

INFORME SEMESTRAL DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

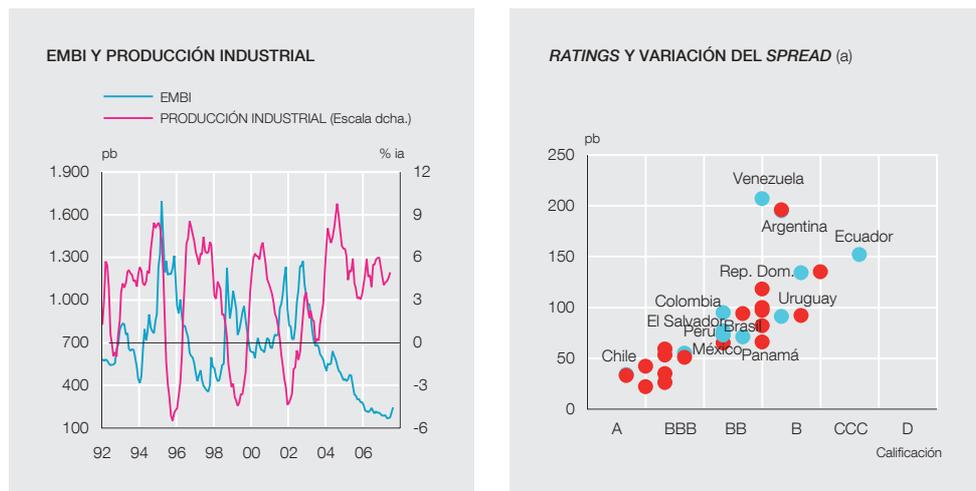
Introducción

En el período transcurrido de 2007, las economías latinoamericanas continuaron mostrando un crecimiento dinámico, auspiciado por las favorables condiciones de financiación que estuvieron vigentes hasta mediados de julio (véase gráfico 1) y por el mantenimiento de precios elevados en las principales materias primas de exportación. Por el momento, las turbulencias que han afectado recientemente a los mercados financieros globales han tenido un impacto limitado sobre la región, a pesar de que tradicionalmente esta ha estado muy expuesta a episodios de volatilidad financiera. La mejora de los fundamentos económicos y financieros ha situado a América Latina en una posición mucho más sólida que en el pasado para resistir estas turbulencias, sin descartar que puedan tener un impacto sobre el crecimiento.

El crecimiento del PIB agregado de la región fue del 5,2% interanual en el primer trimestre y del 5,6% en el segundo, en línea con el crecimiento medio del año 2006, aunque ligeramente por debajo del registrado en los últimos trimestres de ese año. Esta ligera moderación del crecimiento está dentro de lo previsible, dada la madurez de un ciclo expansivo de más de cinco años de duración, y que constituye la etapa de crecimiento más prolongada desde los años sesenta en América Latina. Cabe destacar, además, que gran parte de dicha desaceleración tuvo su origen en la debilidad de la actividad en México, que acusó desde el primer trimestre el impacto de un menor crecimiento de su principal socio comercial, Estados Unidos. Brasil mostró también un crecimiento inesperadamente bajo a comienzos de año, pero dicha evolución se vio compensada por un segundo trimestre robusto. En el resto de los países se mantuvo un importante dinamismo de la actividad (véase cuadro 1), que, a tenor de los indicadores de mayor frecuencia, ha continuado en el inicio del tercer trimestre.

El comportamiento de la inflación continuó siendo favorable a lo largo de todo el período, aunque a partir del mes de abril se produjo un moderado repunte, como consecuencia, principalmente, de la elevación de los precios de los alimentos, que aumentó la inflación agregada hasta tasas interanuales algo superiores al 5% en los meses de verano. No obstante, la inflación subyacente se mantuvo estable en el entorno del 4,5%. En este contexto, las políticas monetarias, que hasta marzo habían seguido trayectorias divergentes, tendieron a endurecerse en la mayor parte de los países, con la destacada excepción de Brasil, lo que permite hablar de una consolidación del ciclo alcista en los tipos de interés de la región. En conjunto, cabe seguir valorando como positiva la evolución de la inflación, en un contexto en que gran parte de las recientes presiones sobre los precios puede explicarse por el alza en los componentes más volátiles. Sin embargo, dada la elevada ponderación de estos precios en los patrones de consumo, la tendencia al cierre de las brechas de producto en varios países y un contexto financiero de mayor complejidad, parece justificarse plenamente el sesgo de mayor cautela adoptado por las políticas monetarias, con el fin de evitar efectos de segunda vuelta.

El cambio que se produjo en los mercados financieros internacionales durante los meses de julio y agosto truncó la evolución benigna que habían tenido hasta ese momento, solo alterada por breves episodios de aumento de la volatilidad. El intenso aumento de la aversión al riesgo que tuvo lugar a mediados de julio, originado por la crisis en el mercado estadounidense de hipotecas de baja calidad, afectó a la práctica totalidad de los activos con riesgo, incluidos los de los mercados emergentes. Los mercados financieros latinoamericanos habían registrado un comportamiento particularmente favorable desde el inicio del año, con una acentuación de la entrada de capitales en algunos países. Sin embargo, no resultaron inmunes al proceso de reevaluación del riesgo y huida hacia la calidad. Este cambio de rumbo se tradujo en un des-



FUENTES: JP Morgan y estadísticas nacionales.

a. Variación del diferencial entre el máximo y el mínimo alcanzados entre el 18 de julio y el 7 de septiembre.

censo de las bolsas más pronunciado que en los mercados desarrollados, una ampliación de los diferenciales soberanos relativamente limitada (salvo en los casos de Argentina y Venezuela) y una rápida reversión de la apreciación experimentada por los tipos de cambio de las principales divisas desde comienzos de año, en un movimiento que revistió inicialmente características de contagio. Sin embargo, el deterioro de los principales indicadores financieros se contuvo en las semanas posteriores, lo que supone un importante cambio respecto a episodios de inestabilidad similares en el pasado.

La evolución comparativamente favorable de los mercados financieros latinoamericanos refleja la percepción de menor vulnerabilidad ante *shocks* externos que se deriva de la mejora de los fundamentos en la mayor parte de las economías de la región. La mayor credibilidad de las políticas económicas, el descenso de las tasas de inflación, la mejora de las posiciones fiscales, los superávits exteriores, la reducción de la exposición al tipo de cambio de los pasivos financieros, la flexibilidad de los tipos de cambio y la sustancial acumulación de reservas, que han avalado en los últimos años una mejora muy significativa de las calificaciones crediticias, dotan a las economías latinoamericanas de un fondo de solidez que debería ser suficiente para mitigar los efectos de un eventual endurecimiento de las condiciones externas. En cualquier caso, una reevaluación ordenada del riesgo puede ser beneficiosa desde el punto de vista de la estabilidad financiera y económica, en la medida en que ayude a corregir posibles excesos en las valoraciones de algunos activos y a reforzar la cautela por parte de las autoridades y de los agentes en estos países. Una distribución más equilibrada del crecimiento entre Estados Unidos, Europa y Asia —con especial protagonismo de China, que tiene una relevancia creciente para América Latina— también constituye un elemento de fortaleza ante una mayor volatilidad financiera. Todo ello hace pensar que el crecimiento económico de la región debería ser lo suficientemente sólido como para acomodar sin excesivos problemas, aunque probablemente con cierta ralentización, la persistencia de la incertidumbre financiera en los mercados globales. En este sentido, no es casual que los países con fundamentos económicos menos sólidos se hayan visto penalizados por los mercados en mayor medida (véase gráfico 1).

Por otra parte, aunque aún es pronto para evaluar con precisión el alcance de este nuevo período de turbulencia financiera, no puede descartarse que, en un horizonte de medio plazo,

	2003	2004	2005	2006	2005		2006				2007	
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	2,3	6,2	4,5	5,4	4,7	4,2	5,6	4,3	5,6	5,8	5,2	5,6
Argentina	8,8	9,1	9,1	8,5	9,2	9,0	8,8	7,7	8,7	8,6	8,0	8,7
Brasil	1,2	5,7	3,0	3,7	3,1	3,1	4,0	1,5	4,5	4,8	4,4	5,4
México	1,4	4,2	2,8	4,8	3,1	2,5	5,5	4,9	4,5	4,3	2,6	2,8
Chile	4,0	6,0	5,7	4,0	5,2	4,2	5,0	4,0	2,6	4,3	5,8	6,1
Colombia	3,8	4,9	6,7	6,7	5,9	1,5	5,3	6,3	7,6	7,7	8,3	7,2
Venezuela	-7,6	19,4	10,3	10,3	10,2	10,9	9,8	9,4	10,1	11,8	9,1	8,9
Perú	4,1	5,1	6,7	7,6	6,5	7,9	7,9	5,8	8,6	8,1	8,0	7,6
Uruguay	2,3	12,0	6,6	7,1	5,6	6,9	7,1	7,9	7,2	6,1	6,7	4,8
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	10,9	6,0	6,3	5,2	6,0	6,0	5,8	5,1	5,0	4,8	4,9	5,0
Argentina	14,9	4,4	9,6	10,9	9,8	11,7	11,6	11,4	10,6	10,1	9,5	8,8
Brasil	14,8	6,6	6,9	4,2	6,2	6,1	5,5	4,3	3,8	3,1	3,0	3,3
México	4,6	4,7	4,0	3,6	4,0	3,1	3,7	3,1	3,5	4,1	4,1	4,0
Chile	2,8	1,1	3,1	3,4	3,3	3,8	4,1	3,8	3,5	2,2	2,7	2,9
Colombia	7,1	5,9	5,1	4,3	4,9	5,1	4,3	4,0	4,6	4,3	5,3	6,2
Venezuela	31,4	21,7	16,0	13,7	15,4	15,2	12,6	11,2	14,6	16,1	19,1	19,5
Perú	2,3	3,7	1,6	2,0	1,2	1,3	2,4	2,3	1,8	1,5	0,4	0,8
Uruguay	19,4	9,2	4,7	6,4	3,9	4,8	6,4	6,4	6,6	6,2	7,0	8,1
SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB) (b)												
América Latina (a) (b)	-1,9	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,2
Argentina	0,4	2,5	1,4	1,7	1,2	1,4	1,4	1,5	1,8	1,7	1,5	1,4
Brasil	-3,3	-2,3	-2,8	-2,9	-2,2	-2,8	-3,2	-3,0	-3,1	-2,9	-2,4	-2,1
México	-0,7	-0,3	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,1	0,7	0,3
Chile	-0,8	2,4	4,7	8,0	4,4	4,7	6,1	6,6	7,9	8,0	7,9	8,7
Colombia	-2,6	-0,6	-0,5	-0,5	-1,7	-0,5	0,2	0,6	1,8	-0,5
Venezuela	-4,4	-2,0	2,4	-1,5	4,1	2,4	-1,3	-5,5	-3,7	-1,5
Perú	-1,8	-1,3	-0,7	1,4	-0,3	-0,7	-0,1	0,7	1,0	1,4	1,5	1,2
Uruguay	-2,9	-2,0	-0,8	-0,6	-1,6	-0,8	-0,2	-0,6	-0,6	-0,6	-1,0	0,2
DEUDA PÚBLICA (% PIB) (b)												
América Latina (a) (b)	52,0	48,0	40,3	38,6	40,9	40,3	40,4	38,6	39,0	38,6	38,6	...
Argentina	129,9	120,3	66,8	59,8	66,6	66,8	69,0	59,1	59,9	59,8	62,0	...
Brasil	52,4	47,0	46,5	44,9	46,6	46,5	46,6	45,5	45,0	44,9	44,8	44,3
México	22,9	21,3	20,8	22,7	22,6	20,8	21,7	21,3	23,9	22,7	23,1	5,0
Chile	12,5	10,0	6,8	5,2	7,6	6,8	6,2	5,5	5,4	5,2	4,9	5,0
Colombia	50,7	47,0	46,6	44,9	46,1	46,6	46,9	47,7	45,6	44,9	43,6	...
Venezuela	56,9	53,3	48,2	41,9	50,1	48,2	36,1	38,2	40,0	41,9	39,0	37,3
Perú	47,0	44,3	37,8	32,6	38,1	37,8	36,1	35,0	33,1	32,6	30,8	30,0
Uruguay	108,2	100,7	83,8	70,9	82,5	83,8	73,1	74,9	75,5	70,9	74,7	...
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB)												
América Latina (a) (b)	1,0	1,4	1,8	1,9	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	1,9	1,7	1,6
Argentina	5,9	2,2	2,9	3,5	2,4	2,9	3,6	3,3	3,2	3,5	3,5	3,1
Brasil	0,8	1,8	1,8	1,3	1,7	1,8	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4
México	-1,4	-0,9	-0,6	-0,3	-0,9	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8
Chile	-1,0	2,2	1,1	3,6	0,9	1,1	1,7	2,8	3,9	3,6	4,8	5,4
Colombia	-1,2	-0,9	-1,5	-2,3	-1,5	-1,5	-1,7	-2,0	-1,9	-2,3	-2,9	...
Venezuela	13,8	15,3	22,3	19,5	20,7	22,3	23,6	24,2	22,5	19,5	17,1	14,6
Perú	-1,5	0,0	1,4	2,8	0,9	1,4	1,0	1,3	2,2	2,8	2,9	2,9
Uruguay	-0,8	0,0	0,2	-2,2	-0,1	0,2	0,2	-0,3	-1,0	-2,2	-1,9	...
DEUDA EXTERNA (% PIB) (b)												
América Latina (a) (b)	45,1	38,5	26,5	22,4	28,8	26,5	25,4	23,2	23,2	22,4	23,4	...
Argentina	119,6	107,6	59,1	47,5	61,4	59,1	56,1	48,1	49,1	47,5	51,0	...
Brasil	36,7	28,9	19,2	16,2	22,5	19,2	17,6	15,8	15,4	16,2	16,5	...
México	21,6	18,9	15,4	13,0	17,2	15,4	15,2	15,4	15,3	13,0	13,6	...
Chile	50,9	41,7	33,5	32,0	37,2	33,5	32,8	31,5	33,1	32,0	30,1	29,6
Colombia	43,4	35,0	28,4	26,5	28,9	28,4	30,0	28,9	28,2	26,5	29,0	...
Venezuela	50,3	42,5	39,3	29,6	38,6	39,3	31,3	28,9	29,2	29,6	31,3	33,6
Perú	47,1	42,0	35,3	28,2	36,4	35,3	34,3	28,8	29,3	28,2	29,4	27,6
Uruguay	98,0	87,6	68,6	54,6	67,3	68,6	58,6	59,3	59,0	54,6	56,7	...

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados.

b. 2007: estimado.

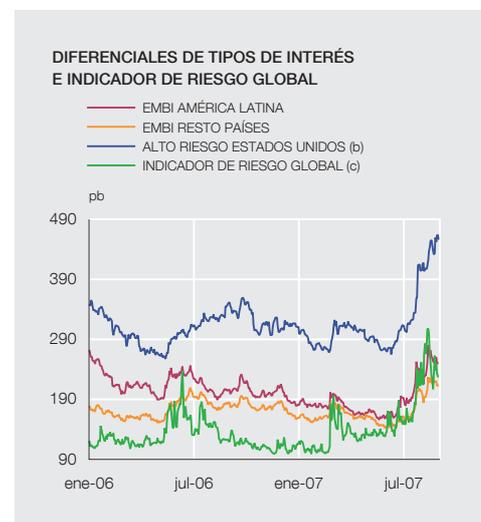
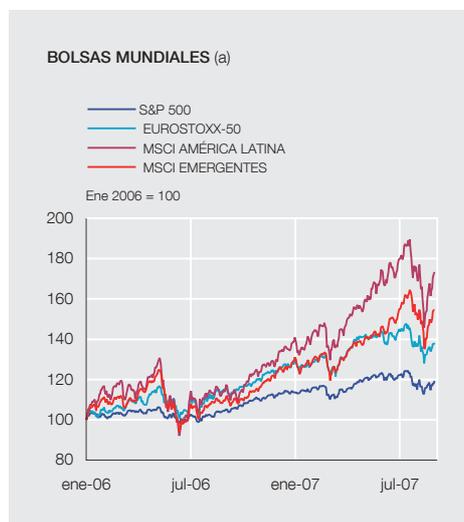
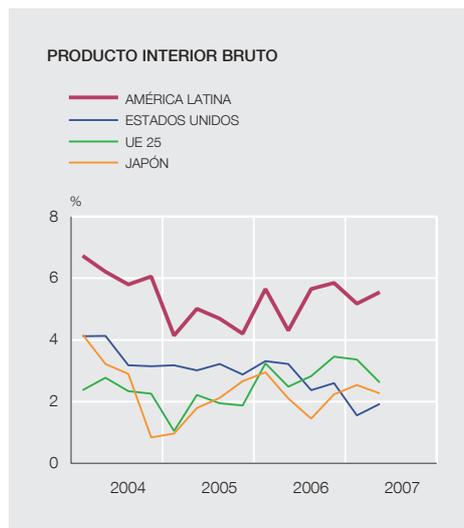
las dificultades en los mercados globales de crédito tengan un efecto relativamente duradero sobre elementos cualitativos —pero cruciales— para el funcionamiento de los mercados financieros, como la aversión al riesgo. Un aumento generalizado de la aversión al riesgo, una reasignación de carteras como consecuencia de las pérdidas en otros mercados o una menor disponibilidad de crédito podrían frenar el volumen de entradas de capitales en la región. América Latina, como región exportadora de materias primas, es especialmente vulnerable a un escenario de intensa desaceleración del crecimiento mundial y simultáneo endurecimiento de las condiciones de financiación.

Evolución económica y financiera

ENTORNO EXTERIOR

Hasta el mes de julio, el entorno exterior continuó configurándose como netamente positivo para la evolución de las economías latinoamericanas, en un contexto de sólido crecimiento de la economía mundial (véase gráfico 2) y condiciones financieras favorables. En Estados Unidos, el PIB mostró una aceleración sustancial en el segundo trimestre, si bien siguió reflejando la profundidad del ajuste inmobiliario y no despejó las dudas sobre el posible mantenimiento de un menor crecimiento del consumo privado en la segunda mitad del año. La evolución de los precios registró una moderación y la inflación subyacente flexionó hacia tasas consideradas confortables por la autoridad monetaria. Por su parte, en Japón el crecimiento de la actividad se moderó apreciablemente en el segundo trimestre, mientras que en el área del euro se registraba también una cierta moderación en el ritmo de crecimiento. El contrapunto vino de las economías emergentes, y en particular de China, donde se acentuó el ya muy dinámico ritmo de expansión, si bien el aumento de la inflación propició un progresivo tensionamiento de las condiciones monetarias en ese país. En las economías desarrolladas —con la excepción de Estados Unidos— el ciclo alcista de los tipos de interés solo se interrumpió a raíz de los problemas financieros recientes, al tiempo que los bancos centrales inyectaban importantes cantidades de liquidez en los mercados monetarios. Japón, el área del euro y Reino Unido han congelado las subidas previstas, y la Reserva Federal adelantó el inicio de las bajadas con una reducción de 50 puntos básicos (pb) en su reunión de septiembre (véase gráfico 2).

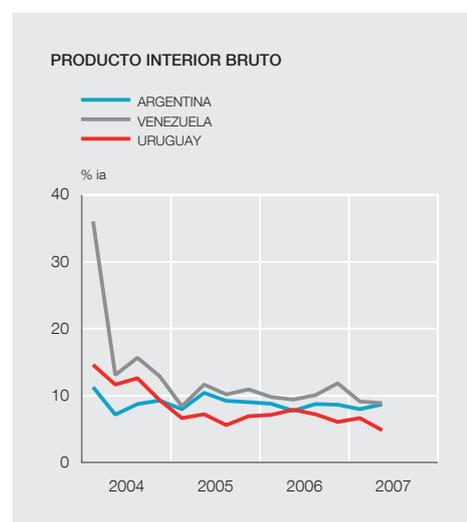
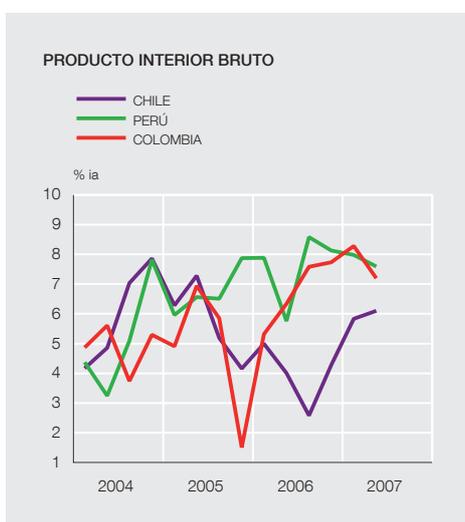
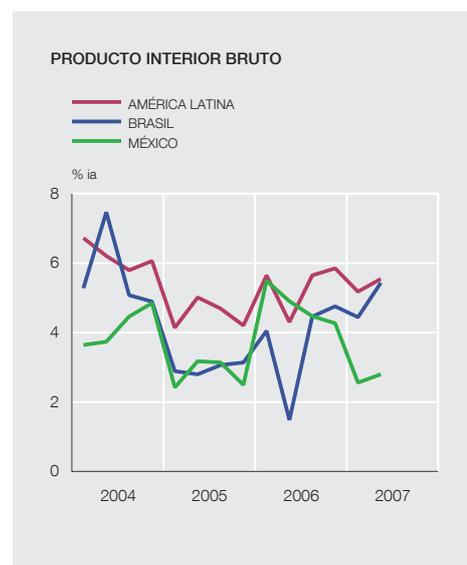
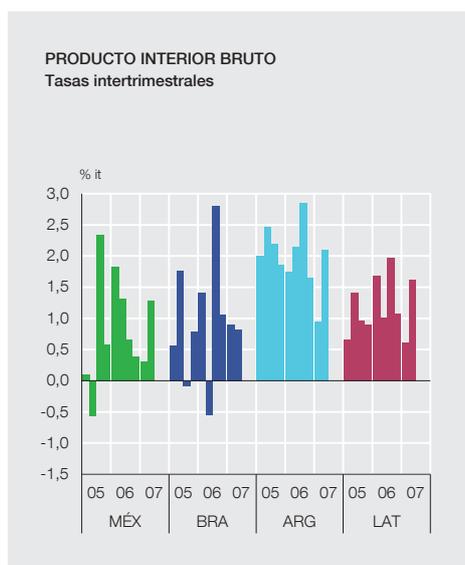
Uno de los aspectos más destacados de la evolución financiera internacional en los meses previos a la turbulencia fue la tendencia al alza registrada por los tipos de interés a largo plazo, particularmente acusada en Estados Unidos, donde las rentabilidades a diez años aumentaron hasta niveles por encima del 5,25% en junio. Este movimiento fue atribuido, principalmente, a un aumento de la prima por plazo derivado de la mejora de las perspectivas de crecimiento y, en parte también, al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de los tipos oficiales. Posteriormente, durante los meses de julio y agosto, el deterioro de la situación del mercado hipotecario de alto riesgo en Estados Unidos provocó una huida hacia la calidad que, aunque favoreció especialmente a los títulos sin riesgo de muy corto plazo, también incidió en un descenso de las rentabilidades a largo plazo, hacia niveles del 4,50%. Más significativos aún fueron los incrementos ocurridos en los diferenciales de crédito (véase gráfico 2), sobre todo en los bonos corporativos de las empresas de peor calificación crediticia (más de 150 pb entre julio y agosto), que se hicieron extensivos, aunque con menor intensidad, a los bonos soberanos de países emergentes, especialmente de Asia y América Latina. Por su parte, las bolsas, que hasta finales de julio habían mantenido una fuerte tendencia al alza, experimentaron correcciones importantes, especialmente acusadas en el caso de los mercados emergentes, cuya subida había sido también de mayor magnitud (véase gráfico 2). El índice Standard and Poors y el Eurostoxx registraron caídas del orden del 10% entre mediados de julio y mediados de agosto, mientras que el índice MSCI en dólares de mercados emergentes llegó a caer más de un 15%, y aún más el índice MSCI de Latinoamérica. No obstante, tras la recuperación de las últimas semanas, las bolsas se han situado en valores positivos respecto a comienzos de año.



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

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

Las turbulencias en los mercados financieros tuvieron también su reflejo en los mercados de cambios. El tipo de cambio del dólar frente al euro se vio favorecido temporalmente por el carácter del dólar como moneda refugio. Por su parte, el yen llegó a apreciarse un 7% frente al dólar, a mediados de agosto, y aún más frente a las divisas de muchos países con altos tipos de interés, como el dólar australiano, el real brasileño o la lira turca, en un movimiento de reversión de las operaciones de *carry-trade*. Finalmente, otro aspecto destacado del último trimestre fue el movimiento oscilante del precio del petróleo, que, tras caer hacia los 68 dólares por barril ante la incertidumbre sobre en qué medida la inestabilidad financiera afectaría al crecimiento de la economía mundial, se recuperó hasta los niveles máximos previos, cercanos a los 80 dólares. Las materias primas, especialmente las metálicas, registraron una evolución similar a la del petróleo, mientras que los productos agrícolas a partir de los que se elabora biofuel (trigo, maíz y soja) experimentaron un fuerte encarecimiento en los meses de verano.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

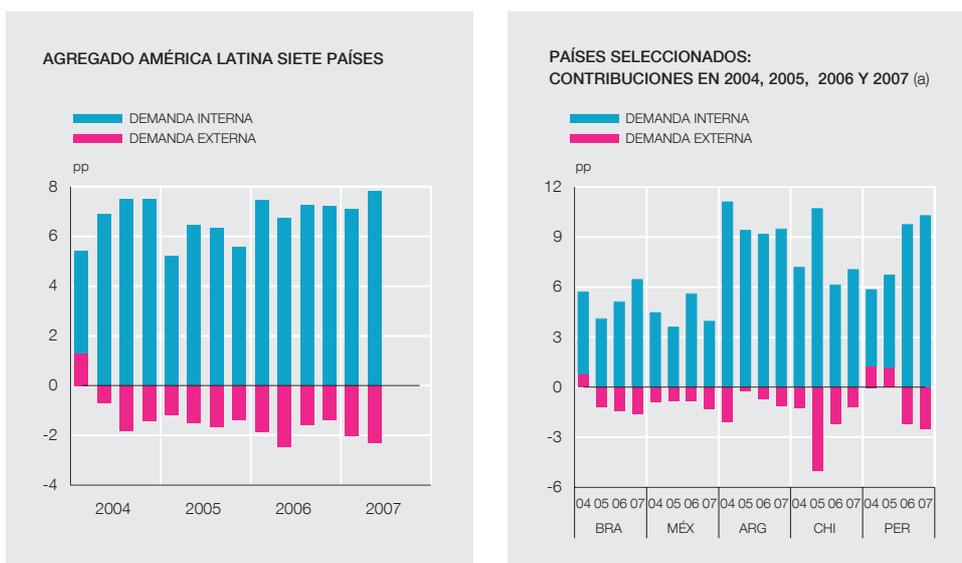
ACTIVIDAD Y DEMANDA

La actividad económica en América Latina registró un crecimiento de 5,4% en el primer semestre de 2007, en línea con el crecimiento medio de 2006, aunque con una ligera moderación respecto al segundo semestre de ese año. La desaceleración fue notable en el primer trimestre, pero se compensó durante el segundo, con un aumento intertrimestral del 1,7%, muy superior a los registrados a finales de 2006 (véase gráfico 3).

Por países, el crecimiento se elevó significativamente en Brasil y Chile, y disminuyó en el resto, aunque, en general, de forma moderada y partiendo de tasas muy elevadas. Este es el caso de Argentina, Colombia, Venezuela y Perú. Resulta particularmente significativa la evolución de la actividad en México, cuyo ritmo de crecimiento prácticamente se recortó a la mitad, desde tasas próximas al 5% en 2006, hasta un 2,6% en el primer trimestre y un 2,8% en el segundo, como consecuencia del menor crecimiento de su principal socio comercial, Estados Unidos, y de la ralentización de la demanda interna. De hecho, prácticamente toda la desaceleración de la actividad en la región ocurrida en el primer semestre puede atribuirse a México. Mientras Brasil aportó 1,9 puntos porcentuales (pp) al crecimiento y Argentina 1,2 pp, México tan solo aportó siete décimas, cuatro menos que en el segundo semestre de 2006.

APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB
Puntos porcentuales

GRÁFICO 4

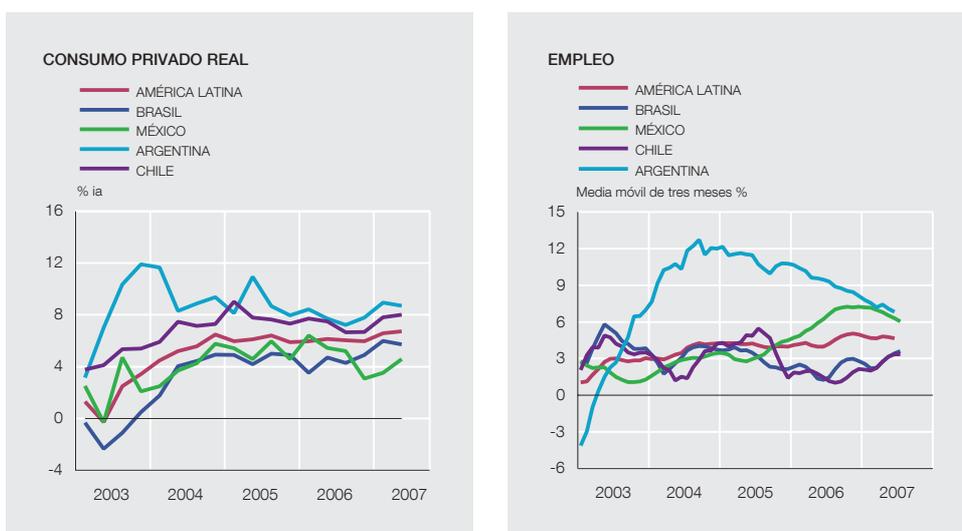


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Primer semestre 2007.

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

GRÁFICO 5

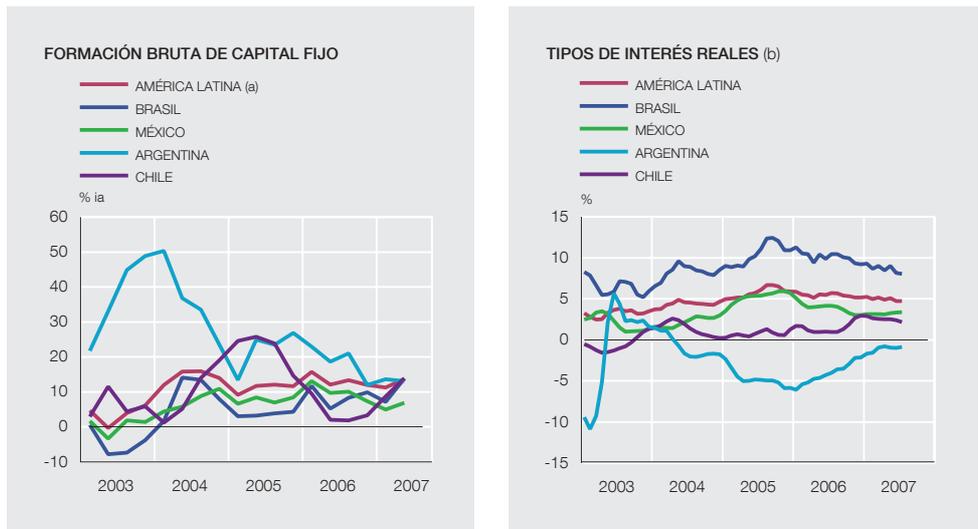


FUENTE: Estadísticas nacionales.

Por componentes, la contribución de la demanda interna al crecimiento se amplió respecto al segundo semestre de 2006, alcanzando los 7,9 pp en el segundo trimestre, mientras que la demanda externa experimentó un cierto deterioro, con una contribución negativa de 2,3 pp (véase gráfico 4). Este deterioro fue bastante generalizado por países, con la excepción significativa de Chile. El consumo privado se aceleró, alcanzando una tasa de crecimiento del 6,8% interanual en el segundo trimestre (véase gráfico 5), impulsado por su crecimiento en Argentina y Chile, y por el despegue experimentado en Brasil, después de un año de relativa atonía. Este comportamiento refleja la buena situación del mercado de trabajo en la región, donde el empleo creció a un ritmo superior al registrado en 2006 (en torno al 5% en el primer trimestre) y los salarios reales aumentaron en torno al 5,4%, si bien se ralentizaron en el segundo trimestre.

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

GRÁFICO 6



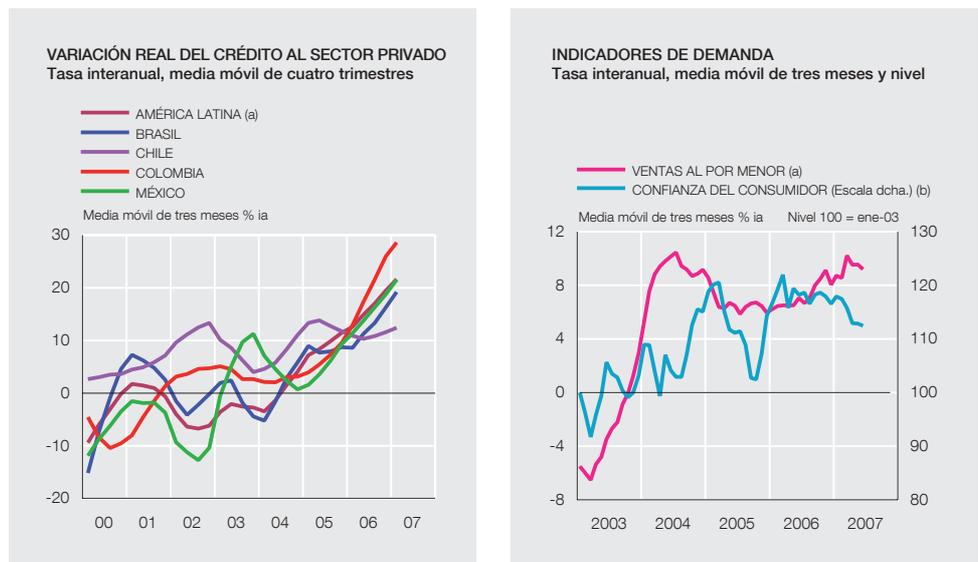
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

- a. Ocho mayores economías.
- b. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

DEMANDA

GRÁFICO 7

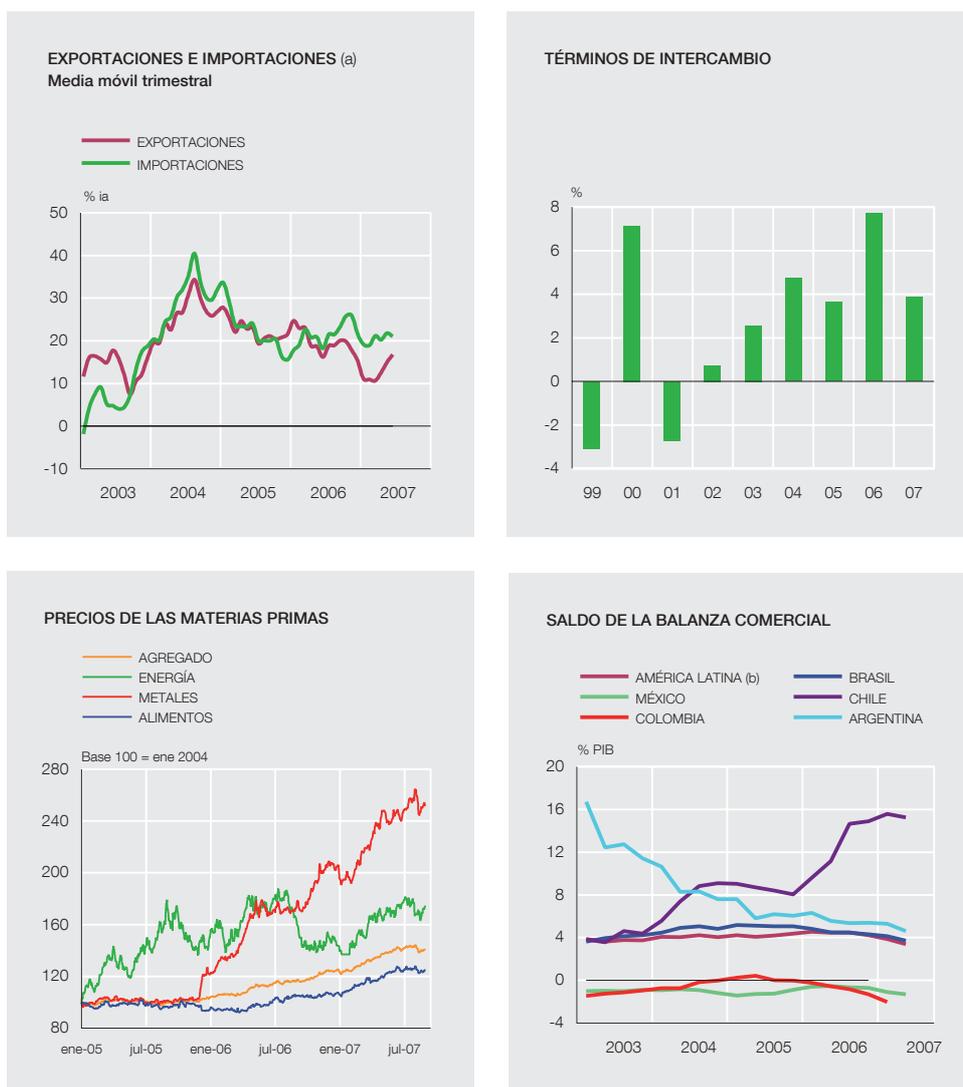
Media móvil de tres meses de la tasa de variación interanual y niveles



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

La tasa de paro se mantuvo en niveles relativamente reducidos, del 7,7% de la población activa, en el segundo trimestre. El crecimiento del crédito, que se incrementó de forma generalizada (20,5% interanual, en términos reales), y el mantenimiento de los tipos de interés reales en niveles reducidos continuaron siendo también soportes importantes del consumo y de la inversión (véase gráfico 6). La inversión mantuvo un ritmo de crecimiento en torno al 14% interanual en el segundo trimestre, muy similar al del último semestre de 2006, siendo además el componente más dinámico de la demanda interna en la mayoría de los países. De hecho, en Chile, Colombia y —en el segundo trimestre— en Brasil y Perú la formación bruta de capital tendió a



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Datos de aduanas en dólares.

b. Agregación de las nueve mayores economías.

acelerarse sustancialmente (véase gráfico 6). El consumo público se moderó, especialmente durante el primer trimestre, registrando un aumento del 2,7% interanual en el segundo trimestre, una tasa relativamente baja desde la perspectiva de los dos últimos años.

La evolución de los indicadores de mayor frecuencia —como las ventas al por menor (véase gráfico 7)— avala el mantenimiento de un buen comportamiento del consumo privado al comienzo del tercer trimestre. Sin embargo, el deterioro experimentado por los índices de confianza del consumidor (en muchos países), la ralentización en el ritmo de creación de empleo y el aumento de la inestabilidad en los mercados financieros constituyen factores de cautela de cara al futuro.

El sector exterior continuó registrando resultados positivos, gracias al favorable comportamiento de la relación real de intercambio (véase gráfico 8), a pesar de la ampliación de la contribución negativa al crecimiento de la demanda externa. El saldo de la balanza comercial se situó en el 3,7% del PIB en el segundo trimestre, lo que constituye un superávit sustancial en una fase

La evolución de los mercados financieros en el último semestre ha atravesado dos fases claramente diferenciadas. Desde abril hasta finales de julio se observó un aumento de las entradas de capital netas en la región, que, tras años de moderación, retornaron a cotas similares a las anteriores a 1998 (véase gráfico 9); en los dos últimos meses, por el contrario, se ha producido un apreciable ajuste en los precios de los activos financieros, como consecuencia del impacto de la turbulencia financiera reciente.

Durante el primer semestre de 2007 se produjo un sustancial aumento de los flujos netos de capital hacia América Latina y, en general, hacia los mercados financieros emergentes. En América Latina, buena parte de las entradas de capital tuvo lugar en forma de inversión extranjera directa, atraída probablemente por la mejora en las perspectivas económicas de la región, por su mayor estabilidad y por los beneficios derivados de la globalización. También se produjo un cambio de signo en los flujos netos de inversión de cartera, que pasaron a ser positivos, si bien su permanencia es más incierta en la actual fase de inestabilidad financiera. La entrada de capitales a corto plazo del primer semestre puede explicar la tendencia a la apreciación experimentada hasta julio por la mayoría de los tipos de cambio de la región, así como la intensificación de los procesos de compra de reservas por parte de algunos bancos centrales, que fue notoria en el caso del Banco Central de Brasil. Todo ello generó la aparición de algunos dilemas y dificultades en la gestión de las políticas monetarias, que se analizan en el recuadro 1 en los casos de Brasil y Colombia.

En este contexto, las emisiones corporativas en mercados internacionales mantuvieron su dinamismo a lo largo del primer semestre, ascendiendo a más de 22.000 millones de dólares, una cifra muy superior al volumen total de emisiones soberanas, que siguió reduciéndose durante el mismo período. De hecho, Chile, México, Colombia y Venezuela no realizaron emisiones soberanas en los mercados internacionales durante el primer semestre.

Entre mediados de julio y agosto se produjo un fuerte ajuste en los precios de los activos financieros latinoamericanos (véase gráfico 10). Los diferenciales soberanos, que, medidos por el índice EMBI, se habían situado en mínimos históricos en junio, en torno a los 150 pb, tendieron a ampliarse en más de 100 pb. Esta ampliación, similar a la de otras áreas emergentes, pero menor que la de los diferenciales corporativos de alto riesgo americanos, fue significativa, pues llegó a situar dichos diferenciales en los máximos del último año y medio. Inicialmente, la ampliación de diferenciales fue generalizada, y se produjo un aumento de la correlación entre mercados como indicio de huida hacia la calidad y de cierta falta de discriminación entre distintos riesgos. No obstante, con suficiente perspectiva, se observa que los diferenciales soberanos de Argentina y Venezuela, países de mayor riesgo crediticio, han registrado la ampliación más notoria (de más de 250 pb desde abril en ambos países). Las turbulencias tuvieron un impacto mucho más limitado en los diferenciales soberanos de México y Chile, que se ampliaron tan solo en torno a 30 pb respecto a los mínimos; y tampoco fue importante la ampliación en Brasil (unos 50 pb). En conjunto, los diferenciales soberanos se han mantenido en niveles muy bajos, en relación con el promedio histórico, si bien la ampliación de los diferenciales de rentabilidad de la deuda emitida en moneda local fue mucho más acusada en prácticamente todos los mercados.

El aumento de la volatilidad tuvo un impacto apreciable en los mercados de renta variable y en los mercados de cambios. El índice MSCI de América Latina llegó a registrar pérdidas cercanas al 20% entre mediados de julio y agosto, en línea con otros mercados emergentes, si bien posteriormente registró una sensible recuperación (véase gráfico 10). Esta recuperación ha permitido que la mayor parte de los índices de bolsa locales registren, a mediados de septiembre, ganancias respecto a comienzos de año.

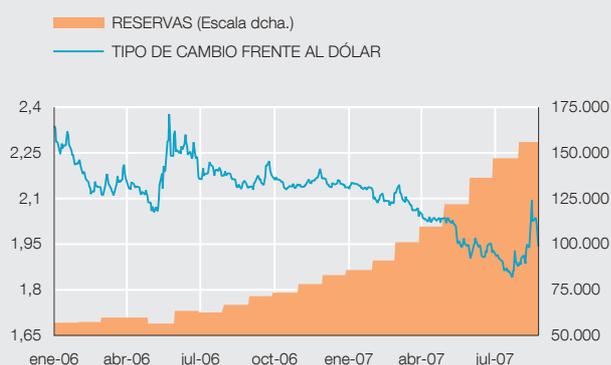
Las buenas condiciones económicas han generado desde hace varios años presiones a la apreciación generalizada de los tipos de cambio en América Latina, que se han exacerbado en los primeros meses de 2007. La fuerte apreciación nominal registrada durante los últimos años arrastró a los tipos de cambio reales, con potenciales implicaciones negativas sobre la competitividad de determinados sectores exportadores. Por esta razón, a pesar de la generalización de los regímenes de tipos de cambio flexible, la mayoría de los bancos centrales latinoamericanos ha tratado de mitigar las apreciaciones nominales, con un notable activismo en los mercados de cambios, a través de la acumulación de reservas (véanse gráficos 1 y 2). Colombia y Brasil son probablemente los dos países del área donde estas presiones han sido más acusadas, si bien recientemente las turbulencias financieras globales las han interrumpido.

En este recuadro se describen las distintas implicaciones que la fuerte apreciación de los tipos de cambio ha tenido para ambos países, analizándose sus causas y su impacto sobre la política monetaria.

En el caso de Colombia, las presiones a la apreciación registradas desde 2004 fueron consecuencia de las fuertes entradas de flujos financieros (véase gráfico 2), en su mayor parte de largo plazo (inversión directa y determinados flujos de inversión de cartera), en un contexto de mayor estabilidad política y de mejora en las perspectivas de crecimiento de la economía colombiana. Por el contrario, las presiones a la apreciación del real brasileño durante los últimos tres años vinieron impulsadas principalmente por los fuertes superávits de cuenta corriente, si bien a partir de 2006 comenzaron a producirse entradas netas de flujos financieros de gran magnitud (véase gráfico 3). En el primer semestre de 2007, la fuerte apreciación del real y del peso frente al dólar (16% y 18%, respectivamente, hasta julio) vino explicada por el fuerte incremento en las entradas de flujos financieros, tal y como muestran los gráficos 3 y 4.

Así, el Banco Central de la República de Colombia (BCRC) intervino regularmente en el mercado cambiario desde 2004, en la mayor parte de los casos con el objetivo de evitar la apreciación del tipo de cambio. Las compras de reservas se aceleraron de manera muy no-

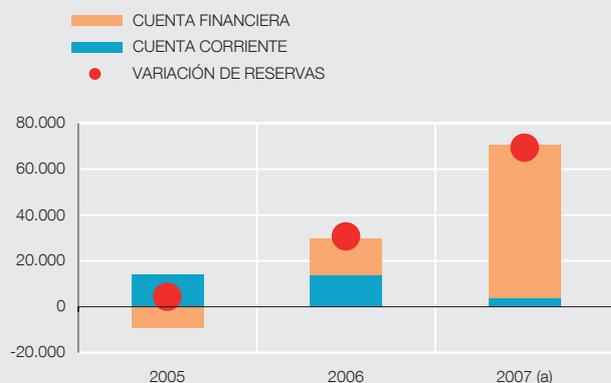
1 BRASIL



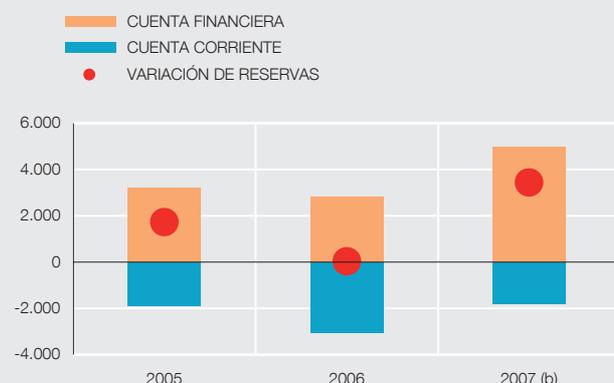
2 COLOMBIA



3 BRASIL



4 COLOMBIA



FUENTES: Banco Central de Brasil y Banco de la República.

a. Hasta julio.
b. Hasta marzo.

table en los primeros meses de 2007, período en el que alcanzaron los 20.000 millones de dólares —un incremento del 31% sobre el dato de fin de 2006—. Hasta junio, no obstante, esta política de acumulación de reservas no logró contener las presiones a la apreciación del peso frente al dólar, y además generó conflictos con los objetivos de política monetaria. En efecto, el hecho de que las compras de reservas realizadas durante 2006 no fueran esterilizadas generó una fuerte expansión de la base monetaria durante dicho año, a pesar de lo cual la inflación se mantuvo relativamente contenida. No obstante, a finales de ese año la inflación comenzó a aumentar sustancialmente, situándose fuera de los objetivos de inflación del banco central desde comienzos de 2007. Las compras de reservas realizadas durante 2007 pasaron a esterilizarse, a medida que seguían aumentando los tipos de interés oficiales (un aumento acumulado de 325 pb desde abril). El aumento de los tipos de interés, junto con la habilitación, a principios de marzo, de una facilidad de depósito ilimitada y remunerada en el banco central, contribuyó, probablemente, a alimentar las entradas de flujos financieros de corto plazo y también las presiones a la apreciación. De este modo se puso en marcha un círculo vicioso con consecuencias negativas: el BCRC se encontró ante un dilema de política monetaria, al disociarse los objetivos de control de inflación y de tipo de cambio. En este contexto, se aprobaron medidas excepcionales, como la imposición de coeficientes de reservas, con objeto de reducir la liquidez; se estableció un depósito obligatorio durante seis meses por valor del 40% de los créditos obtenidos en el extranjero, y límites al apalancamiento de los intermediarios del mercado cambiario en sus operaciones de derivados (medidas orientadas a reducir el atractivo de las entradas de flujos financieros de corto plazo). Por otra parte, el Gobierno estableció medidas de control de capital, consistentes en la constitución de un depósito en moneda local en el BCRC por un plazo de seis meses por el 40% del valor de todas las inversiones de cartera de capital exterior. Además, para compensar a los sectores más perjudicados por la apreciación, se puso en marcha un paquete de ayuda a los exportadores.

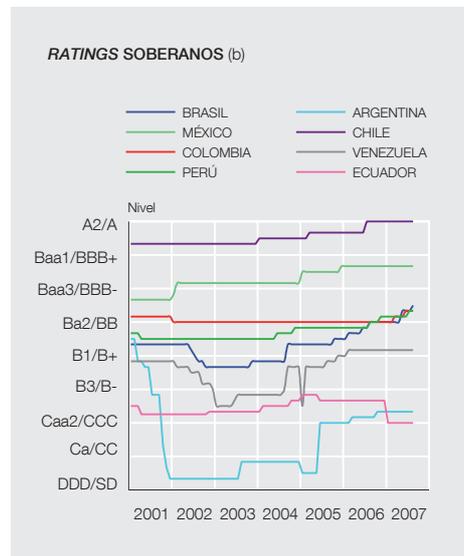
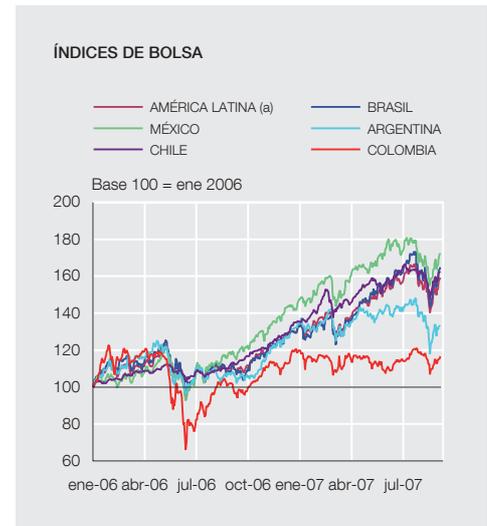
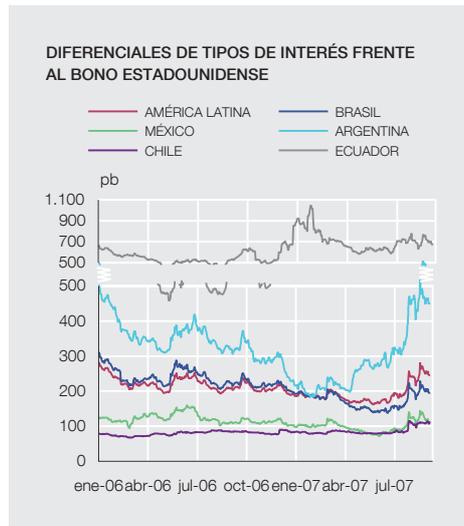
Por su parte, el Banco Central de Brasil (BCB) llevó a cabo fuertes compras de reservas esterilizadas durante 2006, que se incrementaron de manera muy significativa durante el primer semestre de 2007, de manera que estas pasaron de 85.000 millones de dólares a 136.000 millones. A diferencia de Colombia, las compras de reservas no generaron conflictos significativos con la conducción de la política monetaria, dado que el BCB se hallaba inmerso en un largo ciclo de recortes de los tipos de interés, que han contribuido a mitigar las presiones apreciatorias. Sin embargo, ello no quiere decir que esas presiones no hayan incidido en la conducción de la política monetaria. En efecto, el BCB había optado a principios de 2006 por reducir el ritmo de recortes de tipos de interés, de 50 pb a 25 pb dentro de su ciclo expansivo de política monetaria. En junio, tras un período de fuertes entradas de flujos financieros de corto plazo, optó por reducir los tipos de interés en 50 pb, decisión que mantuvo en julio. La aceleración en el ritmo de recortes fue atribuida, en gran medida, a los intentos de frenar las entradas de flujos financieros de corto plazo y una mayor apreciación del real. Por otra parte, de modo similar a Colombia, el Ministerio de Economía diseñó programas de créditos y subsidios a exportadores, con el objeto de establecer compensaciones a determinados sectores afectados por la apreciación. Además, se han introducido determinados cambios en la regulación prudencial, con objeto de evitar exposiciones excesivas al tipo de cambio, y que permitieron reducir las entradas de flujos financieros.

Estos episodios muestran las crecientes dificultades de conciliar las apreciaciones del tipo de cambio con la gestión de la política monetaria, incluso en los casos en que una significativa apreciación del tipo de cambio real sea coherente con la buena evolución de los fundamentos económicos. Aunque las presiones a la apreciación se han interrumpido en el contexto de la turbulencia global reciente, las economías latinoamericanas pueden volver a enfrentarse a los dilemas y cuestiones asociados a las fuertes entradas de capitales y su impacto sobre las variables monetarias y cambiarias.

Por su parte, en los mercados de cambios el aumento de la aversión al riesgo tuvo un claro impacto en aquellas divisas de altos tipos de interés que habían sido objeto de *carry-trade* en los últimos meses. Mención especial merecen el real brasileño y el peso colombiano, que revirtieron en agosto buena parte de la apreciación que habían registrado desde el inicio del año, en un contexto de fuerte aumento de la volatilidad (véase gráfico 10). Esta reversión llevó al Banco Central de Brasil a interrumpir sus compras de reservas. Pero también aquellas divisas que habían mostrado una menor apreciación, como el peso mexicano o el peso argentino, tendieron a depreciarse moderadamente (en torno al 3%), este último a pesar de las ventas de dólares del banco central y la banca pública. El peso chileno y el sol peruano se mantuvieron, sin embargo, relativamente estables durante todo el período. En el ámbito de las emisiones, durante el período de turbulencia tuvieron que cancelarse o posponerse algunas emisiones de deuda soberana previamente anunciadas (Argentina, Brasil, Bono del Sur de Venezuela), e incluso también algunas emisiones de renta fija privada.

**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.

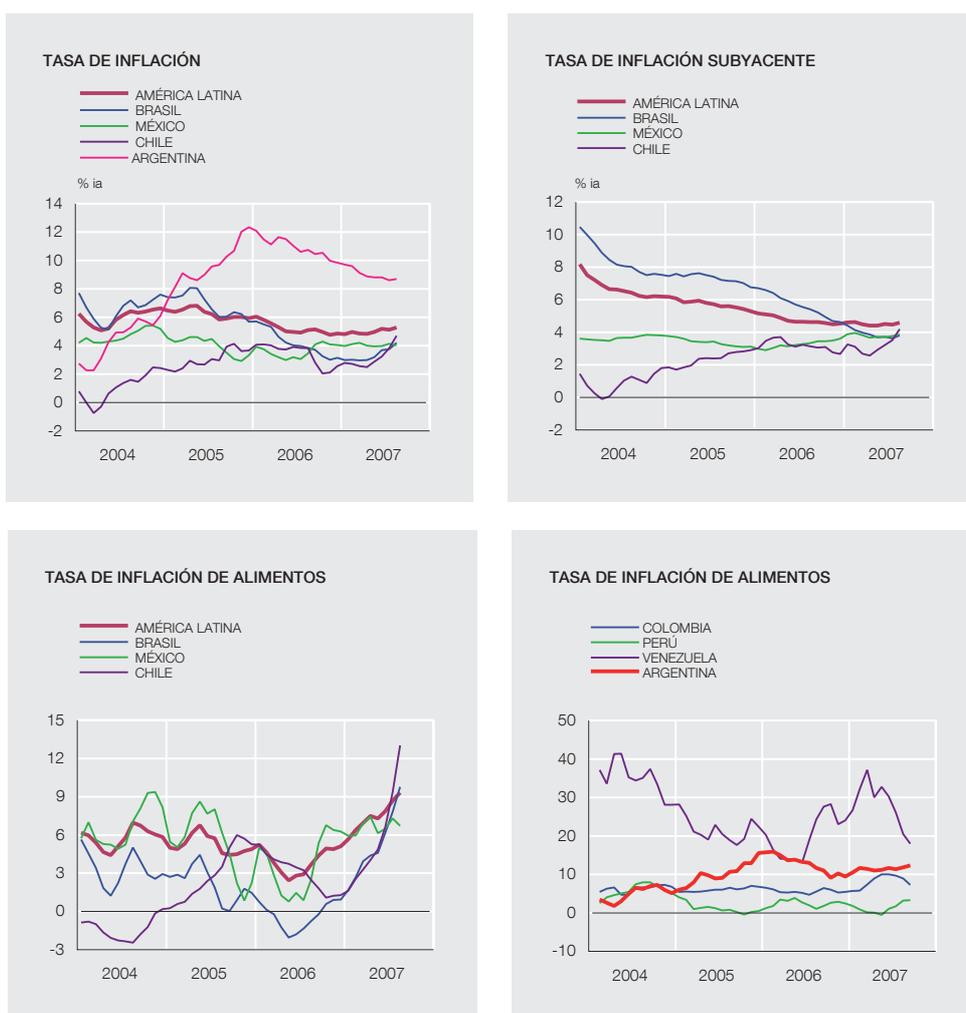
En cualquier caso, los sólidos fundamentos de las economías latinoamericanas y su menor vulnerabilidad financiera, junto con una menor exposición directa de sus sistemas bancarios a los activos estructurados de alto riesgo, han permitido que el impacto del canal financiero haya sido relativamente contenido hasta la fecha. En este sentido, resulta significativo que Brasil viese revisada al alza su calificación crediticia a finales de agosto, hasta un escalón por debajo del *rating* de inversión, revisión que sigue a las de Perú, en julio, y Colombia, en junio, así como a la mejora de las perspectivas para la calificación de México en el mismo mes. Sin embargo, es pronto para descartar la posibilidad de que un eventual aumento de la aversión al riesgo o una reasignación de carteras, a raíz de las pérdidas que puedan materializarse en otros mercados, deterioren las condiciones de financiación en los mercados. En este sentido, la mayor parte de los emisores soberanos de la región tienen sus necesidades de financiación para 2007 cubiertas, lo que les permite aislarse temporalmente de una eventual situación de menor disponibilidad de crédito. Pero también hay países, como

Argentina, donde el Tesoro se encuentra todavía con importantes necesidades de financiación, y que podrían resultar más expuestas de prolongarse la inestabilidad, lo que conllevaría posiblemente un aumento del recurso al banco central. Otros, como Colombia o México, se enfrentan a una dependencia mayor de los flujos de capital externos, al mantener un déficit por cuenta corriente, aunque este se haya financiado hasta ahora con entradas de capital a largo plazo. Finalmente, hay que destacar la interacción del canal financiero con los canales de transmisión reales, cuyo impacto en América Latina podría ser muy importante, sobre todo si una desaceleración del crecimiento de la economía mundial hiciera retraerse los precios de las materias primas, sobre los que la región ha basado gran parte de su reciente expansión.

La inflación repuntó moderadamente en los últimos seis meses, situándose en tasas del 5,3% en agosto, frente al mínimo de 4,7% alcanzado en el segundo semestre de 2006 (véase gráfico 11). El repunte tuvo un carácter generalizado por países (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), observándose una cierta dispersión en cuanto a su intensidad y en cuanto al origen de las presiones en los precios, si bien el componente alimenticio estuvo presente en la mayoría de los casos. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en torno al 4,5% en el agregado de la región.

El aumento de la inflación fue especialmente acusado en Chile, donde se situó en un 4,7%, en agosto, más de 2 pp por encima de las tasas del primer trimestre. Este incremento tuvo su origen en la subida de los precios de los alimentos y de los combustibles, y en el aumento de las tarifas eléctricas (véase gráfico 11). Sin embargo, también la inflación subyacente repuntó sensiblemente, hasta un 4,2%, superando el objetivo del Banco Central, en un contexto de probable cierre de la brecha de producción. En estas circunstancias, el Banco Central elevó en tres ocasiones el tipo oficial en 25 pb, en julio, agosto y septiembre, situándolo en el 5,75%. En México, el repunte de los precios de los alimentos fue el determinante principal de la subida de la inflación hasta el 4,1% en agosto, mientras que la inflación subyacente se vio afectada en menor medida (3,8%). Con todo, al superarse el límite superior de la banda de objetivos del Banco de México, este elevó en abril su tipo de referencia en 25 pb, hasta el 7,25%, manteniendo posteriormente un sesgo alcista en sus comunicados de política monetaria. Por su parte, en Colombia la inflación, que había superado tasas del 6% en el segundo trimestre, flexionó hasta el 5,7% tras un notable endurecimiento de la política monetaria y la aplicación de una serie de medidas administrativas de control del crecimiento del crédito. Finalmente, en Brasil la inflación se situó en agosto, en el 4,2%, incrementándose en más de un punto porcentual respecto al comienzo del año. Sin embargo, la inflación subyacente continuó comportándose de forma muy favorable, lo que permitió nuevos descensos de los tipos de interés oficiales, hasta un mínimo histórico del 11,25% en septiembre. En Argentina y Venezuela, la inflación se mantuvo en tasas de crecimiento muy elevadas. Las dudas que ha planteado la metodología de cálculo de los precios de consumo en Argentina han puesto en cuestión la caída de la inflación hasta el 8,7% en agosto, mientras que en Venezuela el recorte del IVA en 5 pp tuvo un efecto a la baja transitorio en la inflación, que se situó en el 15,9%, mínimo del último año.

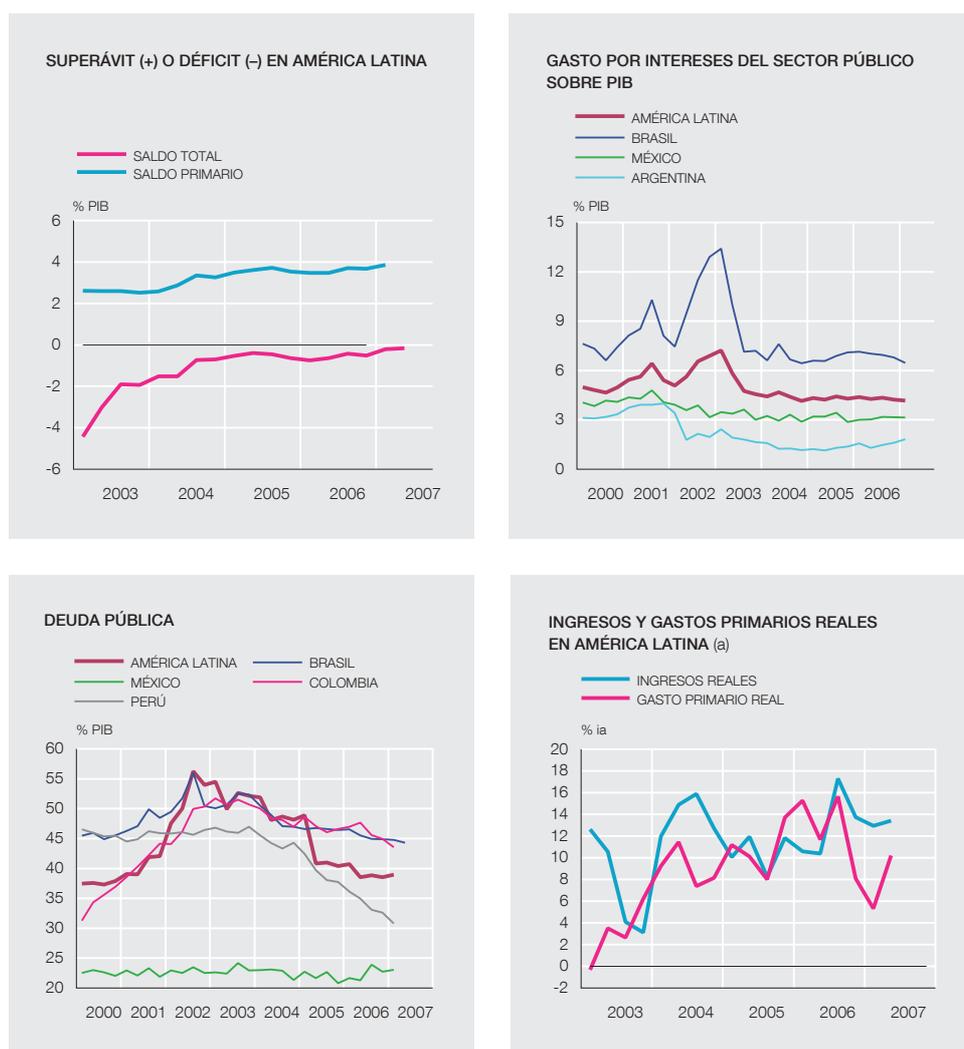
En conjunto, cabe seguir valorando como positiva la evolución de la inflación en la región, dada la madurez del ciclo y el dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, la elevada ponderación de los alimentos en los patrones de consumo de muchos países y los indicios de presiones en otros componentes en algunos de ellos no permiten descartar un cierto cambio de tendencia en el proceso de desinflación de los últimos años. Por ello, cobran especial relevancia en este momento aspectos como la coherencia de las políticas económicas, sobre todo en un contexto de mayor incertidumbre sobre los efectos de la inestabilidad financiera



FUENTE: Estadísticas nacionales.

global. La credibilidad ganada por los bancos centrales en los últimos años, en particular los que mantienen objetivos de inflación, y el volumen de reservas acumulado (que asciende a más del 11% del PIB de la región) deberían permitir un cierto grado de autonomía de las políticas monetarias respecto de la evolución de los mercados cambiarios, siempre que el impacto financiero de las turbulencias no se agudice. Sin embargo, si como resultado de una mayor aversión al riesgo se produjera una tendencia a la depreciación de los tipos de cambio, se reduciría uno de los canales más importantes de contención de la inflación en los últimos tiempos.

En la vertiente fiscal no se han producido grandes cambios, dado que la posición cíclica y la positiva contribución del precio de las materias primas a los ingresos fiscales continuaron favoreciendo mejoras en los saldos fiscales de algunos países (Chile, Uruguay) y un mantenimiento en el resto (véase gráfico 12). Resulta destacable el caso de Chile, donde el gobierno aumentó la previsión de superávit fiscal para el año desde el 4,4% al 7,1%, tras elevar en julio la proyección del precio promedio del cobre para 2007. En México y Brasil, el comportamiento del gasto está siendo muy moderado, mientras que en Venezuela es destacable la contención registrada por el gasto público respecto a trimestres pasados, al contrario que en Argentina. En el conjunto de la región, el saldo presupuestario total ha alcanzado el equilibrio y el primario se ha consolidado en el 4% del PIB, por tercer año consecutivo, anotándose cierto



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

descenso en la carga por intereses, con la excepción de Argentina. Las ratios de deuda se mantuvieron estables. En México se presentó el Plan Nacional de Desarrollo para el sexenio 2007-2012, que contiene inversiones en infraestructuras por valor de 225 mm de dólares, 35 mm de los cuales se destinarían al sector energético. Ello favorecería, según cálculos oficiales, un aumento del PIB potencial de 0,6 puntos por año. Como muestra de compromiso con la disciplina fiscal, su financiación está ligada a la aprobación de la propuesta de reforma impositiva, que se analiza en el recuadro 2.

INTEGRACIÓN COMERCIAL
 Y POLÍTICAS ESTRUCTURALES

En los primeros meses de 2007 se produjo una paralización de los procesos de integración, cuya consecución parecía al alcance a finales del pasado año. Por un lado, la adhesión plena de Venezuela a MERCOSUR no se materializó en la fecha prevista, al no recibir la aprobación de los parlamentos de dos miembros fundadores, de forma que el ejecutivo venezolano se planteó el reingreso en la Comunidad Andina, que había abandonado seis meses antes. Todo ello ilustra el carácter errático de los proyectos de integración regional en América del Sur, en un ámbito que debería caracterizarse por los compromisos firmes. En este contexto, el entendimiento alcanzado entre Estados Unidos y Uruguay podría ser el primer paso para la conse-

El pasado 20 de junio, la Secretaría de Hacienda presentó el proyecto de reforma impositiva elaborado por la nueva administración. El objetivo fundamental de la reforma es reducir la dependencia de los ingresos fiscales del sector petrolero y lograr un salto en la recaudación tributaria que permita afrontar un ambicioso plan de inversiones públicas en la presente legislatura. En la actualidad, los ingresos fiscales en México suponen algo más del 22% del PIB, cifra muy similar a la del resto de países de la región¹, pero que se reduce al 10% cuando se considera solo la recaudación a través de impuestos (directos e indirectos), el menor porcentaje de todos los países de la OCDE e inferior al de muchos latinoamericanos con menor renta per cápita (véase gráfico 1). Cerca del 37% de los ingresos presupuestarios totales proviene del sector petrolero, frente al 22% que suponen los ingresos del cobre en Chile, por ejemplo. La proporción pone de manifiesto una dependencia del petróleo respecto a los ingresos fiscales todavía más elocuente si se considera que el sector petrolero representa tan solo un 8% de la actividad en México. Ello supone una clara vulnerabilidad si se tiene en cuenta la reciente tendencia descendente del volumen de producción de crudo (véase gráfico 2), tanto por el agotamiento de los principales pozos de producción como por la falta de inversiones por parte de la petrolera estatal PEMEX.

El objetivo principal de la reforma es, pues, aumentar los ingresos públicos en 2,8 puntos del PIB en el horizonte del año 2012, esto es, cerca de un tercio de los ingresos tributarios actuales. Este aumento se pretendía lograr, fundamentalmente, con la creación de un nuevo impuesto sobre las empresas, la Contribución Empresarial a Tasa Única (CETU), cuya recaudación adicional esperada era de un 1,85% del PIB. Este impuesto sustituiría al impuesto sobre los activos empresariales, y se aplicaría con una tarifa inicial del 16%, que subiría al 19% en 2009, sobre la diferencia entre los flujos de ingresos y pagos por gastos e inversiones realizadas por las compañías. El impuesto se calcularía en paralelo al impuesto sobre la renta actual que pagan las empresas, y la empresa pagaría la mayor de las dos cantidades resultantes. Con el objeto de evitar la doble imposición, del impuesto

serán deducibles las retenciones sobre las nóminas de los empleados a cuenta del impuesto sobre la renta de estos. Entre los principales elementos de la reforma cabe también destacar la creación de un impuesto contra la informalidad, que consistiría en un recargo del 2% para los depósitos en efectivo superiores a 20.000 pesos mensuales, deducible después en el impuesto sobre la renta, con el objeto de desincentivar la utilización de medios de pago más habituales en la economía informal².

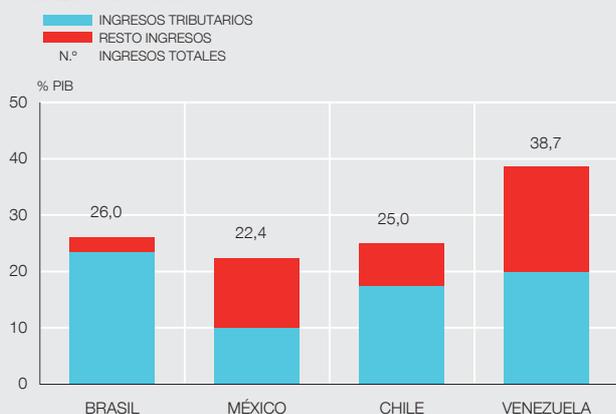
La reforma fiscal propuesta incluía también cambios en la participación de los estados en los ingresos públicos, en la medida en que se permite a estos crear recargos sobre algunos de los impuestos especiales (IEPS), se les otorga un tercio de los ingresos adicionales creados por las medidas impositivas mencionadas, y se reforman las aportaciones del Gobierno Federal a los estados, en especial las vinculadas a la prestación de servicios educativos. Respecto al gasto, se constituye un Consejo Nacional de Evaluación para concentrar la evaluación de todas las políticas públicas y la ejecución de los programas, y se privilegia como principio el gasto en inversión sobre el gasto corriente.

La reforma fue discutida en septiembre en el Congreso y aprobada el pasado día 14, con cambios mínimos respecto a la propuesta original. En el texto definitivo, la CETU se transforma en el Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU), con una tarifa superior en 2008 (17,5%, frente al 16%) e inferior en el resto de años (17% en 2009 y 17,5% a partir de 2010, frente al 19% de la propuesta de reforma del Ejecutivo). Además, se han introducido un impuesto a la gasolina, que se cobrará gradualmente a partir de 2008 y cuya recaudación irá a parar a los estados y municipios, y otro impuesto a los operadores de loterías y juegos de azar, con una tarifa del 20%; y se ha eliminado una

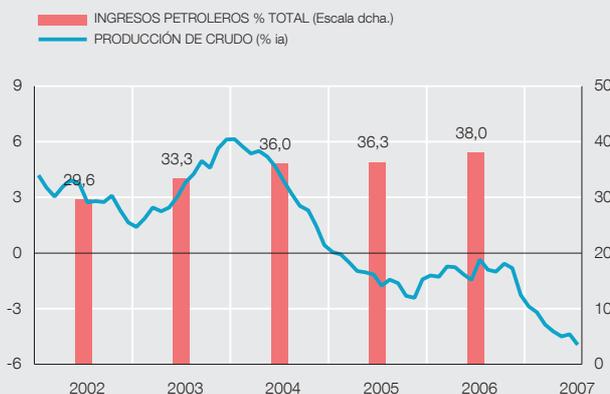
2. Además, se crean otras dos figuras impositivas, un impuesto sobre la venta de aerosoles (del 50%) y sobre la participación en loterías (del 20%), aunque su impacto recaudatorio es mínimo. El resto del incremento de los ingresos se derivaría de una mejoría de la eficiencia recaudatoria, que comenzaría aportando dos décimas de PIB en 2008, para llegar a un punto en 2012, y que se fundamentaría en el establecimiento de nuevas facilidades para el cumplimiento de las obligaciones fiscales, el fortalecimiento de los procesos de auditoría y control, etc.

1. Así, en 2006 los ingresos públicos en porcentaje del PIB fueron del 17% en Argentina, 26% en Brasil, 25% en Chile, 17,8% en Colombia, 17,3% en Perú y 33,7% en Venezuela.

1 INGRESOS IMPOSITIVOS



2 PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO E INGRESOS FISCALES



FUENTES: INEGI y Secretaría de Hacienda.

de las exenciones del impuesto sobre la renta para gravar las compras y ventas de empresas a través de la bolsa. Finalmente, el Congreso mejoró el régimen fiscal de la petrolera estatal PEMEX, reduciendo sus aportaciones al Estado en 30.000 millones de pesos, lo que le permitirá mejorar su solvencia financiera y elevar la inversión en explotación y extracción. Estos cambios suponen que la recaudación en 2010 aumentaría el 2,5% del PIB, en lugar del 2,8% del proyecto inicial.

La reforma, siendo menos ambiciosa de lo que quizá sería deseable, dada la posición de partida y las recomendaciones de los organismos multilaterales (por no incluir modificaciones en el IVA o en el impuesto sobre la renta), ha sido aceptada, sin embargo, por todos los estamentos del Estado, al contrario de lo que ocurrió con los proyectos presen-

tados por anteriores administraciones³. Además, el incremento de la recaudación es notable, pues supondría elevar en un 30% los ingresos tributarios y una mayor implicación de los estados en la obtención y gestión de los ingresos, y no solo del gasto. La valoración inicial debe ser, por tanto, positiva, si bien debe asumirse como un primer paso para afrontar reformas de mayor calado, que hagan sostenibles a largo plazo una mayor inversión y gasto social del sector público.

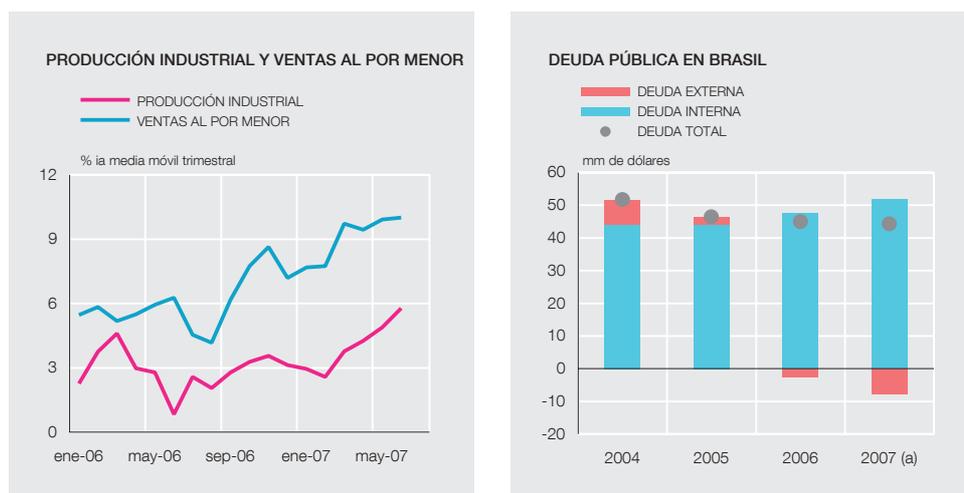
3. La administración anterior había presentado dos paquetes impositivos, que fueron rechazados en el Congreso. El primero pretendía extender la aplicación del IVA a alimentos, medicinas y matrículas de colegios, manteniendo la tarifa del 15% y compensando a algunos sectores desfavorecidos por el aumento del coste de la vida. El segundo perseguía aumentar la base imponible de este impuesto con una rebaja al 10% de la tarifa.

cución de un tratado de libre comercio entre ambos países, que pondría en dificultades la continuidad de MERCOSUR en su configuración actual. Por otro lado, el cambio de mayoría parlamentaria en Estados Unidos frenó los procesos de aprobación de los tratados de libre comercio, entre ellos los firmados con Panamá, Perú y Colombia. Sin embargo, los países de la Comunidad Andina consiguieron prorrogar en junio (por ocho meses adicionales) las preferencias arancelarias con Estados Unidos. La prórroga se extendió a Ecuador y Bolivia, que no tienen intención, por el momento, de negociar acuerdos comerciales con Estados Unidos. En Chile entró en vigor el acuerdo de libre comercio con Japón y se reintegró en la Comunidad Andina en junio. Por otro lado, el tratado de libre comercio con Centroamérica y la República Dominicana (CAFTA + DR) entró en vigor en este último país el 1 de marzo de 2007, mientras que en Costa Rica las dificultades para lograr su aprobación en el parlamento llevaron a la convocatoria de un referéndum, previsto para finales de septiembre.

Tampoco en los seis últimos meses se han producido avances importantes en el ámbito de las reformas estructurales. De hecho, tan solo la administración mexicana impulsó algunas reformas, como la del sistema de pensiones de los empleados públicos, que contribuirá a aliviar la carga fiscal por pensiones en un horizonte de medio plazo, y la mencionada reforma fiscal. En Brasil, por otra parte, tras la aprobación del Plan de Aceleración de Crecimiento, cuya ejecución no parece muy avanzada, está prevista la presentación de un proyecto de reforma fiscal. Finalmente, en Chile se reformó la Ley de Responsabilidad Fiscal, con el fin de reducir del 1% al 0,5% del PIB el saldo estructural objetivo del sector público, liberando de este modo fondos que serán invertidos fundamentalmente en educación. En Colombia, se inició a finales de agosto la privatización de la petrolera estatal, al tiempo que, en dirección opuesta, Venezuela avanzó en los procesos de nacionalización de industrias básicas (telefonía, electricidad y las explotaciones petroleras de la Faja del Orinoco), y en Bolivia entraron en vigor los nuevos contratos para la explotación del gas natural, un año después de la nacionalización del sector, y se nacionalizó la principal empresa de telecomunicaciones.

Evolución de los principales países

En *Brasil*, el PIB registró un crecimiento interanual del 4,3% e intertrimestral del 0,9% en el primer trimestre de 2007, lo que supuso una cierta desaceleración respecto a trimestres anteriores. Sin embargo, en el segundo trimestre se produjo una importante recuperación, hasta el 5,4% interanual, 0,8% trimestral, con una fuerte aceleración de la formación bruta de capital, que creció un 13,8% interanual, frente al 7,3% del trimestre anterior, apoyada en la reduc-



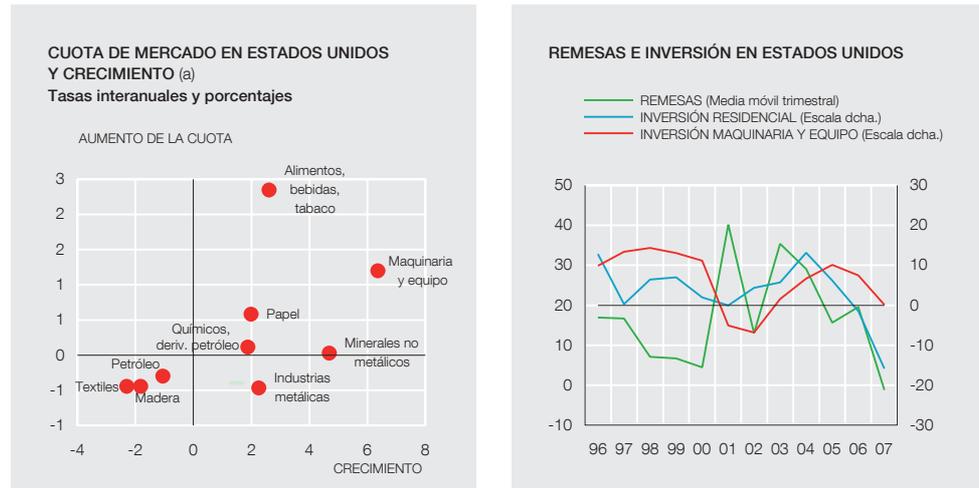
FUENTE: IBGE.

a. Hasta julio.

ción de los tipos de interés y la fuerte apreciación del real. El consumo privado mantuvo un importante vigor (5,7% interanual), como anticipaban los datos de ventas al por menor (véase gráfico 13), si bien su ritmo de crecimiento se redujo ligeramente respecto al primer trimestre. La aportación de la demanda externa mejoró, al acelerarse las exportaciones y ralentizarse las importaciones.

El superávit de la balanza por cuenta corriente acumulado en los doce meses hasta julio fue algo superior al 1% del PIB, lo que supone una ligera reducción en relación con el año anterior (1,3%), consecuencia del menor superávit comercial y del aumento del déficit de rentas. El superávit registrado por la cuenta financiera hasta julio alcanzó los 66,8 mm de dólares, más de diez veces superior al registrado en el mismo período del año anterior, siendo particularmente destacables las entradas brutas de IED en dicho período (24,4 mm de dólares, por encima de las registradas durante el conjunto de 2006, 18,9 mm de dólares) y de flujos de inversión a corto plazo, en parte ligados a operaciones de *carry-trade* (véase gráfico del recuadro 1). En este contexto, se produjeron fuertes presiones apreciatorias, que generaron importantes compras de reservas, que superaron los 70 mm de dólares entre enero y julio, y que han duplicado el saldo de reservas en un año. La fuerte apreciación del real frente al dólar (que se corrigió parcialmente entre julio y agosto, en el contexto de las turbulencias en los mercados financieros) contribuyó a la adopción de determinadas medidas de carácter prudencial, orientadas a limitar la adopción de riesgo de tipo de cambio, además del establecimiento de programas de ayuda a exportadores.

En el frente fiscal, el objetivo de superávit primario para 2007 se mantuvo constante, en reales, pero la revisión de la contabilidad nacional de marzo generó una reducción de dicho objetivo en términos del PIB para 2007, desde el 4,25% al 3,8%. El superávit primario acumulado en los doce meses hasta julio fue del 4,3% del PIB, por encima del objetivo, y el déficit público fue de un 2,2% del PIB, como consecuencia tanto del incremento del superávit nominal como de la reducción de los pagos por intereses, lo que muestra una importante holgura en el cumplimiento de los objetivos fiscales para 2007 hasta ese momento. Por otra parte, el gasto asociado al Programa de Aceleración de Crecimiento 2007-2010 (cuyo objetivo primordial es la mejora en la infraestructura pública, mediante obra pública, y los programas de apoyo bilateral) fue relativamente reducido en la primera mitad del año, y



FUENTES: INEGI, Banco de México, US Census y Bureau of Economic Analysis.

a. Cambio entre 2005 y 2007 del porcentaje de las exportaciones estadounidenses de cada tipo de bien que provienen de México.

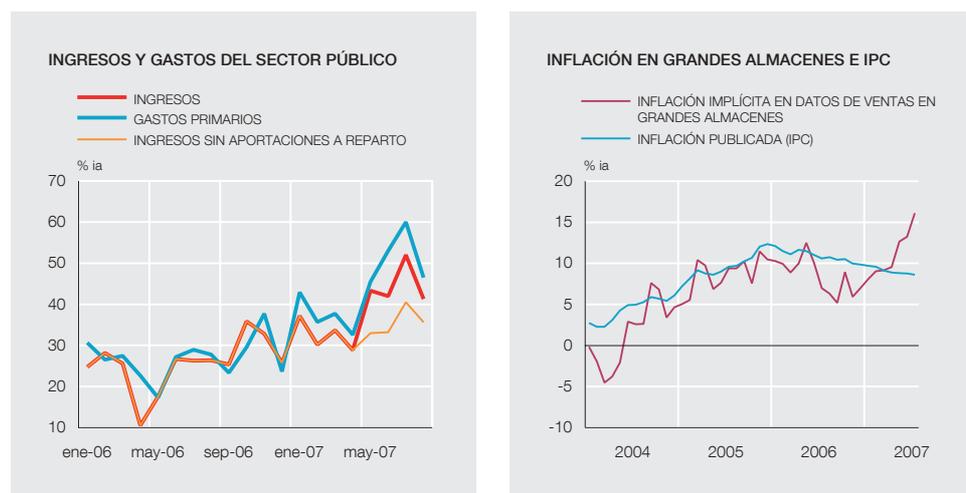
se estima que podría incrementarse en el segundo semestre. Si bien la deuda pública neta se mantuvo prácticamente estable, las fuertes compras de reservas del Banco Central de Brasil generaron importantes cambios en su composición, al impulsar la posición acreedora del sector público en moneda extranjera, pero también la ampliación de la deuda del sector público en moneda local por las operaciones de esterilización (véase gráfico 13). Pese a la mejora en la composición de la deuda —menos expuesta ahora a las variaciones del tipo de cambio—, el elevado saldo vivo continúa siendo una fuente de vulnerabilidad ante un potencial endurecimiento de las condiciones de financiación internacionales. La inflación, que se mantuvo alrededor del 3% hasta abril, se incrementó paulatinamente, hasta situarse en el 4,2% en agosto, dentro del intervalo objetivo del Banco Central (4,5% \pm 2%). Durante el semestre, se prolongó el ciclo bajista de tipos de interés, produciéndose dos recortes de 25 pb en las reuniones de marzo y abril, dos de 50 pb en las reuniones de junio y julio, y uno de 25 pb en septiembre, hasta el 11,25%. De esta manera, los tipos de interés oficiales se han reducido en 850 pb desde septiembre de 2005. Por el lado de las reformas, el Ministerio de Hacienda anunció su intención de presentar una propuesta de reforma fiscal que simplifique el actual sistema impositivo, sin que hasta la fecha se hayan conocido más detalles sobre esta.

En México, la actividad se desaceleró notablemente en el primer semestre de 2007, situándose la tasa interanual en el 2,5% en el primer trimestre y en el 2,8% en el segundo, frente a un crecimiento medio del 4,8% en 2006. En el primer trimestre, la desaceleración provino tanto de la reducción de la contribución positiva de la demanda interna (por el escaso avance de la inversión y la contracción del consumo público) como de la contribución negativa de la demanda externa, mientras que en el segundo trimestre fueron el consumo público y sobre todo la demanda externa los componentes que se comportaron más débilmente. Por el lado de la oferta, los sectores de la construcción y, especialmente, las manufacturas registraron una acusada desaceleración, en línea con la desaceleración de la actividad en Estados Unidos. De hecho, la correlación entre en el crecimiento del PIB de las dos economías ha aumentado en los últimos meses, siendo los sectores que más crecieron en la economía mexicana en 2006 los que ganaron cuota de mercado en Estados Unidos (véase gráfico 14).

Desde la vertiente exterior, la balanza comercial registró un déficit cercano a los 5.000 millones de dólares en el primer semestre del año, algo inferior al observado en el segundo semestre de 2006, y con una leve tendencia a la reducción por la aceleración de las exportaciones, que a pesar de ello siguen creciendo por debajo de las importaciones. La balanza por cuenta corriente registró un importante deterioro en los seis primeros meses del año (pasando a un déficit del -0,8% del PIB en el segundo trimestre, frente al saldo prácticamente equilibrado de 2006), como consecuencia de unos mayores pagos de dividendos e intereses y una caída de los ingresos por remesas. Esta caída se profundizó en los últimos meses, en lo que constituiría un primer efecto de los problemas en el sector de la construcción y el mercado hipotecario estadounidense sobre la economía mexicana (véase gráfico 14). Los flujos de inversión extranjera directa fueron muy elevados durante el primer semestre, alcanzando un promedio trimestral de 6,6 mm de dólares, frente al promedio de 4,8 mm recibidos en 2006. En el ámbito fiscal, se acumuló un superávit equivalente al 0,3% del PIB en el semestre, frente al 0,1% de 2006. El saldo primario fue una décima menos que en 2006, del 2,7% del PIB, debido al ascenso de los gastos primarios.

La inflación se mantuvo cerca del objetivo máximo del Banco de México para el año (4%), repuntando en julio y agosto hasta el 4,1% interanual. Esta evolución de los precios ha dependido, en gran medida, de factores de oferta, en particular la subida de los precios de los alimentos. La inflación subyacente se mantuvo estable, situándose en agosto en el 3,8%. Para evitar un deterioro de las expectativas de inflación, el Banco Central elevó en 25 pb los tipos de interés oficiales en abril, hasta el 7,25%, en lo que constituye un cambio de ciclo en la política monetaria en el país. Desde entonces, los tipos oficiales no se han modificado, si bien las autoridades monetarias han mantenido el sesgo contractivo. En cualquier caso, la curva de rendimientos del mercado interbancario no ha modificado su pendiente a lo largo del semestre. Hasta finales de julio, las variables financieras del país mostraron un buen comportamiento, y el diferencial soberano medido por el EMBI alcanzó un mínimo histórico a principios de junio. En las últimas semanas, estos indicadores se han deteriorado, si bien México ha resultado relativamente menos afectado por las turbulencias financieras que el resto de grandes países de América Latina. En la medida en que la vulnerabilidad financiera del país se ha reducido de forma importante a lo largo de los últimos años, la exposición de la economía mexicana vendría principalmente a través del canal comercial y, posiblemente también, por los flujos de remesas. La correlación entre el ciclo estadounidense y las remesas es mucho mayor ahora que en la desaceleración de 2001, cuyo origen fue una caída de la inversión en el sector tecnológico, mientras que la actual está originada en el sector de la construcción, en el que la presencia de inmigrantes mexicanos es importante.

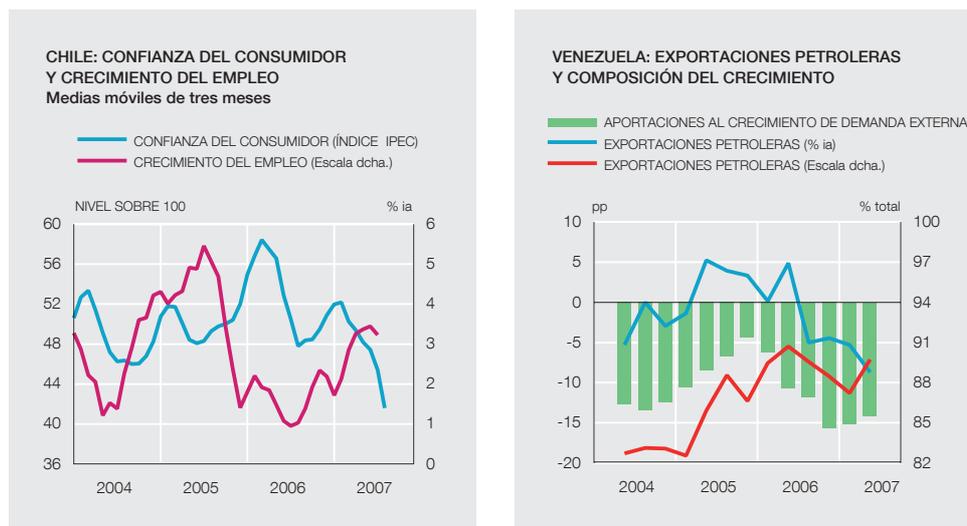
En *Argentina* la tasa de crecimiento en el primer trimestre fue de un 8% en tasa interanual (1% en tasa intertrimestral, la más baja desde que se inició la recuperación) y de un 8,7% en el segundo trimestre. Pese a ser elevadas, estas tasas suponen una cierta ralentización respecto al segundo semestre de 2006, y el hecho de que el repunte del segundo trimestre se explique fundamentalmente por la acumulación de existencias podría apuntar a que la desaceleración continuará en los próximos trimestres. La moderada desaceleración del crecimiento se ha debido fundamentalmente al sector externo, ya que en general todos los componentes de la demanda interna han seguido creciendo de forma muy robusta. Dentro de la inversión se observaron tendencias diferentes: la inversión en construcción se desaceleró y el crecimiento de la inversión en equipo superó el 23% en tasa interanual. Desde el punto de vista de la oferta, la desaceleración vino explicada por la industria y la construcción. En julio se produjeron problemas energéticos que tuvieron un impacto en los indicadores de actividad (menor dinamismo) y en los de balanza comercial (aumento de las importaciones energéticas). Esos problemas fueron debidos, en parte, a factores climatológicos, pero estructuralmente cabe esperar



FUENTE: Secretaría de Hacienda e INDEC.

problemas en este frente en el futuro, pues la demanda de energía sigue creciendo por encima de la oferta. Pese a la mejora en los términos de intercambio, en el primer semestre del año (4,5% interanual) se produjo una reducción del superávit comercial, que se trasladó a un menor superávit por cuenta corriente (3,5% del PIB en el primer trimestre y 3,1% en el segundo). Las cuentas públicas exhibieron una evolución menos positiva que en períodos anteriores, pues, aunque el superávit fiscal primario fue un 15% superior en tasa interanual, en los primeros siete meses del año el gasto público creció un 46%, por encima de los ingresos públicos (39%), a pesar de que estos incorporaron ingresos extraordinarios ligados a la reforma del sistema de pensiones aprobada en el mes de abril (véase gráfico 15).

La inflación, tanto la general como la subyacente, se redujo, hasta situarse en agosto en el 8,7% y el 9,4%, respectivamente. Sin embargo, existe un notable escepticismo sobre si estos datos reflejan la verdadera evolución de los precios. Los precios de las ventas de supermercados (véase gráfico 15) y distintas encuestas apuntan a una subestimación de la inflación efectiva, que se situaría algunos puntos porcentuales por encima de la publicada por el instituto de estadística. El banco central continuó elevando gradualmente los tipos de interés de referencia, en siete ocasiones, en un total de 200 pb, hasta el 8,25%, desde principios de año, aunque siguen por debajo de la inflación. Al mismo tiempo, el banco central, durante el primer semestre, mantuvo su política de tipo de cambio estable en torno a los 3,07-3,10 pesos por dólar, lo que exigió una importante acumulación de reservas internacionales, más de 12 mm de dólares desde principios de año, esterilizadas en su mayor parte. En términos efectivos reales se produjo una depreciación del peso por la depreciación nominal frente al real y al euro. Las turbulencias financieras globales registradas desde mediados de julio impidieron al Tesoro la emisión de deuda e intensificaron la tendencia a la ampliación del diferencial soberano, que ya se había iniciado antes del verano por diversos motivos internos (credibilidad de los datos de inflación, crisis energética, deterioro de las cuentas públicas) y que fue más apreciable que la de la mayoría de las economías emergentes. Esta situación provocó un alza de los tipos de interés en el mercado local, que, junto con cierto aumento de la demanda de dólares, llevó al banco central a flexibilizar los mecanismos de provisión de liquidez en el mercado interbancario. Además, las presiones depreciatorias impulsaron al banco central —junto a otros bancos públicos— a intervenir vendiendo dólares en magnitudes importantes. En el ámbito institucional, el gobierno autorizó, por primera vez desde el final de la convertibilidad, aumentos en las tarifas a los usuarios residenciales en una empresa de gas que se encuentra bajo jurisdicción del Estado.



FUENTES: Banco Central de Chile y Banco Central de Venezuela.

En *Chile*, el PIB se aceleró de manera significativa en el primer semestre, situándose en tasas interanuales del 5,8% y del 6,1% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, desde el 4,3% del último trimestre de 2006 (la escasez de gas y de recursos hídricos se estima que pudieron recortar el crecimiento del PIB en el segundo trimestre en torno a 0,5 pp). A pesar del mayor impulso del consumo privado y de la inversión, especialmente en bienes de equipo, la reducción de la aportación negativa de la demanda externa fue el principal factor explicativo del mayor crecimiento. Esta reducción fue consecuencia de la notable aceleración de las exportaciones, principalmente de cobre, que está llevando el saldo comercial y por cuenta corriente (cercano al 8% del PIB) a nuevos máximos históricos. Asimismo, se produjo una fuerte aceleración en la creación de empleo y una reducción de la tasa de paro. No obstante, la confianza del consumidor registró un lento —pero sostenido— deterioro durante todo el semestre (véase gráfico 16). La inflación general se mantuvo relativamente estable hasta abril (2,5% interanual), pero desde entonces subió de manera considerable, hasta el 4,7% de agosto, como consecuencia principalmente de los precios de los alimentos y de los combustibles, así como del aumento de las tarifas eléctricas. El aumento de la inflación subyacente fue menor, pero igualmente significativo, desde el 2,6% de abril hasta el 4,2%, por encima de la banda superior del objetivo del banco central. Dado este comportamiento y el cierre de la brecha de producción, el banco central incrementó los tipos de interés en 25 pb en las reuniones de julio, agosto y septiembre, hasta situarlos en el 5,75%.

La revisión al alza del precio promedio del cobre en 2007 llevó al gobierno, como en ejercicios anteriores, a elevar la previsión de superávit fiscal para 2007. En el primer semestre del año, el superávit ha superado al del mismo período de 2006. Conviene destacar también que el gobierno modificó la regla fiscal contracíclica para que a partir de 2008 se requiera un superávit del 0,5% del PIB, frente al 1% anterior, lo que conducirá a una política fiscal más expansiva el próximo año. Las turbulencias financieras registradas desde mediados de julio generaron una respuesta en los indicadores financieros chilenos de igual signo, pero de menor magnitud que en el resto de economías emergentes, dada la extraordinaria posición fiscal y exterior de la que goza el país y los fondos estructurales acumulados durante los últimos años. En el ámbito de las reformas estructurales se aprobó una iniciativa en las Cámaras Legislativas, que establece que el techo máximo de inversión en el exterior para los fondos de pensiones será de un 45% en un intervalo de nueve meses (anteriormente era del 30%), y en agosto, en un primer paso, se elevó hasta el 35%.

La actividad continuó su aceleración en *Colombia* en el primer trimestre del año, con un crecimiento interanual del 8,3% y del 7,2% en el segundo, gracias a la aceleración del consumo privado y a la fortaleza de la inversión, como consecuencia del dinamismo de la demanda interna. El fuerte crecimiento de las importaciones llevó a un aumento del déficit de la balanza comercial, que se situó en el -2% del PIB y provocó también una ampliación adicional del déficit corriente hasta -2,9%. Sin embargo, la cuenta financiera registró un notable superávit, en parte asociado a las cuantiosas entradas de inversión extranjera directa, pero también de capitales de corto plazo. Desde el punto de vista fiscal, el dinamismo de la economía tuvo su reflejo en unos mayores ingresos públicos y en una mejora de las cuentas fiscales, particularmente en el segundo trimestre. La inflación superó el intervalo objetivo del banco central (3,5%-4,5% para 2007) desde enero, situándose por encima del 6%. Este desbordamiento propició una fuerte elevación de los tipos de interés de referencia, en 175 pb adicionales a lo largo del primer semestre, hasta situarlos en el 9,25%, en un contexto de fuerte apreciación de la moneda, que agravó el dilema de la política monetaria. Las turbulencias financieras que comenzaron a finales de julio se saldaron con una depreciación del peso de más de un 9%. En el segundo trimestre, la tendencia al alza de la inflación se interrumpió, y desde junio los tipos de interés oficiales se han mantenido constantes. En el campo de las reformas se aprobó la reforma del Sistema General de Participaciones, que estará vigente de 2008 a 2016, y que regula las transferencias del gobierno central a las entidades territoriales para ayudar al proceso de consolidación fiscal.

En *Perú*, la actividad se desaceleró ligeramente en el primer semestre, si bien continuó registrando tasas de crecimiento muy elevadas, del 8% y del 7,6%, respectivamente, en el primer y segundo trimestres (8,5% en el cuarto trimestre de 2006). El origen de la desaceleración estuvo en el menor dinamismo de la demanda interna, como consecuencia de la ralentización de la inversión (que, aun así, continúa siendo el componente más dinámico) y del consumo público, pues el consumo privado se aceleró. Por el contrario, la demanda externa redujo su aportación negativa al crecimiento durante el semestre. La balanza comercial mantuvo un superávit en el primer semestre de año similar al registrado en el mismo período de 2006 (9,1% del PIB), gracias al aumento en los términos de intercambio, pues el volumen exportado apenas creció. Las cuentas fiscales registraron hasta julio mejores resultados que el año anterior, si bien el superávit primario fue levemente inferior. En los cuatro primeros meses del año, la inflación mantuvo una tendencia decreciente, manteniéndose por debajo del intervalo objetivo de inflación del banco central (1%-3%), pero a partir de junio se ha vuelto a situar dentro de este intervalo. En este contexto, dado el fuerte ritmo de actividad, el banco central decidió aumentar en 25 pb los tipos de interés oficiales en julio y otros 25 pb en septiembre, hasta el 5%, con carácter preventivo. Las principales agencias de calificación mejoraron la calificación o las perspectivas de la deuda soberana de Perú y el gobierno colocó por primera vez un bono denominado en soles (a treinta años) en los mercados internacionales para el pago anticipado de parte de la deuda que mantiene el país con el Club de París. El terremoto de agosto podría tener un impacto de algunas décimas en el crecimiento de 2007 (0,3 pp-0,4 pp, según estimaciones oficiales).

En *Venezuela*, el crecimiento del PIB registró una ralentización cercana a 1,5 pp respecto al semestre anterior, como consecuencia de cierta moderación de la demanda interna. Aun así, las tasas de crecimiento interanuales del primer y segundo trimestres fueron del 9,1% y del 8,9%, respectivamente. El sector externo amplió su aportación negativa al crecimiento (-14,6 pp en el semestre), como consecuencia de la caída de las exportaciones, principalmente petroleras (-7%) (véase gráfico 16), que podría estar relacionada tanto con la disminución de las cuotas de la OPEP como con la retirada de capital extranjero de ciertas empresas. Como resultado de la reducción del saldo comercial, el superávit por cuenta corriente bajó del 19,5%

del PIB, a finales de 2006, al 14,6%, mientras que el déficit de la cuenta financiera aumentó. Las reservas experimentaron una fuerte caída (-21,5%), como consecuencia de diversas transferencias a fondos y empresas estatales. En el frente fiscal y en lo referente a los ingresos, la reducción del IVA se vio compensada, en parte, por un mejor desempeño en la recaudación fiscal no petrolera. Resulta particularmente destacable la notable reducción del ritmo de crecimiento del gasto fiscal primario. La inflación se mantuvo cercana al 20% durante la primera mitad del año, pero tendió a ceder hacia el 15% por el recorte del IVA. El diferencial soberano registró una fuerte ampliación, como consecuencia del aumento de la volatilidad en los mercados financieros en agosto, llegando a aumentar en más de 150 pb. Finalmente, el gobierno ha propuesto la supresión de la independencia del banco central en el proyecto de la nueva Constitución.

En *Uruguay*, el PIB se aceleró hasta una tasa del 6,9% interanual en el primer trimestre, frente al 6,3% del cuarto trimestre de 2006, pero se moderó en el segundo trimestre, hasta el 4,8% interanual. La composición del crecimiento fue más equilibrada, ya que se redujeron la aportación positiva de la demanda interna y la negativa de la demanda externa. Se mantuvieron las entradas de flujos financieros y las compras de reservas por parte del banco central durante la mayor parte del semestre. El incremento de la inflación se prolongó hasta abril, manteniéndose desde entonces estable en el entorno del 8%, claramente por encima de los objetivos (informales) del banco central, pese a las medidas contractivas de política monetaria. Además, se anunciaron el abandono de la instrumentación de política monetaria mediante objetivos sobre agregados monetarios y el establecimiento de una operativa basada en el manejo de tipos de interés, con un tipo de interés interbancario objetivo del 5% interanual. En *Ecuador*, la actividad registró una fuerte desaceleración a finales de 2006, hasta el 2,2% interanual, desaceleración que tendió a agudizarse en el primer trimestre de 2007, como consecuencia de la caída del volumen de exportaciones. El ejecutivo convocó elecciones para una Asamblea Constituyente, que se celebrarán a finales de septiembre. En *Bolivia* se produjo también una importante desaceleración de la actividad, hacia tasas del 2% en el primer trimestre, en un contexto de aceleración de los precios (10,4% interanual). Los contratos para explotación de los hidrocarburos entraron en vigor, finalmente, un año después de la nacionalización del sector.

17.9.2007.