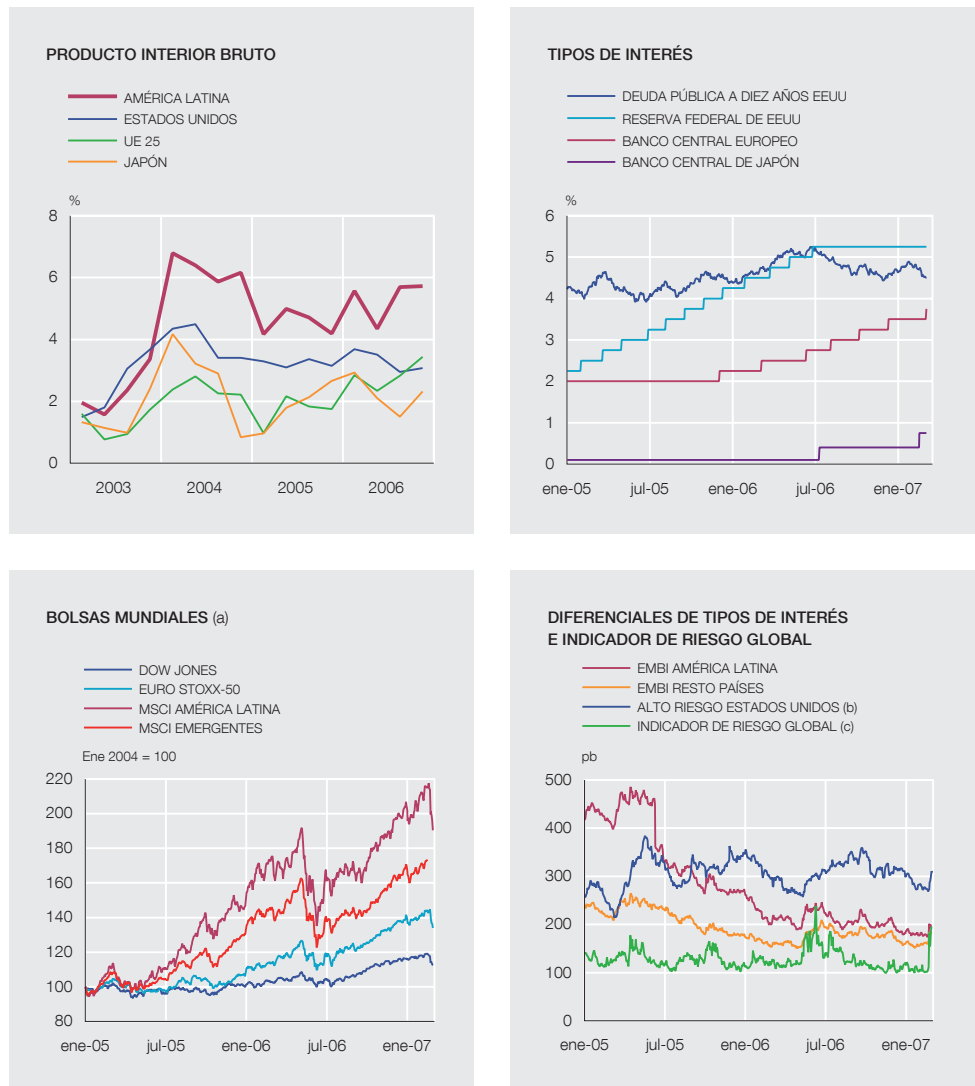
Evolución económica y financiera

ENTORNO EXTERIOR

El entorno económico internacional continuó sustentando una evolución netamente favorable en el conjunto de las economías emergentes y, en particular, en América Latina (véase gráfico 2). En Estados Unidos, una vez mitigados en los últimos meses los temores a una desaceleración significativa de la economía por efecto del ajuste del sector inmobiliario, la mayor parte de los indicadores tendió a constatar el mantenimiento de una notable robustez en el resto de los sectores. Ello contribuyó decisivamente a afianzar las expectativas sobre una moderación gradual y ordenada del crecimiento en 2007. La inflación, por su parte, tendió a reducirse, en gran medida, como consecuencia del fuerte descenso de los precios del petróleo. En Japón, la actividad repuntó en el cuarto trimestre, tras sufrir un bache en el tercero como consecuencia de la debilidad del consumo privado, mientras que en la economía del área del euro tendieron a afianzarse las muestras de dinamismo. Por su parte, en China se mantuvo el elevado ritmo de crecimiento de los últimos semestres, así como el riesgo de sobrecalentamiento de la economía, sin observarse indicios claros de enfriamiento a pesar de las medidas de política económica adoptadas en ese sentido en los últimos meses.

En este contexto, la Reserva Federal mantuvo sin cambios el tipo de interés oficial en el 5,25% desde junio. El Banco de Japón elevó su tipo de referencia en febrero, en 25 pb, hasta el 0,50%, mientras que el Banco Central Europeo subía también sus tipos de interés, en tres ocasiones desde octubre, situando estos en el 3,75% en marzo. Pese a la estabilidad de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, los tipos de interés a largo plazo oscilaron en un rango relativamente amplio para los estándares recientes, entre el 4,3% de diciembre y el 5% de febrero, condicionados, posiblemente, por una mayor dificultad en la formación de expectativas sobre crecimiento e inflación, en un momento de cambio de ciclo, y consiguientemente, por una mayor incertidumbre a la hora de anticipar la reacción de la política monetaria. Con todo, la pendiente de la curva de tipos de interés, medida como la diferencia entre el tipo de interés a diez años y el de tres meses, permaneció durante todo el período en zona negativa, lo cual sugiere que el mercado anticipa para la economía americana un escenario de moderación del crecimiento a medio plazo.

Entre finales de febrero y principios de marzo, se produjo un súbito cambio en las expectativas de los mercados, hacia una mayor aversión al riesgo, desencadenado principalmente por la brusca corrección de la bolsa china y un aumento de la incertidumbre en torno a la magnitud de la desaceleración en Estados Unidos, ligada al deterioro de ciertos segmentos del mercado hipotecario. El nerviosismo de los inversores afectó especialmente a los activos de mayor riesgo, con pérdidas generalizadas en las bolsas, un incremento acusado de la volatilidad implícita, e importantes ampliaciones de los diferenciales corporativos con peor calificación crediticia. Asimismo, se produjo una ampliación de los diferenciales de la deuda soberana y una depreciación de las principales divisas, mientras que resultaron beneficiados los activos tradicionalmente considerados como refugio, como los bonos del Tesoro de los países industrializados, y también el yen.



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

- a. Índices en dólares.
- b. Bono calificación B1.
- c. Volatilidad implícita en opciones del CBOE.

En los mercados de cambios, el tipo de cambio del dólar frente al euro se depreció en torno a un 3% respecto a los niveles de septiembre. Más interesante a la hora de interpretar algunas de las tendencias recientes en los mercados emergentes fue la tendencia a la depreciación del yen frente al dólar y el euro, que se intensificó en los últimos meses del año y el comienzo de 2007, acumulando una depreciación en torno al 5% frente al dólar desde septiembre. El bajo nivel de los tipos de interés en Japón y el mantenimiento de un entorno de baja volatilidad en los mercados financieros han podido influir en la proliferación de operaciones basadas en la financiación en yenes y la inversión en divisas de altos tipos de interés (los llamados «carry trades»), sobre todo en un contexto de generalizada apreciación de fundamentos favorables en las economías emergentes. En este contexto, la súbita apreciación del yen, de casi un 5% entre febrero y marzo, asociada a las turbulencias financieras, y la simultánea ampliación de los diferenciales soberanos emergentes son síntomas de la elevada interrelación entre mercados, y reflejan también el grado de sensibilidad de las valoraciones actuales ante eventuales aumentos de la volatilidad.

Las principales bolsas internacionales mostraron una fuerte tendencia al alza durante el conjunto del semestre, que en las emergentes resultó todavía más importante, coincidiendo con la publicación de buenos resultados empresariales (véase gráfico 2). El índice Dow Jones de Estados Unidos, las bolsas europeas y el Nikkei aumentaron en torno a un 15% de septiembre a febrero. Sin embargo, las turbulencias de febrero-marzo provocaron correcciones cercanas al 10%.

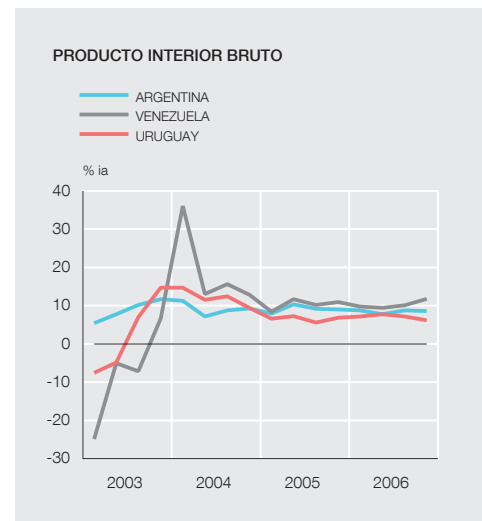
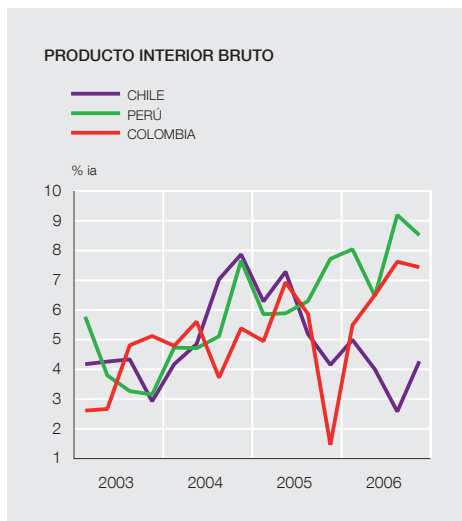
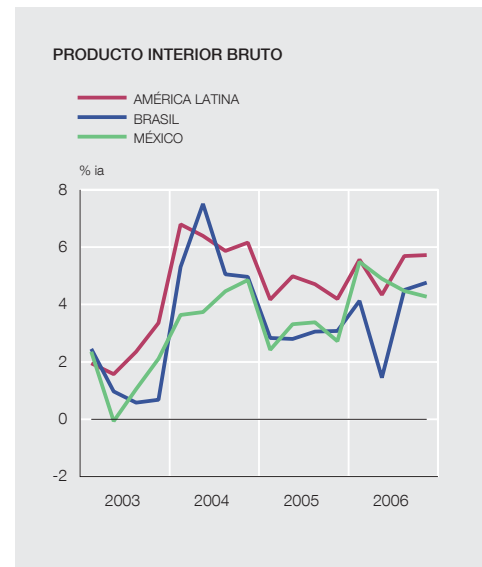
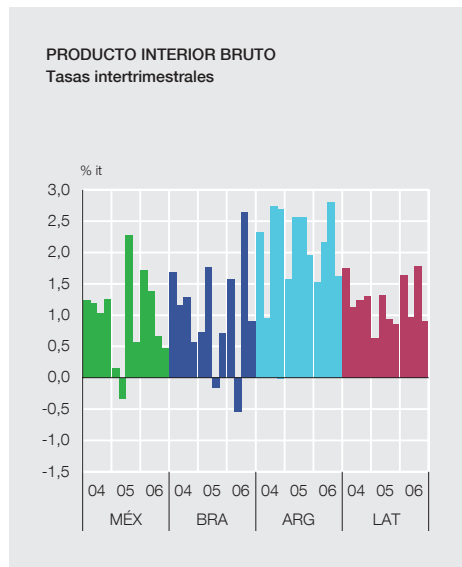
Un factor crucial para la evolución de los mercados financieros en este período fue el descenso del precio del petróleo, en torno a un 3%, que fue acompañado por el de algunas materias primas metálicas que habían registrado en los meses previos elevaciones de considerable magnitud. En el caso del petróleo, su precio llegó a alcanzar a mediados de enero niveles inferiores a los 52 dólares/barril, mínimos desde junio de 2005, para recuperarse a comienzos de febrero, hasta situarse de nuevo el barril por encima de los 60 dólares.

En este contexto, los mercados emergentes siguieron mostrando un comportamiento muy positivo, exhibiendo una notable resistencia ante ciertos episodios de turbulencia. Los índices MCSI de Asia y Europa del Este aumentaban en torno al 20% hasta febrero, y el de América Latina incluso más, a pesar de que posteriormente registraron una importante corrección. También los diferenciales soberanos mostraron un buen comportamiento, reduciéndose en todas las regiones hasta mínimos históricos. En Asia, el EMBI Global se estrechó en torno a 50 pb desde septiembre de 2006 a marzo de 2007, mientras que el de Europa del Este y el de América Latina lo hacían en menor medida, y el diferencial de los bonos de alto riesgo americanos tendía a comprimirse (véase gráfico 2). Con la corrección de los últimos días, los diferenciales soberanos han tendido a retornar hacia los niveles de septiembre, con la excepción de los de Asia, que se sitúan aún ligeramente por debajo.

ACTIVIDAD Y DEMANDA

La actividad económica latinoamericana registró una notable aceleración durante la segunda parte de 2006. En el conjunto del año, la tasa de crecimiento media anual se situó en torno al 5,3%, frente al 4,5% de 2005, en lo que supone el tercer año consecutivo de crecimiento superior al 4% (véanse gráfico 3 y cuadro 1). La actividad habría registrado una importante aceleración en términos interanuales en el segundo semestre, en parte como consecuencia del crecimiento de Brasil, pero también de Argentina y las principales economías andinas (Venezuela, Colombia y Perú). Así, la tasa interanual del cuarto trimestre alcanzó el 5,8%. En tasas intertrimestrales, el crecimiento fue también más robusto en Argentina y Brasil, pero no en Chile y México. En el agregado de la región, las tasas de crecimiento trimestrales fueron similares a las del primer semestre. En términos de aportación al crecimiento del agregado de la región en el conjunto de 2006, Brasil habría aportado 1,4 pp, seguido de México, con 1,3 pp, y de Argentina, con 1,1 pp.

La composición del crecimiento tendió a acentuar las tendencias observadas en el primer semestre, es decir, la consolidación de la demanda interna como motor de la expansión, con una aportación de 8,2 pp en el segundo semestre, y la acentuación de la contribución negativa de la demanda externa, rasgos ambos característicos de una fase del ciclo relativamente madura (véase gráfico 4). El consumo privado mantuvo en promedio tasas de crecimiento del 6%, similares a las del primer semestre (véase gráfico 5). Esta favorable evolución del consumo se enmarca en un contexto de mejora generalizada del empleo, cuyo crecimiento se situó ligeramente por encima del 4% en promedio del área en 2006, similar a 2005, y de una progresiva elevación de los salarios reales, cuyo crecimiento medio en 2006 fue del 5%. La tasa de paro se redujo en 4 décimas respecto a 2005, situándose en torno al 8,5% de la población activa. Aún así, dentro de esta evolución general favorable del mercado de trabajo, las diferencias entre distintos países fueron apreciables, con fuertes aumentos en las tasas de creci-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

miento del empleo en países como Argentina y México (donde se aceleró hasta el 7%, aunque con un fuerte componente de empleo temporal), y un crecimiento más moderado en Brasil y Venezuela. El aumento de los salarios reales continuó siendo especialmente importante en Argentina y en Venezuela, con tasas en torno al 8% y 20%, respectivamente. En Brasil y México, los salarios reales permanecieron estables, y en Chile aumentaron muy moderadamente. El aumento de los índices de confianza del consumidor y la fuerte expansión del crédito al sector privado, que mantuvo ritmos de crecimiento en torno al 20% en el conjunto del área, configuraron un entorno muy favorable para el mantenimiento de un robusto ritmo de crecimiento del consumo privado.

Sin embargo, el principal rasgo distintivo de la evolución económica en el semestre fue la consolidación de la inversión y, en particular, de la inversión en bienes de equipo, que hasta el primer semestre había mostrado un comportamiento volátil y divergente entre países. Las favorables expectativas de crecimiento en la región, la capacidad de ahorro generada por la persistente mejora de los términos de intercambio, y los bajos tipos de

	2003	2004	2005	2006	2005				2006			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
PIB (tasa interanual) (b)												
América Latina (a)	2,3	6,3	4,5	5,3	4,2	5,0	4,7	4,2	5,6	4,3	5,7	5,8
Argentina	8,8	9,0	9,2	8,5	8,0	10,4	9,2	9,0	8,8	7,7	8,7	8,6
Brasil	0,5	5,7	2,9	3,7	2,8	2,8	3,1	3,1	4,1	1,5	4,5	4,8
México	1,4	4,2	2,8	4,8	2,4	3,2	3,1	2,5	5,5	4,9	4,5	4,3
Chile	3,9	6,0	5,7	4,0	6,3	7,3	5,2	4,2	5,0	4,0	2,6	4,3
Colombia	4,0	4,9	4,7	6,8	5,0	6,9	5,9	1,5	5,5	6,5	7,6	6,8
Venezuela	-7,7	18,3	10,3	10,3	8,4	11,7	10,2	10,9	9,8	9,4	10,1	11,8
Perú	3,8	5,2	6,4	8,1	5,9	5,9	6,3	7,7	8,0	6,5	9,2	8,5
Uruguay	2,5	12,0	6,6	7,1	6,6	7,3	5,6	6,9	7,1	7,8	7,2	6,1
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	10,9	6,0	6,3	5,2	6,5	6,7	6,0	6,0	5,8	5,1	5,1	4,9
Argentina	14,9	4,4	9,6	10,9	8,2	8,8	9,8	11,7	11,6	11,4	10,6	10,1
Brasil	14,8	6,6	6,9	4,2	7,4	7,8	6,2	6,1	5,5	4,3	3,8	3,1
México	4,6	4,7	4,0	3,6	4,4	4,5	4,0	3,1	3,7	3,1	3,5	4,1
Chile	2,8	1,1	3,1	3,4	2,3	2,8	3,3	3,8	4,1	3,8	3,5	2,2
Colombia	7,1	5,9	5,1	4,3	5,2	5,0	4,9	5,1	4,2	4,0	4,6	4,3
Venezuela	31,4	21,7	16,0	13,7	17,0	16,3	15,4	15,2	12,6	11,2	14,6	16,1
Perú	2,3	3,7	1,6	2,0	2,2	1,8	1,2	1,3	2,4	2,3	1,8	1,5
Uruguay	19,4	9,2	4,7	6,4	5,6	4,5	3,9	4,8	6,4	6,4	6,6	6,2
SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB) (b)												
América Latina (a) (c)	-2,0	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
Argentina	0,4	2,6	1,8	1,8	2,6	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7
Brasil	-3,6	-2,5	-3,1	-3,2	-2,6	-2,8	-2,9	-3,3	-3,9	-3,4	-3,5	-3,4
México	-0,7	-0,3	-0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,0	-0,1	0,1	0,4	0,3	0,1
Chile	-1,4	2,4	4,7	8,0	3,2	4,0	4,4	4,7	6,3	6,6	7,9	8,0
Colombia (c)	-2,6	-0,6	-0,5	-0,9	-0,6	-0,7	-1,7	-0,5	-0,1	0,3
Venezuela (c)	-4,3	-2,7	2,6	-3,6	-0,1	3,2	5,2	2,0	0,3	-3,0	-1,6	...
Perú	-1,8	-1,3	-0,7	1,3	-2,2	-2,5	-2,6	-2,8	-2,8	-3,0	-3,1	-3,0
Uruguay	-4,6	-0,9	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8	-1,0	-0,5	-0,2	-0,8	-0,7	-0,8
DEUDA PÚBLICA (% PIB) (b)												
América Latina (a) (c)	54,4	49,6	42,1	41,1	50,6	42,4	42,7	42,1	42,5	40,3	40,7	41,1
Argentina	141,0	125,7	70,7	...	121,6	66,2	66,6	66,8	69,0	59,1	59,9	...
Brasil	57,2	51,7	51,5	50,0	51,3	51,4	51,5	51,5	51,6	50,4	49,8	50,0
México	24,7	23,0	22,4	23,3	22,7	21,6	22,6	20,8	21,7	21,3	23,9	22,7
Chile	13,3	10,7	7,2	5,3	9,8	8,5	7,6	6,8	6,2	5,5	5,4	5,2
Colombia	50,9	46,4	46,5	...	49,7	45,2	42,4	42,7	49,0	46,4	41,3	...
Venezuela	56,9	53,3	48,2	...	47,1	48,7	50,1	48,2	36,1	38,2	43,1	...
Perú	47,7	44,3	37,7	32,7	42,0	35,0	38,0	36,9	36,0	30,4	31,2	30,4
Uruguay	108,3	100,7	83,8	...	78,9	81,2	82,5	83,8	73,6	75,4	76,1	...
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)												
América Latina (a) (c)	0,8	1,4	1,8	1,9	1,4	1,4	1,5	1,8	1,9	1,9	1,9	...
Argentina	6,1	2,3	3,1	3,8	2,0	1,6	2,4	3,1	3,5	3,7	3,4	3,8
Brasil	0,8	1,7	1,6	1,3	2,0	1,8	1,8	1,8	1,5	1,2	1,3	1,3
México	-1,5	-1,0	-0,6	-0,2	-1,1	-1,1	-0,9	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Chile	-1,5	2,2	1,1	3,6	1,9	1,5	0,9	1,1	1,7	2,8	3,9	3,6
Colombia (c)	-1,7	-0,9	-1,5	-1,7	-0,7	-0,7	-1,4	-1,5	-1,6	-1,9	-1,7	...
Venezuela	13,4	15,3	22,3	19,5	15,5	17,5	20,7	22,3	23,6	24,2	22,5	19,5
Perú	-1,7	0,0	1,4	2,6	0,3	0,7	0,9	1,4	0,9	1,2	2,2	2,6
Uruguay (c)	0,5	0,3	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,3	-1,1	...
DEUDA EXTERNA (% PIB) (b)												
América Latina (a) (c)	46,7	39,9	27,5	24,2	40,3	31,6	29,9	27,5	26,0	23,6	23,6	24,2
Argentina	119,8	112,5	62,5	51,4	107,5	61,9	61,4	59,1	56,0	48,3	49,8	47,8
Brasil	40,1	28,9	19,2	...	32,0	28,1	24,8	21,3	18,9	16,5	15,8	...
México	22,1	20,4	16,8	...	19,8	17,6	17,2	15,4	15,3	15,6	16,0	...
Chile	54,8	45,9	37,8	32,9	40,8	38,6	37,2	33,5	32,8	31,5	33,1	32,2
Colombia	44,9	40,2	31,3	...	36,2	31,2	28,8	28,3	30,6	29,4	28,1	...
Venezuela	48,3	43,1	39,8	31,7	35,8	38,9	38,6	39,3	31,3	28,9	29,2	29,6
Perú	48,3	44,8	36,1	30,4	42,6	35,4	36,4	35,3	34,4	28,9	29,3	28,3
Uruguay	98,0	87,6	68,6	...	67,1	67,4	67,3	68,6	59,0	59,7	59,5	...

FUENTE: Estadísticas nacionales.

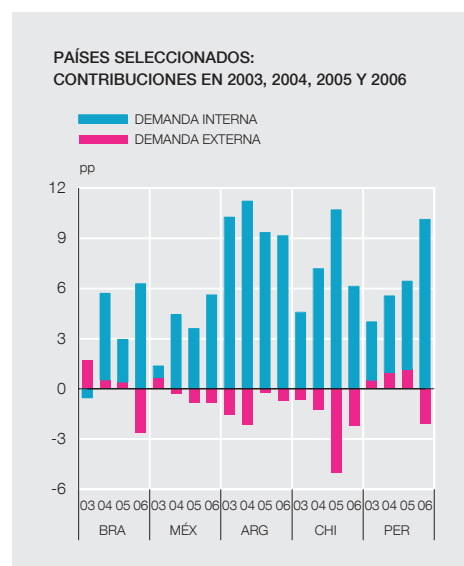
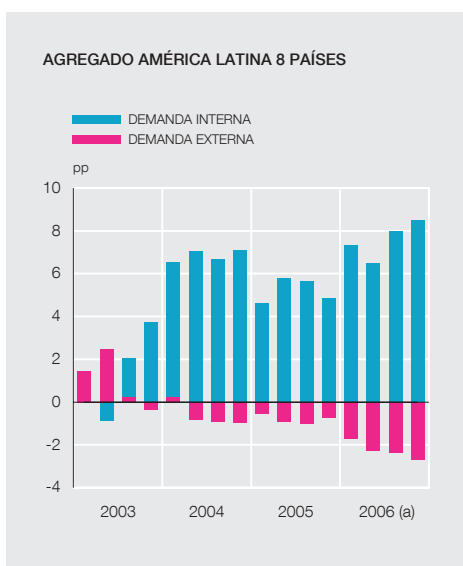
a. Agregado de los ocho países representados.

b. Los datos de PIB de Chile y Brasil han sido revisados de acuerdo con el cambio de metodología que ha tenido lugar en de marzo de 2007 en ambos países. Los ratios de saldo presupuestario, deuda pública y deuda externa no incorporan aún la revisión de las series del PIB.

c. 2006 estimado.

APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB
Puntos porcentuales

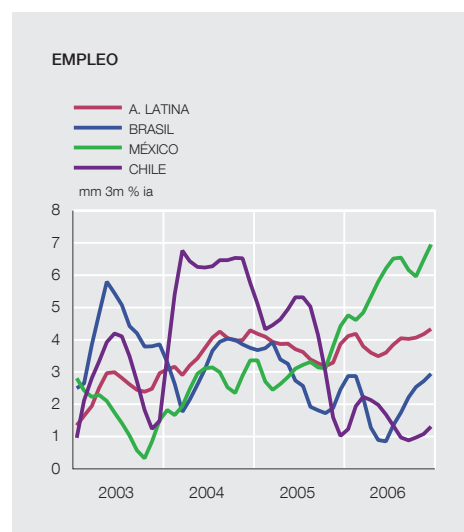
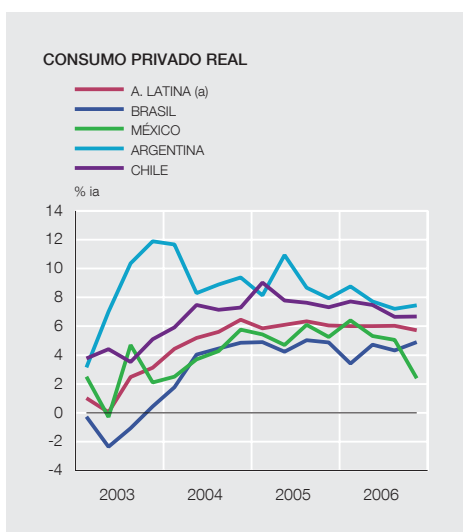
GRÁFICO 4



FUENTES: Estadísticas Nacionales.

CONSUMO PRIVADO Y MERCADO LABORAL
Tasas interanuales y su media móvil de 3 meses

GRÁFICO 5



FUENTE: Estadísticas Nacionales.

a. Cuarto trimestre 2006 estimado.

interés reales —con la excepción notable de Brasil (véase recuadro 1)— han terminado impulsando la inversión hasta niveles superiores en porcentaje del PIB a los previos a la crisis de finales de los noventa. De este modo, pese a lo avanzado del ciclo, la inversión ha mantenido tasas interanuales relativamente elevadas, superiores al 10%, y a las de 2005 en el conjunto de la región (véanse gráficos 6 y 1). Cabe destacar, además, su carácter generalizado, con la excepción de Chile, donde la inversión tendió a comportarse débilmente a lo largo de todo el segundo semestre, en un contexto de desaceleración de la economía. La evolución de la inversión, de consolidarse, sería particularmente benefi-

Pese al favorable entorno exterior, la significativa reducción de la vulnerabilidad financiera y una manifiesta disciplina macroeconómica, Brasil ha experimentado en 2006 un crecimiento del 3,7%, inferior tanto al del resto de economías de América Latina (excluido Brasil, el crecimiento habría superado el 6%), como al del resto de economías emergentes (la media en el Sureste asiático ha sido en torno al 9%). En este contexto, cobra especial interés el análisis de las posibles limitaciones estructurales al crecimiento de la economía brasileña, entre las que tradicionalmente ha destacado el elevado coste de la financiación, que limita fuertemente la acumulación de capital y la actividad. En este recuadro, se analizan las posibles razones de este elevado coste y se revisan algunas de las medidas recientes que podrían contribuir a consolidar la reducción observada en los últimos años.

La variable que se utiliza para medir el coste de financiación es el tipo de interés del crédito concedido a precios de mercado. El crédito sigue constituyendo la principal fuente de financiación, y, si bien en los últimos años el coste de financiación en los mercados financieros se ha reducido considerablemente, su coste se mantiene muy elevado. En efecto, pese a que parte del segmento de empresas de mayor tamaño ha podido financiarse en los mercados financieros internos y externos a tipos de interés cada vez más reducidos, y pese a que parte del crédito bancario en Brasil está dirigido y subvencionado (véase gráfico 1) por debajo de esos precios, el coste del crédito de mercado constituye la referencia fundamental para aproximar los costes de financiación de la economía, también en Brasil.

El tipo de interés del crédito depende, desde un punto de vista teórico, tanto del tipo de interés de referencia del Banco Central como del margen de intermediación financiera (medido como diferencia entre los tipos de los depósitos y del préstamo).

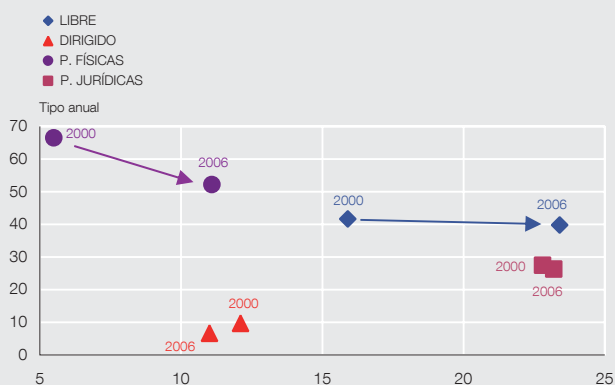
Los niveles tradicionalmente elevados del tipo de interés de intervención y su repercusión directa sobre los tipos de interés a corto plazo constituyen uno de los factores fundamentales que explican el alto

coste de los recursos financieros¹. En efecto, pese a que el descenso acumulado en el actual ciclo bajista —700 pb— ha situado el tipo de interés de intervención en los niveles mínimos de los últimos diez años, estos continúan siendo elevados para estándares internacionales. Las perspectivas de descensos adicionales están condicionadas por la consolidación de las expectativas de inflación en torno a los objetivos del banco central (este año, 4,5%, con un intervalo de tolerancia de $\pm 2\%$) y la reducción adicional de primas de riesgo en los mercados financieros internacionales.

Sin embargo, como pone de relieve el gráfico 2, el margen de intermediación tiene una importancia sobre el tipo de interés del crédito mayor que la del nivel del tipo de interés de intervención, por lo que sus determinantes han sido amplia y sistemáticamente analizados². El elevado riesgo de crédito ha sido identificado como el factor clave para explicar el amplio margen de intermediación. A su vez, una serie de características institucionales han acentuado este riesgo de crédito, en particular los sistemas de información crediticia, y los sistemas legal y judicial. En este sentido, se considera que las deficiencias del sistema de censo de morosos en Brasil, dado que este no proporciona información acerca del historial crediticio del potencial prestatario y, por lo tanto, de su riesgo, podrían haber contribuido a generar elevadas primas de riesgo, circunstancia que podría haber ocasionado problemas de selección adversa, al reducir la calidad implícita de los concurrentes al crédito. Junto con estos problemas, la lentitud del sistema judicial y su sesgo pro-deudor habrían tendido a perjudicar al acreedor, al reducir la probabilidad de recuperar el valor completo de las deudas. Todas estas circunstancias habrían contribuido a relajar

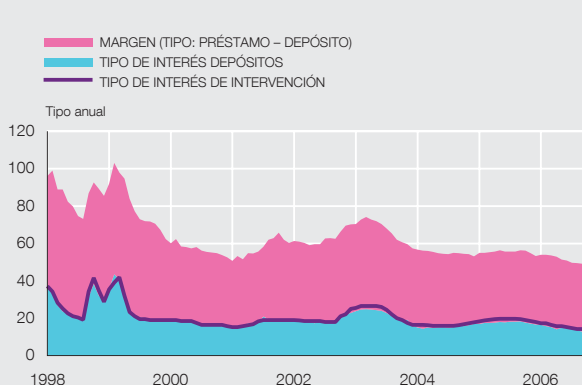
1. En Brasil hay un reparto asimétrico del margen de intermediación, dado que repercute de manera casi exclusiva sobre los prestatarios, lo cual puede deberse bien al origen asimétrico del mismo (por ejemplo, riesgo de crédito del prestatario), bien a la ausencia de oportunidades de financiación alternativas para los prestatarios, o bien a la existencia de oportunidades de inversión alternativas a los depósitos (tal vez derivados de los elevados tipos de interés de la deuda pública). 2. El informe anual que elabora el Banco Central de Brasil desde 1999, *Economía Bancaria e Crédito*, contiene información detallada al respecto.

1 VOLUMEN DE CRÉDITO Y TIPOS DE INTERÉS



FUENTE: Banco Central de Brasil.

2 MARGEN DE INTERMEDIACIÓN BANCARIO



el comportamiento del deudor tras la firma del contrato (riesgo moral), ampliando las primas de riesgo. Esta suma de deficiencias habría favorecido, además, que se generara un mercado cautivo para el banco entre sus clientes, relajando las presiones competitivas y repercutiendo también en mayores márgenes de intermediación.

Otros elementos relevantes para explicar la amplitud de los márgenes de intermediación son la existencia de elevados coeficientes de caja, los impuestos distorsionantes sobre la actividad financiera, la exigencia de asignar un cierto volumen de recursos de crédito a algunos sectores a precios inferiores a los de mercado, y los elevados costes administrativos, reflejo de cierta ineficiencia en el sistema bancario.

Desde 1999, el Banco Central de Brasil ha emprendido diversas medidas de reforma orientadas a reducir el riesgo de crédito. Entre ellas, destaca la mejora en la Central de Información de Morosos, la difusión de dicha información, o la creación de nuevos instrumentos financieros, como el préstamo-nómina (que emplea como colateral el salario futuro del prestatario). La difusión del historial crediticio entre entidades bancarias se está estimulando principalmente con el objeto de aumentar la competencia, de manera que se reduzca el poder de mercado sobre los deudores solventes, reduciendo las primas asociadas a la selección adversa. Por otra parte, en 2003 se aprobó una nueva Ley de Quiebras, cuyo contenido mejora ostensiblemente la posición del acreedor ante la quiebra de una empresa. Además, se han realizado esfuerzos por difundir una cultura judicial menos perjudicial para el acreedor, y se han llevado cabo diversas mejoras legales para agilizar los trámites de las querrelas. La mejora en el resto de las dimensiones (sistema impositivo, coeficientes de caja) ha sido li-

mitada, y está condicionada por las necesidades de política monetaria y fiscal, o por la política de dirección del crédito en segmentos estratégicos.

Pese a estas medidas y el tiempo transcurrido, tanto el coste de la intermediación financiera como el margen de intermediación continúan siendo elevados, como ilustra el gráfico 2, y constituyen una de las principales limitaciones al crecimiento económico. Sin embargo, el crédito se ha expandido fuertemente en los últimos años (23,6% y 27% en 2006 y 2005, respectivamente), y determinados elementos invitan a un cierto optimismo. En efecto, parte de la aparente ineficacia de las medidas adoptadas hasta la fecha puede atribuirse al hecho de que en el período 1999-2004 los frecuentes episodios de volatilidad macroeconómica hayan podido sobreponerse a los efectos beneficiosos derivados de dichas reformas. Por otra parte, parece plausible que determinadas medidas —particularmente los cambios en el sistema judicial, la introducción de nuevos instrumentos o mejoras de información— puedan tener efectos diferidos, más perceptibles a medio plazo. Asimismo, la consecución de una mayor estabilidad macroeconómica, la paulatina reducción del nivel de la deuda pública y la mejora en su composición estarían permitiendo un mayor margen para la reducción del tipo de interés de intervención. En definitiva, pese a algunas incertidumbres, tanto los avances en la estabilización macroeconómica como la implementación de reformas que podrían ser clave a la hora de reducir el riesgo de crédito permitirían pensar que se abre una oportunidad para despejar el obstáculo que los extraordinariamente elevados costes de financiación suponen para la expansión del crédito y el crecimiento económico a largo plazo en Brasil.

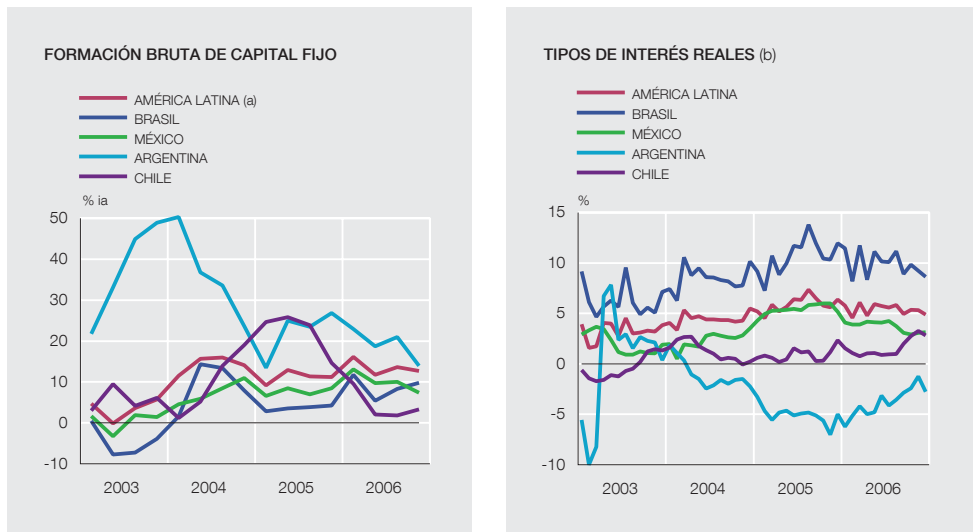
cosa, en la medida en que favorecería una prolongación de la fase de expansión más allá de los cinco años ya transcurridos.

En conjunto, el fortalecimiento reciente de la demanda interna consolida un ciclo económico «clásico» para las economías latinoamericanas, en el que, tras un primer impulso del sector exterior en los años 2002-2003, se ha producido una reactivación de la demanda interna, caracterizada además por una composición relativamente equilibrada de sus principales componentes. En este sentido, los indicadores de mayor frecuencia recientemente publicados apuntarían en la dirección de una continuidad del impulso expansivo, como se observa en el gráfico 7. La producción industrial ha tendido a estabilizarse en los últimos meses en tasas de crecimiento en el entorno del 5% y los principales indicadores de demanda disponibles, como las ventas al por menor y los índices de confianza, apuntarían en esa dirección.

La demanda externa acentuó su contribución negativa al crecimiento en el agregado del área, desde el -2% del primer semestre hasta un -2,5% (véase gráfico 4). Durante 2006, no solo continuó la moderación de las tasas de crecimiento de las exportaciones en volumen en la mayor parte de los países (véase gráfico 8), sino que las importaciones observaron un mayor dinamismo. Dicha evolución es reflejo, por un lado, del importante fortalecimiento de la de-

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y TIPO DE INTERÉS REAL
Tasa interanual y tanto por ciento anual

GRÁFICO 6



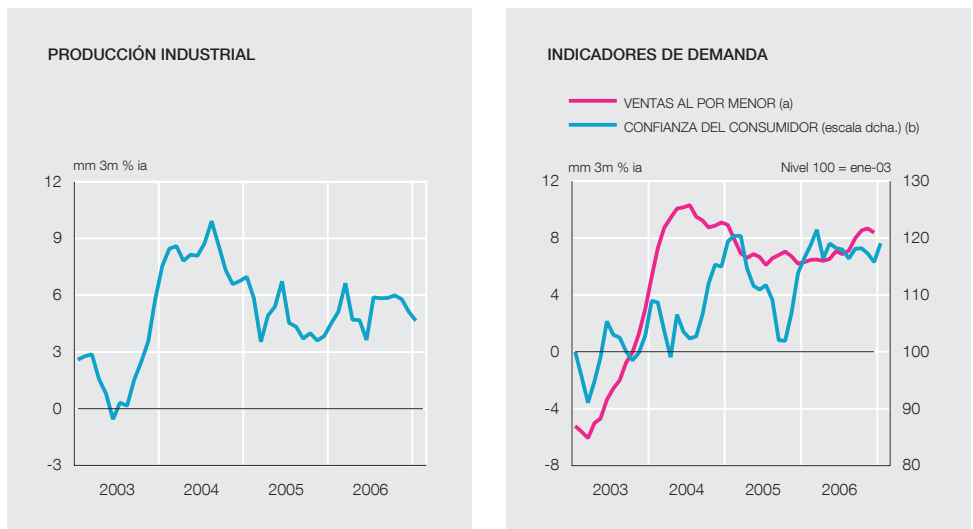
FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

- a. Ocho mayores economías. Cuarto trimestre 2006 estimado.
b. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

DEMANDA Y OFERTA

GRÁFICO 7

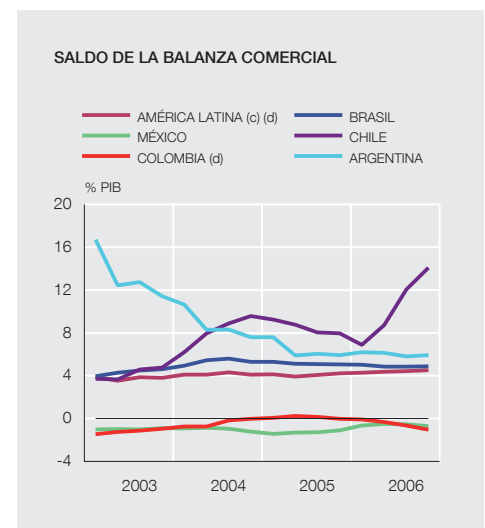
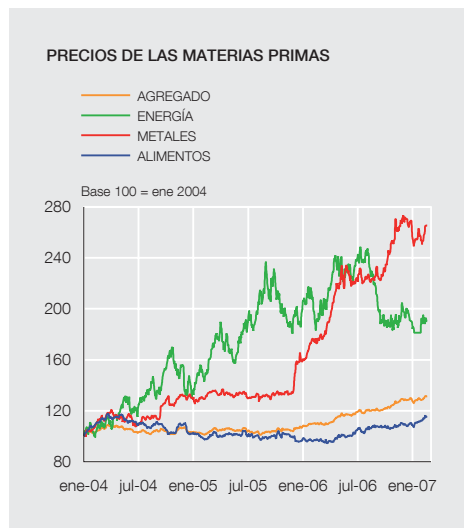
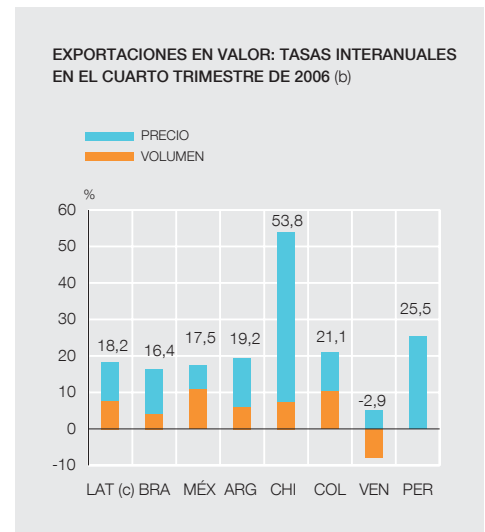
Media móvil 3 meses de la tasa de variación interanual y niveles



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Ocho mayores economías, sin Perú ni Uruguay.
b. Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.

manda interna, pero además, en algunos países, esta tendencia se ha podido ver intensificada por la apreciación de los tipos de cambio. En contraposición, la evolución de los términos de intercambio de la región fue especialmente favorable en 2006, año en el que se produjo un aumento medio del 8%, muy superior al 3,5% de 2005 o el 4,6% de 2004, que ya constituyeron *shocks* positivos de magnitud importante. Esta intensa mejora se debe a la elevación del precio de las materias primas metálicas (100%) y, en menor medida, de los alimentos (20%) (véase gráfico 8). La evolución de los términos de intercambio permitió una ampliación adicional del saldo de la balanza comercial hasta el 4,4% del PIB, por encima del 4% medio de los

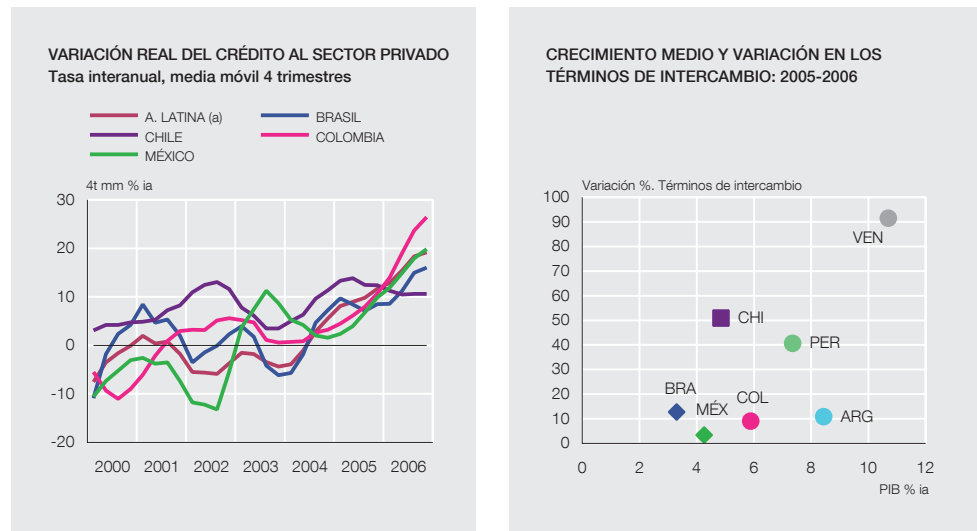


FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Datos de aduanas en dólares.
 b. Datos de Contabilidad Nacional en moneda local. Argentina, México, Chile y Colombia: III TR 2006.
 c. Agregación de las nueve mayores economías.
 d. Cuarto trimestre 2006 estimado.

dos últimos años, a pesar del estado relativamente avanzado del ciclo. Por países, como se observa en el gráfico 9, los más beneficiados por la evolución del precio de las materias primas fueron Chile, Perú y Venezuela, cuyos superávits comerciales se situaron en niveles récord, entre el 10% y el 22% del PIB.

La balanza por cuenta corriente continuó aumentando su saldo positivo, hasta un porcentaje cercano al 2% del PIB, como consecuencia de los buenos datos de comercio. Por países, Argentina y Brasil mantuvieron elevados saldos por cuenta corriente en 2006, similares a los de 2005, mientras México conseguía prácticamente eliminar su déficit por cuenta corriente en el año, aunque durante el segundo semestre experimentó un marcado deterioro. En Chile, Perú y también Venezuela, destaca la fuerte ampliación de la brecha entre los superávits por cuenta corriente y los superávits comerciales, que se explica por el comportamiento fuertemente negativo de las balanzas de rentas. Los ingresos por remesas alcanzaron dimensiones



FUENTES: Estadísticas Nacionales e IFS.

a. Media ponderada por PPC de las siete mayores economías latinoamericanas.

muy significativas en determinados países (2,8% del PIB en México, 3,1% en Colombia o 2% en Perú). Finalmente, Colombia y Uruguay fueron los únicos países en que el saldo por cuenta corriente fue deficitario.

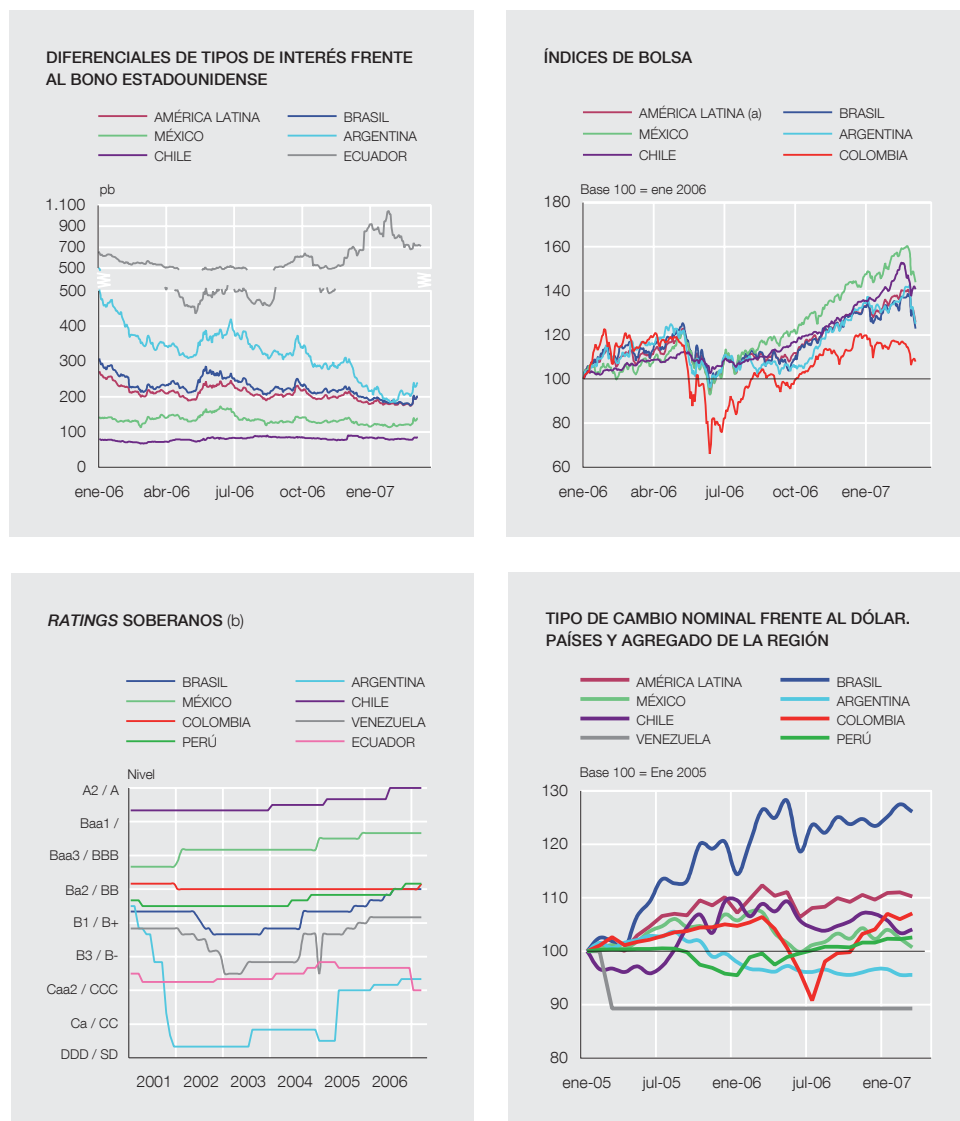
MERCADOS FINANCIEROS
Y FINANCIACIÓN EXTERIOR

Los mercados financieros en América Latina registraron un comportamiento netamente favorable durante todo el semestre, solo interrumpido a finales de febrero por las turbulencias en los mercados internacionales, originadas en Asia y Estados Unidos, que provocaron, como en el episodio de abril-mayo de 2006, un súbito aumento de la volatilidad y notables caídas en los precios de los activos financieros (véase gráfico 10). Con esta última salvedad, el buen comportamiento continuó sustentado en la solidez de los fundamentos, la reducción de las vulnerabilidades y la percepción de amplia liquidez global, en un contexto de expectativas generalizadas de aterrizaje suave de la economía estadounidense.

Las bolsas subieron de forma generalizada (véase gráfico 10). El índice regional MSCI subió entre septiembre y febrero más de un 25%, si bien el episodio de inestabilidad de febrero se saldó con pérdidas superiores al 8%. Por países, las mayores ganancias bursátiles se produjeron en Chile, México y Venezuela, que alcanzaron máximos a mediados de febrero entre un 30% y un 50% por encima de sus niveles de septiembre. El diferencial soberano de la región, medido por el índice EMBI, siguió una tendencia decreciente en un contexto de volatilidad muy baja (incluso inferior a la del bono del tesoro americano; véase gráfico 11), solo interrumpida por la mencionada turbulencia del final del período. Así, se alcanzó un mínimo histórico para el diferencial soberano en torno a los 170 pb, desde los 225 pb de septiembre o los 280 pb de comienzos de 2006. La consecución de estos mínimos ha podido verse influida, adicionalmente, por cierto desequilibrio entre oferta y demanda de estos activos, al profundizar los países en la estrategia de recomposición de deuda externa por deuda interna, y reducirse sustancialmente los volúmenes de deuda soberana emitida en dólares. El estrechamiento fue generalizado en todos los países de la región (véase gráfico 10), con la excepción de Ecuador, que prácticamente duplicó sus niveles de septiembre, alcanzando el diferencial cotas superiores a los 1.000 pb a principios de año, si bien se redujo posteriormente hacia el entorno de los 700 pb como consecuencia de la percepción de un aumento del riesgo de restructuración de

**DIFERENCIALES SOBERANOS, BOLSAS, RATING Y TIPO DE CAMBIO
NOMINAL FRENTE AL DÓLAR**
Puntos básicos e índices

GRÁFICO 10

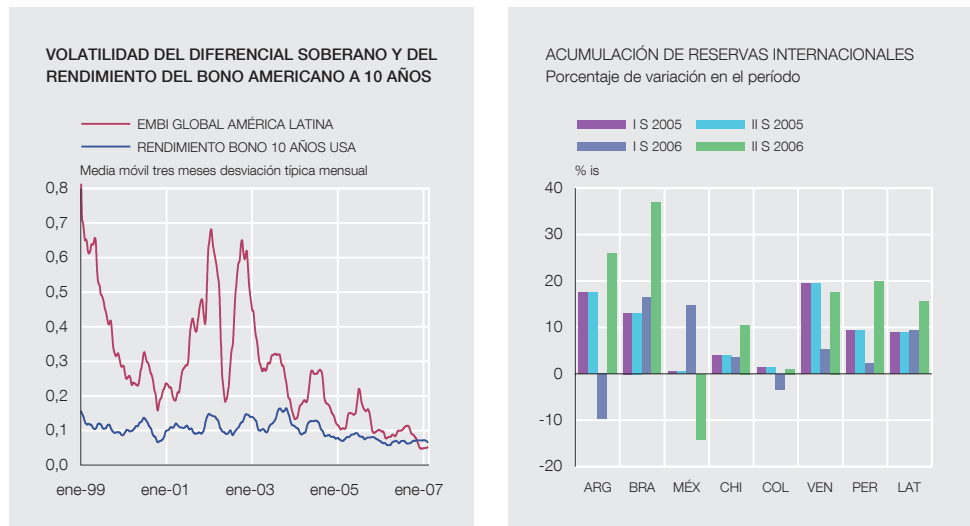


FUENTES: J. P. Morgan, Bloomberg, Moody's, Standard and Poor's y Fitch.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

b. Media simple de las calificaciones de Moody's, Standard and Poor's y Fitch IBCA.

la deuda externa. Este aumento del riesgo propició recortes en la calificación soberana de Ecuador por parte de las tres principales agencias. En sentido opuesto, resultó especialmente acusado el descenso del diferencial soberano argentino (de 300 pb en septiembre a 185 pb), que mostró la mayor reducción de todos los países emergentes e incluso llegó a cotizar a niveles por debajo del diferencial brasileño a finales de enero, apenas cinco años después de suspender el pago de su deuda. El diferencial brasileño se redujo también, alrededor de 35 pb, hasta el entorno de los 180 pb, viéndose favorecido a comienzos de año por la generalización de expectativas de aumento de su calificación crediticia. Sin embargo, con las turbulencias de febrero-marzo, el diferencial volvió a repuntar hacia los 200 pb, si bien Argentina y Ecuador fueron los países más afectados en este episodio. Argentina, Uruguay y más recientemente Colombia registraron subidas en sus calificaciones crediticias (véase gráfico 10), mientras que Brasil y Perú recibieron mejoras en las «perspectivas» sobre su calificación en los últimos seis meses.

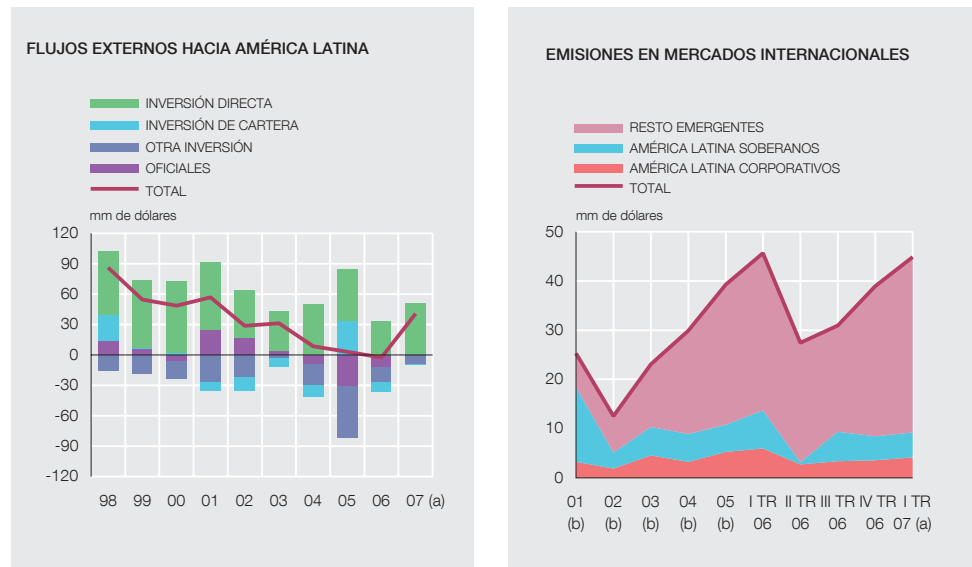


FUENTES: JPMorgan y Datastream.

En los mercados cambiarios, el peso colombiano y el real brasileño fueron las divisas que registraron una mayor apreciación en el período, un 6% y un 3% frente al dólar, respectivamente, a pesar de la intervención de los bancos centrales (véase gráfico 12). El bolívar venezolano se depreció en torno a un 40% en el mercado paralelo, especialmente a partir de enero, con el anuncio de posibles nacionalizaciones, mientras que el peso argentino y el mexicano se mantuvieron relativamente estables en los últimos seis meses. Hay que subrayar que, en el primer caso, la acumulación de reservas por parte de las autoridades monetarias es clave para explicar dicha estabilidad (véase gráfico 11). Sin embargo, las turbulencias de las últimas semanas han hecho que las divisas que habían tendido a apreciarse frente al dólar corrigieran dicha apreciación, retornando hacia los niveles de septiembre.

La evolución de los flujos de capital en 2006 habría mostrado un saldo de flujos netos totales prácticamente equilibrado, como se observa en el gráfico 12. Así, los flujos privados totales netos se habrían situado en torno a los 10 mm de dólares (una fracción muy pequeña de los flujos privados a las economías emergentes, inferior a un 5%, cuando hace una década era más del 50%), entrada de capital que habría sido compensada por el descenso de los flujos oficiales. La evidencia disponible indica que, durante un año más, la inversión directa fue la principal fuente de financiación de flujos, en el entorno de los 30 mm de dólares, mientras que el resto de los componentes fueron negativos. Esta evolución refleja en parte el desarrollo de los mercados financieros locales y la reducción de la dependencia de la financiación exterior. Brasil fue durante 2006 un emisor neto de inversión extranjera directa por primera vez en su historia, un aspecto sin duda destacable y que, junto con la acumulación de reservas, ilustra la tendencia reciente de algunas economías emergentes a ser acreedores netos frente al resto del mundo. Finalmente, las emisiones corporativas en mercados internacionales mantuvieron su dinamismo, ascendiendo a casi 7 mm de dólares en el segundo semestre de 2006, una cifra cercana al volumen total de emisiones soberanas, que siguieron siendo relativamente reducidas respecto al pasado y respecto a otras áreas geográficas, hasta el punto de que ni Chile ni México (ni Argentina, por motivos diferentes) realizaron emisiones en los mercados internacionales.

Por su parte, el crédito bancario al sector privado continuó acelerándose en el transcurso del semestre, situándose la tasa de crecimiento interanual por encima del 20% para el



FUENTES: JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

a. 2007: Estimación.
b. Media trimestral.

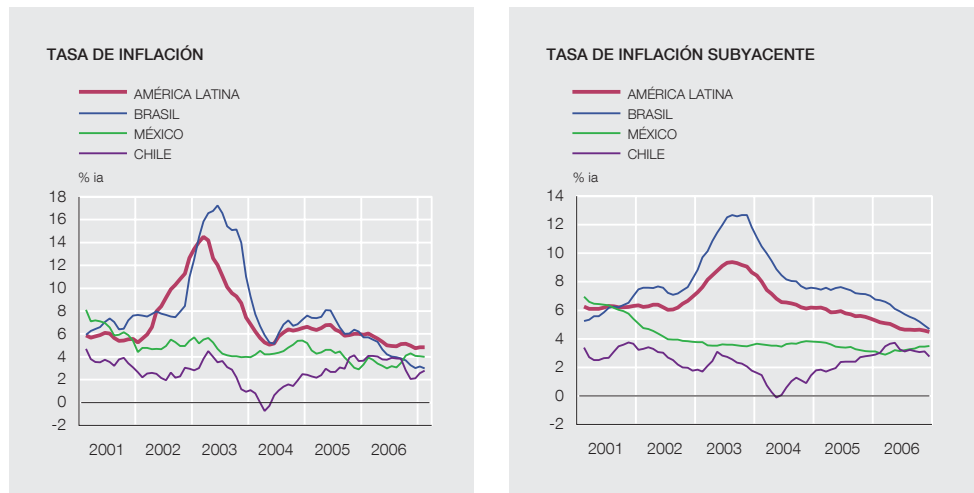
agregado del área (véase gráfico 9), aunque con notables diferencias entre países. Este crecimiento sostenido está permitiendo incrementar la ratio de crédito respecto al PIB, que, no obstante, sigue siendo muy reducida en relación con el nivel de renta per cápita del área. Aunque la mejora de los fundamentos económicos y la reducción de las vulnerabilidades justifican la aceleración del crédito observada, la experiencia histórica llama a la cautela y aconseja observar este fenómeno con cautela, pues en el pasado episodios de crecimiento descontrolado del crédito anticiparon, en muchos casos, crisis financieras y bancarias posteriores¹.

PRECIOS Y POLÍTICAS
MACROECONÓMICAS

En el conjunto del año, la inflación se moderó significativamente en el agregado del área, hasta situarse en una tasa promedio anual del 5,2%, frente al 6,2% de 2005 (véase gráfico 13). No obstante, la mayor parte de esta contención en el crecimiento de los precios tuvo lugar durante el primer semestre, ya que en el segundo lo más destacado fue la tendencia a la estabilización de las tasas de inflación, bien es cierto que en niveles muy moderados para los estándares de la región. Así, el crecimiento de los precios pasó del 5,1% interanual en septiembre al 4,8% en enero de 2007, tras alcanzar en noviembre un mínimo del 4,7%. En paralelo, la inflación subyacente siguió moderándose, hasta el 4,6% interanual en enero, desde el 5,8% promedio de 2005. En términos generales, al buen comportamiento de la inflación en el segundo semestre del año contribuyeron decisivamente la relativa fortaleza de los tipos de cambio, una gestión macroeconómica prudente y la moderación de los precios del petróleo, en un contexto caracterizado por la ausencia de perturbaciones negativas.

Por países, en Brasil se redujo la tasa interanual de crecimiento de los precios hasta el 3%, medio punto desde septiembre, en paralelo a una importante contención de la inflación subyacente. Estas tasas de crecimiento permitieron un cumplimiento holgado de los objetivos establecidos por el Banco Central de Brasil (véase la tabla del gráfico 13). En términos gene-

1. Para un análisis detallado, véase J. C. Berganza y E. Alberola, «La recuperación del crédito bancario en América Latina», *Boletín Económico*, febrero 2007, Banco de España.

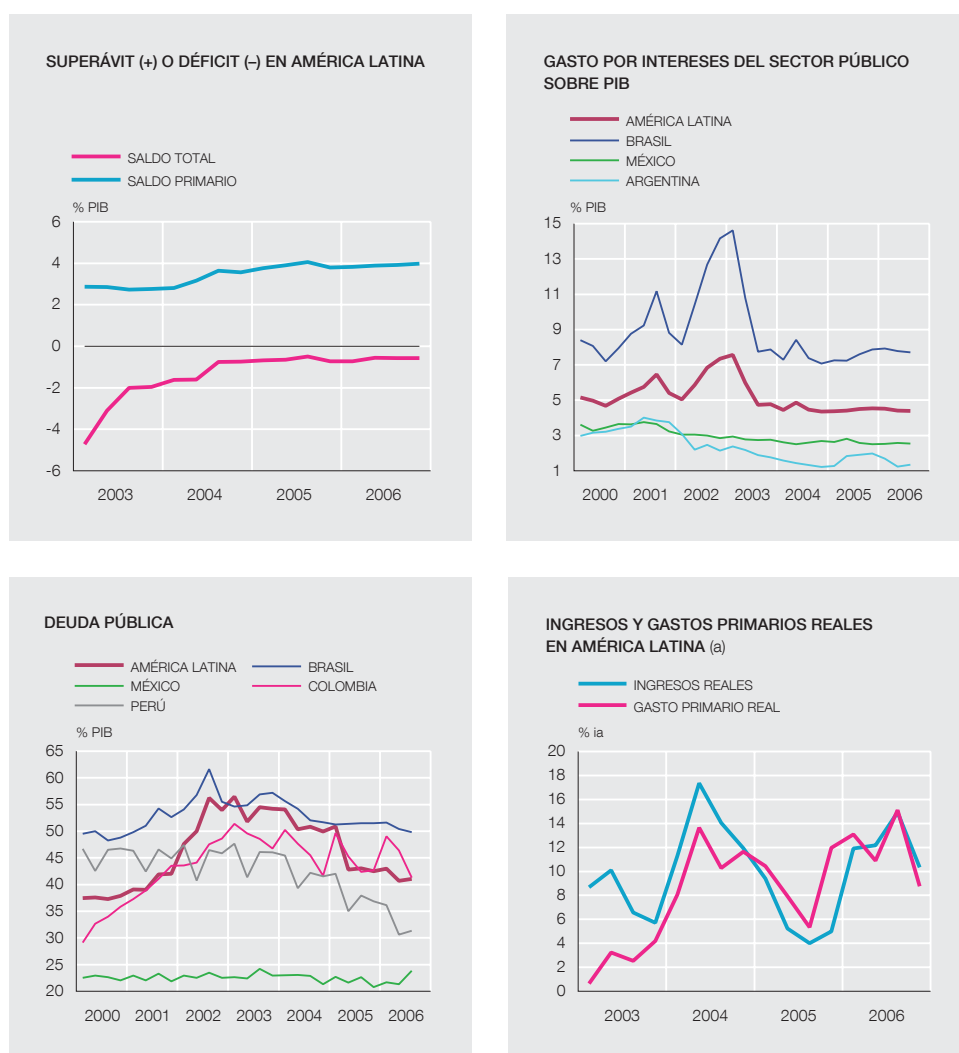


País	2005		2006		2007
	Cumplimiento	Objetivo	Cumplimiento	Dato diciembre	Objetivo
Brasil	Sí	4,5 ± 2,5	Sí	3,1%	4,5 ± 2,5
México	Sí	3 ± 1	No	4,1%	3 ± 1
Chile	Sí	3 ± 1	Sí	2,6%	3 ± 1
Colombia	Sí	4,5 ± 0,5	Sí	4,5%	4 ± 0,5
Perú	Sí	2,5 ± 1	No (inferior)	1,1%	2 ± 1

FUENTE: Estadísticas nacionales.

rales, se observó una mayor dispersión en cuanto a la evolución de los precios que en el primer semestre. Así, en Argentina, donde los precios habían aumentado a tasas de dos dígitos en el primer semestre, se logró cierta moderación, por debajo del 10% a finales de año, como resultado del descenso de la inflación subyacente. Debe matizarse, sin embargo, que gran parte de esta contención está relacionada con la aplicación de controles de precios y persuasión moral, cuya efectividad en un horizonte de medio plazo es cuestionable. En Venezuela, se intensificaron las tendencias del primer semestre, situándose la tasa interanual de crecimiento de los precios a comienzos de 2007 por encima del 20%, muy alejada del objetivo del 10% del banco central. Y en México, donde la inflación había tendido a moderarse sustancialmente en la primera mitad del año, se observó un repunte de casi 1 pp hacia tasas ligeramente por encima del 4% en el segundo semestre, superiores al objetivo del banco central. Finalmente, en Chile y el resto de los países andinos (con la excepción de Colombia), se acentuó la tendencia a la desinflación, con tasas de inflación que en algunos países fueron inferiores a los objetivos de los bancos centrales respectivos (véase gráfico 13).

En este contexto, las divergencias en cuanto a la evolución de las políticas monetarias en la región tendieron a acrecentarse respecto al primer semestre. Así, frente al ciclo alcista que presidió la primera parte del año (con la excepción de Brasil), en la segunda mitad del año tan solo Argentina y Colombia continuaron elevando sus tipos de referencia, mientras que México y Perú mantuvieron sus tipos de interés sin cambios. Chile elevó el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 5,25%, en julio, pero revirtió este movimiento seis meses después, en un contexto de debilidad de la actividad y ausencia de tensiones inflacionistas. Finalmente, Brasil continuó recortando sus tipos de interés oficiales, hasta el 12,75% en marzo. Esto supuso una ralentización del ritmo de descenso desde 50 pb a 25 pb en los dos últimos movimientos,



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

posiblemente como muestra de cautela por el potencial efecto retardado del descenso acumulado de los tipos de interés en estos últimos años (7 pp).

En cuanto a las políticas fiscales, el déficit presupuestario promedio en el agregado del área se mantuvo en el entorno del 0,7% del PIB, sin cambios respecto al primer semestre, y el saldo primario se estabilizó en el entorno del 4%, similar al de 2005 (véase gráfico 14). Con excepción de Brasil, que mantuvo un déficit presupuestario del 3,5%, el resto de los países registraron superávits o, al menos, se situaron muy próximos al equilibrio presupuestario. Aun así, en Brasil se mantuvo la elevada disciplina fiscal de los últimos años, como muestra la consecución de un superávit primario del 4,33% del PIB, superior al objetivo del 4,25%. También destaca la evolución del superávit en Chile, que se duplicó respecto a 2005, hasta casi el 8% del PIB, como consecuencia del incremento de más del 80% en los precios del cobre, que pasaron a representar más de una tercera parte de los ingresos públicos totales. Los pagos por intereses se mantuvieron estables en términos generales, mientras que las ratios de deuda sobre el PIB se estabilizaron o flexionaron ligeramente a la baja, salvo en el caso de Perú, donde la reducción fue más acusada por el fuerte crecimiento del producto. En el conjunto del área, la

ratio de deuda pública sobre PIB se situó cerca del 40% —unos 2 pp menos que en 2005—, lo que supone una importante reducción, de 15 pp del PIB, en los últimos cuatro años.

Cabe destacar, por tanto, que la evolución de las cuentas fiscales ha sido positiva, con algunas excepciones, si bien debe matizarse que, en una situación cíclica favorable y con un fuerte crecimiento de los ingresos por la subida del precio de las materias primas, la política fiscal podría haber sido algo más contracíclica y ambiciosa, sobre todo en algunos países, a fin de contribuir a la estabilización del crecimiento y avanzar aún más en la reducción de las vulnerabilidades. En todo caso, y en línea con lo sucedido en los últimos años, la evolución del gasto estuvo supeditada en gran medida al margen permitido por el crecimiento de los ingresos.

INTEGRACIÓN COMERCIAL Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

Durante los últimos meses de 2006, no se produjeron cambios esenciales en lo que se refiere a los procesos de integración comercial en la región, después de que Venezuela formalizase en septiembre su adhesión a MERCOSUR, tras abandonar la Comunidad Andina, y de que Bolivia solicitara oficialmente la adhesión. Sin embargo, ha habido una serie de iniciativas que, tomadas en su conjunto, refuerzan la percepción de una división clara entre los dos bloques comerciales de la región. Así, en diciembre se prorrogaron las preferencias arancelarias a Colombia, Perú, Ecuador y Bolivia por parte de Estados Unidos, por espacio de seis meses, ampliables a seis meses más, en el caso de que se avanzara en la consecución y aplicación de tratados de libre comercio. En Perú, el tratado de libre comercio fue aprobado por el Parlamento, mientras que en Colombia es previsible que se apruebe próximamente, de forma que quedarían pendientes de ratificación por el Congreso estadounidense. No obstante, el cambio de mayoría parlamentaria en Estados Unidos podría dificultar esta ratificación. En cambio, en Ecuador, la nueva Administración se ha mostrado reacia a la firma de un acuerdo de libre comercio con Estados Unidos (tema que, en cualquier caso, está bloqueado desde hace meses, por el conflicto con una petrolera estadounidense). Por su parte, Chile y Perú firmaron en agosto su Tratado de Libre Comercio, al tiempo que entraban en vigor a finales de año el Tratado de Libre Comercio de Chile con China y el acuerdo de asociación económica de Chile con otros países asiáticos. Finalmente, quedó pendiente de ratificación por parte de Costa Rica el Tratado de Libre Comercio de Estados Unidos, Centroamérica y República Dominicana.

En el ámbito de las reformas estructurales, los resultados fueron relativamente limitados en el conjunto de la región, circunstancia a la que ha podido contribuir la coincidencia de diversos procesos electorales entre los años 2005 y 2006. Es en cualquier caso notorio que, a pesar de la situación de bonanza, no se esté avanzando como debiera en las reformas estructurales pendientes. Sin embargo, con los cambios sucedidos tras las elecciones, parece percibirse una disposición política mayor a emprender ciertas reformas en algunas de las administraciones. Este es el caso de México, donde se observa un impulso para avanzar en la reforma de las pensiones, el sector energético e, incluso, el sistema impositivo. También en Chile y Colombia se han producido algunos avances en materia fiscal y del mercado de capitales. Finalmente, Brasil aprobó el Plan de Aceleración del Crecimiento, que no es estrictamente una reforma estructural, pero demuestra una mayor iniciativa por parte de la administración en la tarea de estimular el crecimiento de la economía.

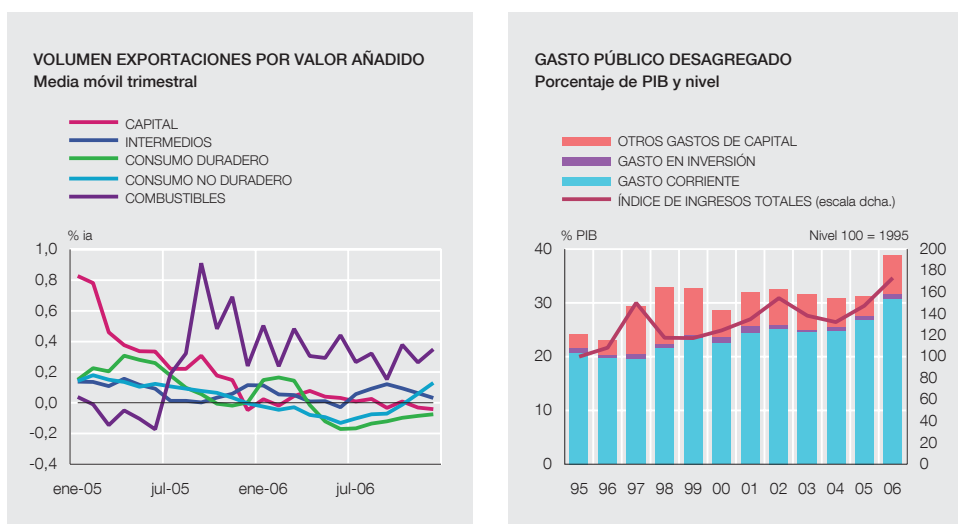
Todas estas reformas planteadas suponen, ciertamente, pasos en la dirección correcta, e incluso ilustran sobre cierta recuperación de la iniciativa, tras varios años en los que la buena coyuntura habría inducido una cierta complacencia. No obstante, cabría plantearse si las reformas en discusión podrán ser de alcance suficiente como para conseguir aumentar la competitividad y estimular el crecimiento a largo plazo en estas economías.

Evolución de los principales países

En *Brasil*, la tasa de crecimiento interanual en la segunda mitad del año se aceleró significativamente hasta el 4,5% y el 4,8% durante el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, tras la notable desaceleración experimentada en el segundo trimestre (1,5%). De esta manera, el crecimiento en 2006 se situó en el 3,7%, por encima del 2,9% registrado en 2005². El crecimiento vino impulsado por la demanda interna, tanto por el consumo privado, que mantuvo su fortaleza a lo largo de todo 2006 (con una tasa de crecimiento del 4,3%), como por la inversión (8,8%), que fue el componente más dinámico. Durante el semestre se agudizó la aportación negativa de la demanda externa, que ya se había registrado en la primera mitad del año, y así se invirtió la aportación positiva de años anteriores, como consecuencia del escaso crecimiento de las exportaciones (4,6% durante el año), comparado con el de las importaciones (17,9%). Esta ralentización de las exportaciones en valor se debió a la evolución de las ventas con mayor valor añadido, bienes de capital y duraderos, en contraposición con el fuerte crecimiento de exportaciones de combustibles (véase gráfico 15). En el conjunto del año, el superávit corriente en términos de PIB se situó en el 1,3%. Las entradas de inversión extranjera directa en el segundo semestre fueron de 11.400 millones de dólares, lo que llevó el total del año a valores superiores a los 18.700 millones de dólares. A pesar de estas fuertes entradas de inversión extranjera directa, Brasil fue durante 2006 un emisor neto de inversión extranjera directa por primera vez en su historia. La política fiscal durante el segundo semestre logró cumplir el objetivo de superávit primario del 4,25% del PIB, si bien la carga de intereses generó un déficit del 3,4% del PIB, lo que impidió una mayor reducción de la deuda pública neta sobre PIB en el semestre, que se mantuvo cercana al 50% del PIB.

La inflación continuó su reducción hasta situarse en el 3% en enero, prácticamente 4 pp por debajo del crecimiento medio de 2005, como consecuencia de factores como la abundante producción agrícola, el efecto de la apreciación del tipo de cambio, la ausencia de incrementos significativos en los precios administrados o el buen comportamiento de los precios energéticos. El descenso de la inflación se produjo en un contexto de nuevas reducciones de los tipos de interés oficiales (50 pb en cada una de las reuniones de septiembre y noviembre, y 25 pb en las dos reuniones posteriores), que situaron el tipo de interés de intervención en el 12,75%. Desde la vertiente del tipo de cambio, cabe destacar el mantenimiento de una significativa presión hacia la apreciación del real —tras superarse el episodio de volatilidad financiera de mayo-junio de 2006—, favorecida tanto por el mantenimiento de un amplio superávit comercial, como por la entrada de capitales a corto en un contexto de baja volatilidad de los tipos de cambio y tipos de interés comparativamente altos en Brasil. Las intervenciones del banco central para contrarrestar parcialmente estas presiones a la apreciación fueron relativamente exitosas en el conjunto del semestre, si bien no lograron evitar una apreciación del 10% en el último año y del 25% desde 2005. Como consecuencia de las mismas, se produjo una sustancial acumulación de reservas internacionales (más de 23 mm de dólares en el segundo semestre del año y unos 14.8 mm más en enero y febrero de 2007), que impulsó el nivel de las mismas por encima de los 105 mm de dólares. Se mantuvo la tendencia de los últimos años a la reducción del volumen de deuda externa en proporción del PIB respecto a la deuda interna. Ante el crecimiento relativamente decepcionante de la economía brasileña en los últimos años, la Administración ha establecido como prioridad en su segundo mandato abordar uno de los problemas que, junto con el elevado coste del capital, constituyen una de las principales limitaciones al crecimiento en Brasil: las deficiencias en materia de infraestructuras. Por ello, ha sido presentado el Plan de Aceleración del Crecimiento 2007-2010, que aspira

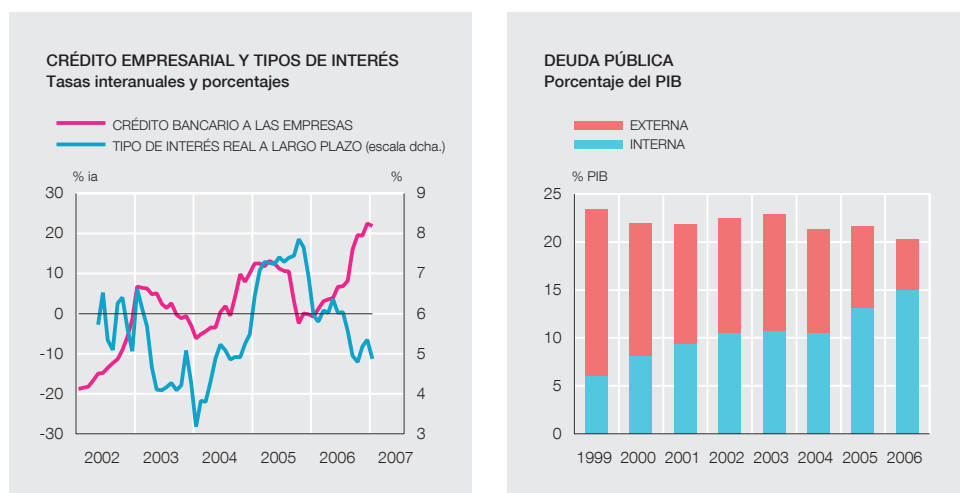
2. En Brasil se ha producido un cambio metodológico en las series de contabilidad nacional, que supone un cambio en el año base y una aproximación a las directrices de contabilidad nacional de Naciones Unidas. Con esta revisión, las tasas de crecimiento para 2000 y 2001 se mantienen prácticamente sin cambios, pero se produce una importante revisión al alza para el período 2002-2006.



FUENTES: Banco Central de Brasil y Ministerio de Hacienda de Brasil.

a situar el crecimiento en tasas del 4,5%-5%, mediante un mayor gasto en infraestructuras y el establecimiento de una política selectiva de incentivos fiscales. Dicho plan incrementará el reducido nivel de gasto en infraestructuras de la última década, a pesar del incremento de los gastos e ingresos públicos totales en dicho período, como se aprecia en el gráfico 15. El Gobierno central solo financiará parcialmente ese gasto, siendo financiado también por administraciones locales o por diversas iniciativas de participación pública-privada. En conjunto, la inversión pública generará una reducción efectiva del superávit primario en 0,5% del PIB, hasta el 3,75% del PIB.

En *México*, la actividad se desaceleró en el segundo semestre del año, al alcanzar una tasa de crecimiento interanual de 4,3% en el cuarto trimestre, frente al 5,2% del primer semestre. No obstante, el crecimiento durante 2006 fue de un 4,8%, en 1,8 pp superior al registrado en 2005, y el más elevado desde el año 2000. La demanda interna tendió a desacelerarse, registrando un crecimiento algo inferior al 4% interanual en el cuarto trimestre. El consumo privado se desaceleró hasta tasas del 3% en el cuarto trimestre, desde el 5% de los trimestres previos, mientras que la inversión se moderó. Aún así, esta mantuvo ritmos de crecimiento relativamente dinámicos en el cuarto trimestre, superiores al 7%, en parte explicados por unas condiciones muy favorables para la financiación: el crecimiento del crédito bancario a las empresas se aceleró y los tipos de interés reales se redujeron adicionalmente en la segunda mitad del año, como muestra el gráfico 16. La aportación negativa de la demanda externa se amplió en el tercer trimestre, pero fue positiva en el cuarto. Sin embargo, la balanza comercial sufrió un deterioro notable en la segunda parte del año, tras haber registrado un superávit en el primer semestre. Este deterioro fue más acusado en el último trimestre, y situó el déficit comercial en el 0,7% del PIB para todo el año (1% en 2005). Las exportaciones se desaceleraron, tanto las petroleras como las no petroleras, ligadas estas últimas al menor dinamismo de la economía estadounidense, a pesar de que se ha recuperado parte de la cuota de las manufacturas mexicanas en dicho mercado. Las importaciones también se desaceleraron, aunque en menor medida. La balanza por cuenta corriente pasó a ser deficitaria en el segundo semestre, tras el superávit del primero. Sin embargo, para el año 2006 en su conjunto, el déficit por cuenta corriente fue reducido (-0,2% del PIB), gracias al superávit de la balanza comercial petrolera (2,4% del PIB) y el ingreso de recursos por concepto de remesas familiares (2,8% del PIB), aunque ambos conceptos fueron perdiendo fuerza a lo largo del año. Los flujos de inversión extranjera directa alcanzaron prácticamente los 19 mm de dólares, un 3% menos que en 2005. En el



FUENTES: INEGI y Banco de México.

ámbito fiscal, se alcanzó un superávit público del 0,2% del PIB (-0,1% en 2005), situación inédita en los diez últimos años, aunque la evolución fue más negativa en la segunda mitad del año, influida por el gasto derivado de la organización de las elecciones presidenciales y parlamentarias en julio. Los ingresos evolucionaron muy favorablemente, especialmente los petroleros, que continuaron aumentando su peso en el total de ingresos y pasaron a suponer un 38% del total en 2006. Además, el Gobierno realizó varias operaciones de cancelación anticipada de deuda externa y de sustitución de deuda externa por interna, con lo cual la deuda pública externa neta pasó a representar el 5,3% del PIB al cierre de 2006, una cifra 2,5 pp menor que en 2005, como se muestra en el gráfico 15. Adicionalmente, en octubre se realizó la primera subasta de deuda interna denominada en pesos a un plazo de 30 años.

La inflación aumentó desde el 3,1% a mediados de año hasta el 4,1% en diciembre, superando de esta manera ligeramente el límite superior del intervalo objetivo del banco central. En los tres primeros meses de 2007, se ha mantenido en torno al 4,1%. Esta evolución de los precios fue inicialmente atribuida a factores estacionales (alimentos, principalmente). Sin embargo, la subida de la inflación subyacente hasta el 4% en febrero y cierto aumento de las expectativas de inflación a corto plazo hicieron temer la consolidación del repunte, lo que propició un endurecimiento del discurso del banco central, que aún no se ha reflejado en movimientos en los tipos de interés oficiales. Dicho empeoramiento se trasladó también a la curva de tipos de interés, cuya pendiente se ha incrementado en las últimas semanas. El tipo de cambio del peso frente al dólar, tras apreciarse, una vez pasado el episodio de volatilidad financiera de mayo-junio, se mantuvo estable, cotizando en el intervalo 10,8-11,1 pesos, si bien se depreció durante las turbulencias de las últimas semanas. La bolsa subió un 35% desde septiembre, revirtiendo parcialmente las ganancias con las últimas turbulencias, que también han provocado el aumento de los diferenciales soberanos hasta el entorno de los 100 pb, ligeramente por encima de los mínimos históricos. Durante el semestre se diluyó el riesgo de confrontación social y política que siguió a la investidura del nuevo presidente, y las perspectivas para acometer ciertas reformas parecen más favorables, con las debidas cautelas, que en los últimos años. En este sentido, el Parlamento podría empezar a discutir en abril una reforma de las pensiones públicas orientada a completar una transición del actual sistema de reparto para los trabajadores del sector público hacia a un sistema de capitalización y contribución definida, similar a la que se hizo hace ya una década para los trabajadores del sector privado. El objetivo principal de esta reforma sería reducir la presión sobre las finanzas públicas.

Tras tres años en los que la actividad económica en *Argentina* creció a un ritmo medio del 9%, el dinamismo se mantuvo nuevamente en 2006, año en que el crecimiento alcanzó el 8,5% interanual. De hecho, la segunda mitad del año habría mostrado una ligera aceleración de la actividad, alcanzando un crecimiento del 8,7%. El consumo mantuvo su dinamismo, aunque algo más atenuado que el año anterior, impulsado por el alza de los salarios reales (8% en términos reales), las pensiones, el empleo y el crédito (28% en términos reales), y por una elevada confianza de las familias. La tasa de crecimiento de la inversión duplicó a la de la economía, a pesar de cierta desaceleración, especialmente de la construcción, en el último trimestre del año. La contribución de la inversión en bienes de equipo permitió que, a pesar de que se mantuviera el dinamismo de la producción industrial, la utilización de la capacidad instalada apenas aumentara un punto porcentual (véase gráfico 16). Ello disipa en alguna medida posibles temores a cuellos de botella en los próximos trimestres. La tasa de paro finalizó el año por debajo del 10% (en concreto, 8,7%) por primera vez en los últimos trece años. La aportación negativa de la demanda externa se amplió en el conjunto de 2006 (hasta 0,7 pp, desde 0,2 pp en 2005), pues las exportaciones reales se desaceleraron algo más que las importaciones. En 2006, el superávit comercial se redujo ligeramente en términos del PIB (hasta un 5,8%) respecto al alcanzado en 2005, pero la cuenta corriente se amplió hasta un 3,8%, dada la reducción de las rentas emitidas en concepto de intereses. Las cuentas públicas continuaron exhibiendo una evolución positiva, y en 2006 arrojaron un superávit primario similar al de los dos años anteriores, del 3,5% del PIB. Esta evolución respondió al fuerte incremento de los ingresos tributarios, especialmente en la segunda mitad del año, en un contexto de crecimiento del gasto primario ligeramente por debajo de los ingresos tributarios. Por el contrario, continuó el deterioro del resultado fiscal de las provincias observado en años anteriores.

La inflación experimentó una sostenida reducción a lo largo del año, situándose en diciembre en el 9,8%, dentro del intervalo estipulado en el Programa Monetario 2006 (8%-11%), y prolongando el descenso hasta el 9,6% en febrero de 2007. La desaceleración de la inflación se explica fundamentalmente por el componente subyacente (véase gráfico 16), que en diciembre se situó en el 10,2% interanual, tras haber finalizado 2005 en el 14,2%, aunque en 2007 ha vuelto a repuntar. Esta trayectoria descendente de la inflación se reflejó en una progresiva reducción de las expectativas de inflación, que, sin embargo, no han logrado romper el suelo del 10%. El banco central continuó elevando gradualmente los tipos de interés de referencia, en un total de 150 pb entre septiembre y marzo, aunque los tipos de interés reales siguen siendo negativos. Paralelamente, el banco central continuó su política de mantenimiento de un tipo de cambio estable en torno a los 3,05-3,10 pesos por dólar, lo que exigió una importante acumulación de reservas internacionales, hasta los 35.000 millones de dólares. Dicha acumulación permitió recomponer y superar los niveles anteriores al pago total de la deuda con el FMI a principios de 2006. En enero, los gobiernos argentino y español cerraron un acuerdo para el pago de la deuda de 982,5 millones de dólares que mantiene el Gobierno argentino, y también Argentina estableció los primeros contactos con el Club de París para la renegociación de la deuda en mora. La compra de divisas fue esterilizada con las cancelaciones previstas y anticipadas de redescuentos otorgados durante la crisis de 2001-2002, la emisión de letras y notas del banco central y elevaciones de los encajes bancarios. En el ámbito institucional, destaca la sentencia de la Corte Suprema de Justicia que declaró no inconstitucional la pesificación de los depósitos durante la crisis financiera de 2001-2002 (véase recuadro 2) y la aprobación de una reforma del sistema de pensiones que posibilita que los contribuyentes al sistema de capitalización puedan pasarse al de reparto, y establece límites para las comisiones de los fondos de pensiones.

En *Chile*, la actividad económica se desaceleró notablemente en el tercer trimestre, situándose el crecimiento interanual en el 2,6%, desde el 4,5% alcanzado en el primer semestre

El pasado 27 de diciembre de 2006, la Corte Suprema Argentina resolvió que la pesificación de los depósitos bancarios llevada a cabo a principios de 2002 no fue inconstitucional. La justificación jurídica utilizada se apoya en que la pesificación de los ahorros no constituyó una merma del derecho a la propiedad de los depositantes (constitucionalmente protegido), sino un ejercicio de soberanía monetaria, puesto que en última instancia los depositantes han tenido capacidad de recuperar su patrimonio, con independencia de la indisponibilidad durante un período de tiempo o del plazo transcurrido. En términos generales, la sentencia permitirá a los depositantes que tienen pendientes demandas de amparo recuperar el valor en pesos de sus depósitos originales en dólares al tipo de cambio actual. Esta sentencia tiene especial relevancia porque, aunque impone ciertos costes de difícil cuantificación sobre los bancos y quedan aún pendientes de concreción algunos temas, cierra un período de incertidumbre de cinco años para el sistema financiero argentino y elimina definitivamente la posibilidad de un fallo favorable a la redolarización de la economía. En este recuadro, se contextualiza la decisión de la Corte Suprema en el marco general de la estrategia de resolución de la crisis financiera argentina y se valoran sus principales implicaciones e incertidumbres.

Desde mediados de 2001, la situación económica argentina derivó hacia una crisis financiera, que tuvo un profundo impacto en el país. En diciembre de ese año, para contener la salida de depósitos, el Gobierno decretó la inmovilización (salvo por cantidades muy reducidas) de las cuentas corrientes, de ahorro y de los depósitos a plazo fijo (*corralito*). Posteriormente, en enero de 2002, se ratificó la inmovilización de los depósitos a plazo fijo y se estableció un calendario de devolución (*corralón*). También en enero de 2002, se abandonó la convertibilidad y, en febrero, se decretó la pesificación asimétrica de los depósitos (a 1,40 pesos/dólar) y créditos (a una tasa 1:1), lo que supuso un perjuicio adicional para los bancos. El Gobierno decretó que los depósitos en dólares inmovilizados y pesificados se revalorizarían con un índice ligado a la inflación (CER) y los depositantes re-

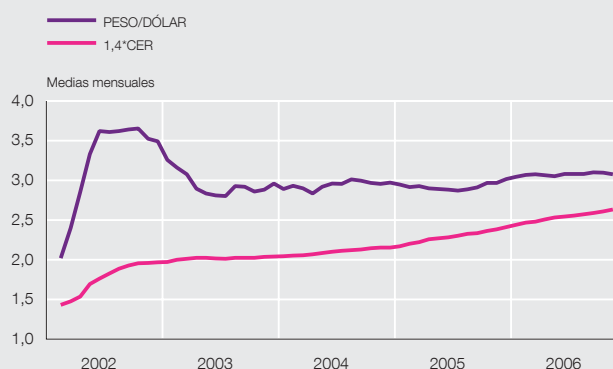
cibirían un tipo de interés anual (fijado por el Banco Central en el 2%) hasta la fecha programada de devolución.

Estas medidas situaron los balances bancarios en quiebra y colapsaron el sistema financiero. La situación se agravó porque, tras la inmovilización de los depósitos, algunos depositantes comenzaron a presentar acciones de amparo e inconstitucionalidad ante los tribunales, con el objetivo de recuperar íntegramente sus fondos, en dólares o en su contravalor en pesos al cambio libre. Estas demandas fueron amparadas por algunos tribunales, que decidieron como medidas cautelares el pago a cuenta de parte o la totalidad del depósito, pues, de acuerdo con su interpretación, la pesificación y la imposición de restricciones (*corralito* y *corralón*) eran inconstitucionales. En el cuadro adjunto se recogen la «cantidad de casos de amparo» entre los años 2002 y 2006, y las cuantías obligadas a desembolsar por los bancos cada uno de esos años.

Para afrontar los problemas de liquidez de los bancos ocasionados por este cúmulo de factores, el Banco Central realizó una serie de anticipos al sistema financiero y, a medida que los problemas de liquidez se hicieron menos acuciantes, se procedió a levantar el *corralito* y se pudo reducir el saldo de los depósitos atrapados en el *corralón* de forma más rápida que la prevista en el esquema inicial. Algunos depositantes, sin embargo, no aceptaron las sucesivas oportunidades de canje ofrecidas por el Gobierno ni el pago de sus depósitos reprogramados, en parte debido a que la Corte Suprema no había sentado jurisprudencia respecto a la constitucionalidad de la pesificación de los depósitos en dólares y de las restricciones impuestas sobre la disponibilidad de los depósitos, lo que contribuyó a generar una notable incertidumbre jurídica e incluso en algún momento expectativas de redolarización de la economía.

La Corte Suprema finalmente resolvió el 27 de diciembre de 2006 que la pesificación de principios de 2002 no fue inconstitucional. La generalización de esta sentencia permitirá a los depositantes sujetos

TIPO DE CAMBIO PESO/DÓLAR Y COEFICIENTE APLICABLE A LOS DEPÓSITOS PESIFICADOS



FUENTES: BCRA e INDEC.

a. En millones de pesos.

AMPAROS PAGADOS

Período	Cantidad de casos	Total pagado (a)
2.002	174.119	13.615
2.003	87.413	5.032
2.004	42.429	2.626
2.005	19.525	1.177
2.006	13.691	773
TOTAL	337.177	23.224

a demandas de amparo recibir el equivalente en pesos del valor de sus depósitos en dólares al tipo de cambio peso/dólar vigente el día del fallo judicial¹. No obstante, la sentencia indica explícitamente que, si esta regla difiere de la cotización del dólar en el momento de su ejecución, se deberá pagar, en pesos, el mínimo entre el tipo de cambio peso/dólar y el resultado de aplicar la regla fijada en el fallo judicial. Adicionalmente, la sentencia estipula que los fondos entregados por las entidades financieras por las medidas cautelares se considerarán como pagos a cuenta.

El fallo no tiene efecto alguno sobre quienes aceptaron opciones de canje para sus depósitos reprogramados, ni para aquellos que no acudieron a juicio antes de que venciera el plazo de devolución de los depósitos. De ahí la relevancia de la decisión judicial adoptada el 27 de diciembre, pues un fallo a favor de la inconstitucionalidad de la pesificación podría haber implicado la devolución de los depósitos en dólares de los «no amparados», es decir, los liberados a través del esquema de devolución de los depósitos reprogramados o de alguna de las opciones voluntarias instrumentadas en estos años, lo cual hubiera supuesto un coste muy elevado para los bancos. En definitiva, la sentencia supone el fin de la incertidumbre asociada a los amparos para el sistema financiero.

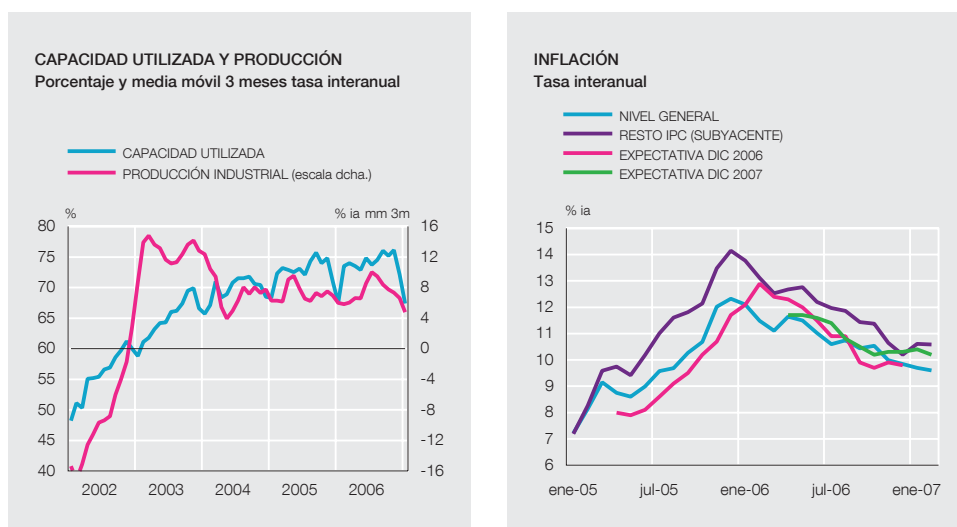
Resulta muy complicado, por la amplia casuística de los amparos, calcular cuál puede ser el impacto económico en los bancos deriva-

1. En concreto, la sentencia reconoció el reintegro a un depositante, cuyo depósito en dólares quedó atrapado en el corralón, de 1,40 pesos, ajustados por el CER más un interés del 4% anual –no capitalizable– hasta el propio día de reintegro, por cada dólar depositado.

do de la medida de la Corte Suprema. La principal razón es que en la mayor parte de los amparos se han producido pagos a cuenta, parciales o totales, del valor del depósito, y además a diferentes tipos de cambio, entre los 2 y los 3,80 pesos por dólar (véase gráfico adjunto). Sin embargo, dado que la mayor parte de los amparos se pagaron entre 2002 y 2003 a un tipo de cambio más depreciado que el actual, resulta factible pensar que el efecto de la sentencia pueda no ser muy desfavorable para los bancos. Además, el Banco Central admitió que el sistema bancario podía amortizar en sesenta cuotas mensuales iguales y consecutivas cualquier quebranto del cumplimiento de medidas judiciales originadas en la devolución de los depósitos.

En conclusión, la buena situación general del sistema financiero argentino, la consideración de que la sentencia no supondrá un coste adicional importante para los bancos, y el hecho de que el banco central haya permitido a los bancos provisionar a lo largo de cinco años las posibles pérdidas, permiten concluir que la sentencia no debería representar, en principio, un motivo de preocupación grave para los bancos. Al mismo tiempo, la sentencia despeja una incertidumbre importante, como era la posibilidad de un fallo favorable a la redolarización del sistema financiero. No obstante, quedan aún pendientes de concreción una serie de cuestiones que determinarán el coste final de cierre de este proceso para los bancos: en particular, el pago de las costas judiciales de los procesos, que, posiblemente, deberán ser cubiertos por los bancos en su mayor parte, la posibilidad de que los bancos reclamen a los depositantes que percibieron cantidades a cuenta superiores a lo dictaminado en el fallo a partir de las medidas cautelares y la posibilidad de que los depositantes inicien demandas por daños y perjuicios derivados del lucro cesante por la demora en la devolución del dinero.

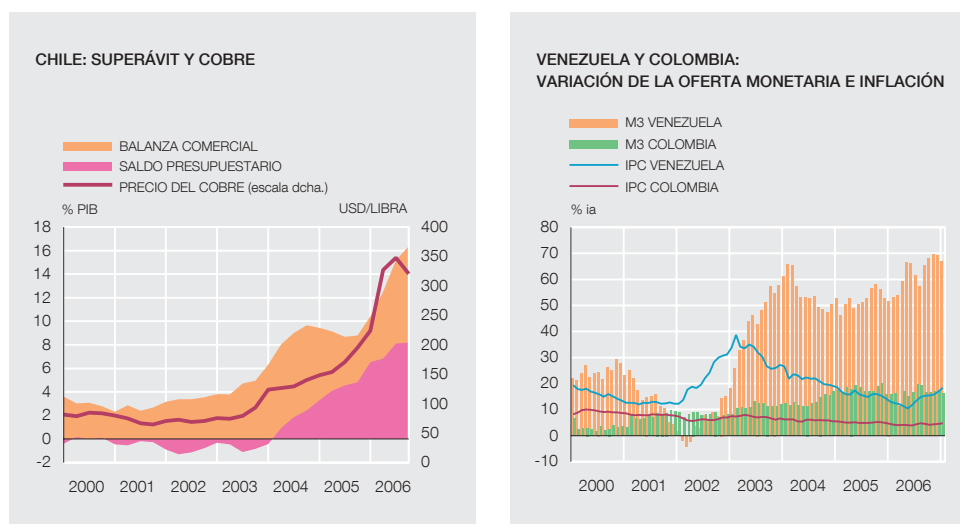
del año. En el cuarto trimestre se produjo, no obstante, cierta recuperación, al situarse la interanual en el 4,3%. De esta manera, el crecimiento durante 2006 se situó en un 4% (5,7% en 2005, después de revisarse a la baja este crecimiento con el cambio de metodología y nuevo año base). La desaceleración en el tercer trimestre obedeció al menor crecimiento de la demanda interna, puesto que la aportación negativa de la demanda externa se redujo respecto a trimestres anteriores. La posterior recuperación en el cuarto trimestre estuvo ligada a la aceleración de la inversión en construcción, pues la inversión en bienes de equipo mantuvo su debilidad. El consumo privado mantuvo su fortaleza durante el año, en parte porque el mercado laboral mostró un sostenido crecimiento del empleo asalariado y la tasa de paro mantuvo su tendencia descendente de los últimos dos años, a lo que contribuyó el incremento nulo de la población activa. La inflación total y la subyacente descendieron, especialmente durante el cuarto trimestre, por la caída del precio del petróleo y la moderación de la actividad económica, tendencia que se rompió en enero. El banco central realizó en enero la primera bajada de tipos (hasta el 5%), seis meses después de la última subida, dada la debilidad de la actividad y la revisión a la baja de las previsiones de inflación. El elevado precio del cobre y la regla de superávit estructural se han reflejado en otro espectacular superávit fiscal en 2006, del 7,9% del PIB (4,7% en 2005). Tal y como se aprecia en el gráfico 17, el precio del cobre, que aumentó un 83% como media en 2006, también es el princi-



FUENTE: Estadísticas nacionales.

pal factor explicativo de que el superávit comercial en 2006 se situase por encima del 16% del PIB, lo que supuso un fuerte incremento respecto a 2005, que ya había supuesto un récord histórico, y de que la cuenta corriente presentara un superávit del 3,6% del PIB a pesar del significativo crecimiento de las salidas netas de rentas de inversión en el sector de la minería del cobre. En el ámbito de las reformas estructurales, conviene destacar que, dentro del marco del *Plan Chile Compite* anunciado en el mes de julio, se promulgó la Ley de Responsabilidad Fiscal —que vino a completar e institucionalizar las reglas de política fiscal del país y a aumentar la transparencia en la gestión de los fondos anticíclicos— y la ley que incentiva la inversión de las pequeñas y medianas empresas. Asimismo, se encuentran en proceso de discusión parlamentaria reformas para modernizar el funcionamiento del mercado de capitales y en el sistema de previsión social.

La actividad siguió acelerándose en *Colombia* en el segundo semestre del año. La tasa de crecimiento interanual del segundo semestre fue del 7,9%, con lo que el crecimiento promedio del año fue del 6,8%. El principal factor explicativo del mayor crecimiento en el segundo semestre fue la reducción de la aportación negativa de la demanda externa, asociada a la aceleración de las exportaciones, ya que la demanda interna se ralentizó ligeramente por la inversión. El consumo privado mantuvo su fortaleza, e incluso siguió acelerándose apoyado en el fuerte aumento del crédito y en el aumento de los salarios reales. La balanza por cuenta corriente amplió ligeramente su posición deficitaria en paralelo con la evolución de la balanza comercial, debido al fuerte aumento de las importaciones en los últimos meses del año. Desde el punto de vista fiscal, prosiguió la reducción del déficit del Gobierno central, pero se deterioró el saldo total del sector público, que cerró el año con un déficit del 0,9% del PIB, frente al -0,5% alcanzado en 2005. La inflación se mantuvo en torno al 4,5% durante el segundo semestre de 2006 (dentro del intervalo objetivo del banco central), aunque se aceleró en los dos primeros meses del año. En este contexto, el banco central elevó sus tipos de referencia hasta el 8% en febrero. Adicionalmente, la fuerte entrada de flujos de capital, ligada en parte a operaciones de privatización, llevó al banco central a intervenir en el mercado de cambios para frenar la apreciación de la moneda, y a mantener una estrategia de esterilización para controlar el crecimiento de la oferta monetaria, como se muestra en el gráfico 17. En el ámbito fiscal, se aprobó una reforma suavizada y alejada del proyecto original del Gobierno. Una de las principales agencias elevó la calificación crediticia de la deuda soberana de Colombia.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

En *Perú*, la actividad se aceleró en el segundo semestre del año, alcanzando una tasa media anual del 8,1% en 2006 (6,4% en 2005), la mayor de los últimos once años. Este dinamismo obedece al fortalecimiento de la demanda interna, especialmente en el cuarto trimestre del año, en el cual creció un 12,5%. Durante el segundo semestre, el consumo aumentó a tasas del 7% y la inversión cerca del 30%, siendo particularmente importante el crecimiento del sector de la construcción. En este sentido, a pesar de que la demanda externa detrajo en el último trimestre cuatro puntos al crecimiento, la balanza comercial registró un superávit del 9,4% en 2006, al crecer las exportaciones un 37% y las importaciones un 23,6%, consecuencia del fuerte aumento de las materias primas metálicas. La cuenta corriente registró un superávit del 2,6%, a pesar de que las rentas de los factores, asociadas a la inversión extranjera, registraron un déficit del 8% del PIB. Las cuentas fiscales experimentaron una importante mejora durante el año y, en conjunto, presentaron un superávit por primera vez en los últimos ocho años. Las fuertes tasas de crecimiento no se reflejaron en presiones inflacionistas, ya que la inflación se mantuvo por debajo del intervalo objetivo del banco central (1,5%-3,5%) y las expectativas permanecen firmemente ancladas. En este contexto, el banco central mantuvo su tipo de interés oficial en el 4,5%, a pesar del elevado dinamismo de la demanda interna. Por último, se renovó el acuerdo del programa económico con el FMI.

En *Venezuela*, la actividad se aceleró en el segundo semestre, situándose la tasa de crecimiento medio anual de 2006 en el 10,3%, la misma que en 2005. El elevado crecimiento fue consecuencia de la aceleración de la demanda interna, que llegó a crecer a una tasa del 25,1% en el último trimestre, tanto por la aceleración del consumo (hasta tasas del 20%) como de la inversión (hasta tasas del 40%). Por el contrario, la aportación negativa del sector externo se fue agudizando, hasta situarse en más de 12 pp en el último trimestre del año, con un crecimiento de las importaciones reales del 43% y una caída de las exportaciones reales del 7%, asociada al sector petrolero. Sin embargo, las exportaciones petroleras en dólares aumentaron un 21,6% en tasa interanual durante 2006, gracias al precio del petróleo, alcanzando a representar el 89,6% de las exportaciones totales de bienes en el año e impulsando, por sí solas, el crecimiento del saldo superavitario de la balanza por cuenta corriente en 2006 (un 6,4% respecto a 2005). La política fiscal continuó siendo expansiva. La inflación continuó acelerándose, hasta tasas del 20,4% interanual en febrero. En respuesta, se establecieron nuevos controles de precios, se redujo el tipo impositivo del IVA del 14% al 11%, y se anunció

la eliminación de los tres últimos dígitos de la moneda nacional. No obstante, no se abordó la causa principal de la aceleración de la inflación, que es el crecimiento de la oferta monetaria, como se puede ver en el gráfico 17, y la fuerte expansión del gasto. Tras las elecciones presidenciales de diciembre, se está observando un giro hacia un mayor intervencionismo en la economía, como muestra, entre otros, el anuncio de la nacionalización de una serie de empresas en sectores considerados clave de la economía.

En *Uruguay*, el crecimiento del PIB se situó en el conjunto del año en el 7,1%, tras ralentizarse ligeramente en el cuarto trimestre. La inflación, por su parte, tendió a reducirse hasta octubre, repuntando posteriormente hasta el 6,8%, ligeramente por encima del intervalo objetivo (4,5%-6,5%). El Gobierno pagó anticipadamente los importes de su programa *stand-by* con el FMI, por un valor de 1.079 millones de dólares. En *Ecuador*, con un crecimiento del 4,6% en el tercer trimestre y el mantenimiento de saldos externos y fiscales positivos, cabe destacar la fuerte ampliación del diferencial soberano, ante la posibilidad de reestructuración de la deuda externa por parte de la nueva Administración, y la reducción de la calificación crediticia del país por parte de las principales agencias. En *Bolivia*, se firmaron, a finales de octubre, los nuevos contratos de explotación de los hidrocarburos entre el Ejecutivo y las multinacionales petroleras que operan en el país, que consolidan la nacionalización decretada en mayo, si bien diversas vicisitudes han llevado a que dichos contratos aún no hayan entrado en vigor.

21.3.2007.