



## Introducción

La caída de la demanda global, que arrastró a la baja el precio de las materias primas, y el impacto de la restricción financiera, que se extendió a las economías emergentes a partir de mediados de septiembre, se han traducido en un brusco frenazo en el crecimiento de las economías de América Latina, interrumpiendo uno de los períodos expansivos más duraderos en su historia reciente (2002-2008). Así, con un significativo grado de sincronización, la actividad en la mayor parte de las economías latinoamericanas registró en el cuarto trimestre tasas trimestrales negativas, que dieron lugar a una reducción del crecimiento interanual desde el 5% del tercer trimestre hasta el 1% (véase cuadro 1). En el conjunto de 2008, el crecimiento del PIB fue de un 4,2%, una tasa que, siendo la más baja de los últimos cuatro años, refleja el importante dinamismo del que disfrutó la economía latinoamericana durante los tres primeros trimestres del año. Sin embargo, resulta más representativa del pulso económico actual la convergencia de las previsiones de crecimiento para 2009 hacia tasas negativas, lo que implica una revisión a la baja de más de 4 puntos porcentuales (pp) respecto a las previsiones que se barajaban hace tan solo seis meses (véase gráfico 1). Este ajuste no es muy diferente del experimentado por el resto de áreas emergentes (similar al de Asia sin China e India, y algo menor que el de Europa del Este), pero, visto en perspectiva, contrasta con la resistencia mostrada por la actividad en Latinoamérica durante el primer año de la turbulencia financiera global.

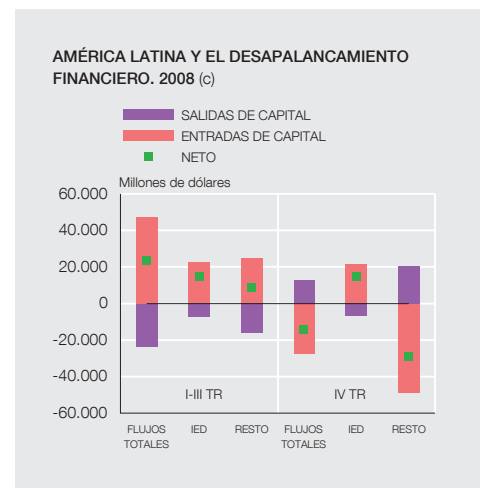
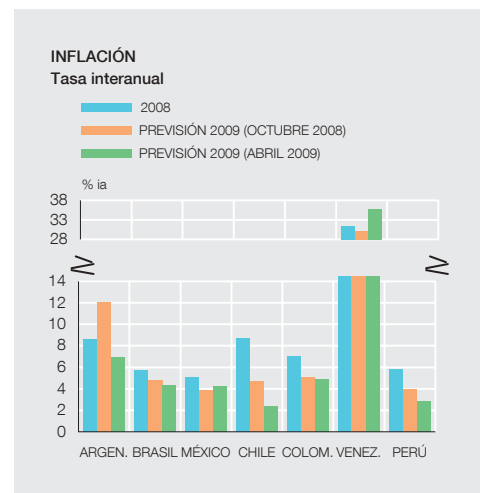
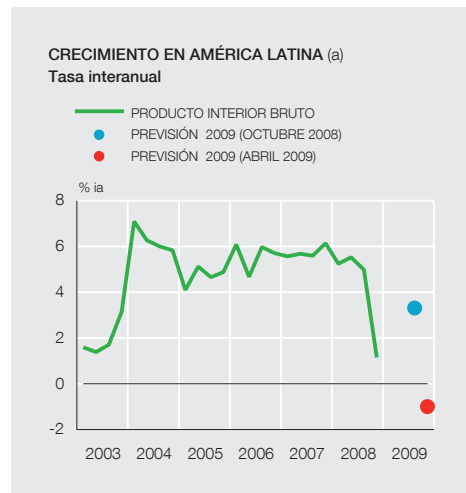
En este contexto, las políticas económicas han reaccionado con prontitud al deterioro de la situación económica, con la doble finalidad de mitigar los efectos negativos sobre la actividad derivados de la restricción crediticia (aspecto al que se dedica el recuadro 1) y de apurar los márgenes de respuesta anticíclica. Cabe resaltar que la mayoría de los países partía de una favorable situación económica y financiera, resultado no solo del entorno exterior, sino también de los esfuerzos de estabilización macroeconómica de los últimos años. Esta buena posición inicial ha permitido que las políticas económicas tuvieran capacidad de respuesta, pese a las dificultades del contexto global, lo que supone un notable contraste respecto a situaciones similares del pasado. La flexibilidad cambiaria, el cuantioso volumen de reservas, la mejoría de la posición fiscal y la reducción de las vulnerabilidades financieras han sido los puntos de apoyo clave que han otorgado el mayor margen de maniobra. Aunque la respuesta de política económica no ha sido suficiente para evitar un profundo ajuste real y financiero —similar al del resto de economías—, puede argumentarse que sí ha permitido mitigar su efecto.

Es preciso señalar, en cualquier caso, que los canales a través de los que la crisis se ha transmitido a los distintos países difieren en su importancia relativa, y que la capacidad de maniobra no ha sido igual en todos ellos. Ambas circunstancias ayudan a explicar tanto las sensibles diferencias en cuanto a la magnitud de la respuesta de política fiscal como la creciente convergencia en el ámbito de la política monetaria, como se analiza en la sección 4. De hecho, la reducción de las vulnerabilidades financieras conseguida en los últimos años ha facilitado en muchos países —aunque no en todos— una utilización más flexible del tipo de cambio como primer elemento de absorción del *shock* exterior, eliminando lo que fue una importante restricción para la política monetaria en el pasado y permitiendo que esta haya llevado el peso de buena parte de las políticas anticíclicas en este período (véase gráfico 1). En cambio, es posible que la respuesta de política fiscal (véase recuadro 2) se haya visto limitada por dos tipos de restricciones: por un lado, el descenso de los ingresos y la caída del superávit primario en algunos países y, por otro, la restricción financiera exterior, agudizada por la aversión al riesgo, y que en el medio plazo puede

	2006	2007	2008	2007				2008				Marzo
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	5,6	5,7	4,2	5,2	5,5	5,7	6,3	5,2	5,5	5,0	1,0	
Argentina	8,5	8,7	7,0	8,0	8,6	8,8	9,1	8,5	7,8	6,9	4,9	
Brasil	3,7	5,4	5,1	4,4	5,4	5,6	6,2	6,1	6,2	6,8	1,3	
México	4,9	3,2	1,3	2,5	2,6	3,4	4,2	2,6	2,9	1,7	-1,6	
Chile	4,6	4,7	3,2	5,9	5,5	3,6	3,8	3,4	4,6	4,6	0,2	
Colombia	6,9	7,5	2,5	8,5	8,0	6,5	8,0	4,1	3,9	2,9	-0,7	
Venezuela	10,3	8,4	4,8	8,8	7,6	8,6	8,5	5,0	7,3	4,1	3,2	
Perú	7,6	9,0	9,8	8,8	8,1	8,9	9,8	10,3	11,7	10,7	6,7	
Uruguay	7,0	7,8	12,1	6,6	3,9	9,6	9,5	9,8	16,0	13,2	9,5	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	5,2	5,4	7,9	4,9	5,3	5,4	5,9	6,6	7,7	8,5	8,5	7,4
Argentina	10,9	8,8	8,6	9,5	8,8	8,6	8,5	8,5	9,1	8,9	7,8	6,3
Brasil	4,2	3,6	5,7	3,0	3,3	4,0	4,3	4,6	5,6	6,3	6,2	5,6
México	3,6	4,0	5,1	4,1	4,0	4,0	3,8	3,9	4,9	5,5	6,2	6,0
Chile	3,4	4,4	8,7	2,7	2,9	4,8	7,2	8,0	8,9	9,3	8,6	5,0
Colombia	4,3	5,5	7,0	5,2	6,2	5,3	5,4	6,1	6,4	7,7	7,8	6,1
Venezuela	13,6	18,8	31,4	19,0	19,5	16,2	20,0	26,3	31,0	34,6	33,4	28,5
Perú	2,0	1,8	5,8	0,4	0,8	2,4	3,5	4,8	5,5	6,1	6,6	4,8
Uruguay	6,4	8,1	7,9	7,0	8,1	8,7	8,6	7,7	7,6	7,6	8,6	7,5
SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (b)												
América Latina (a)	-0,7	-0,5	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,3	
Argentina	1,8	1,1	1,4	1,5	1,6	1,7	1,1	1,5	1,6	1,9	1,4	
Brasil	-2,9	-2,2	-1,6	-2,6	-2,1	-2,2	-2,2	-1,6	-1,8	-1,3	-1,6	
México	0,1	0,0	-0,1	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,1	
Chile	8,0	8,7	5,0	7,9	8,6	8,7	8,7	9,2	7,2	6,1	5,0	
Colombia	-3,7	-3,3	-1,7	-3,2	-2,1	-2,4	-2,8	-2,2	-2,5	-2,4	-1,7	
Venezuela	0,0	3,0	—	-1,3	1,2	0,9	3,0	—	—	—	—	
Perú	1,4	1,1	2,2	1,5	1,2	1,7	1,8	2,3	3,1	2,1	2,2	
Uruguay	-0,6	-0,3	-1,5	-0,8	0,5	1,0	0,0	1,1	-0,3	-1,1	-1,5	
DEUDA PÚBLICA (% del PIB)												
América Latina (a)	39,1	33,7	29,9	38,1	37,4	33,9	33,7	31,7	31,0	29,6	29,9	
Argentina	64,2	55,5	44,6	61,5	59,1	55,8	55,5	52,4	50,5	46,0	44,6	
Brasil	44,7	42,7	35,8	44,7	43,9	43,2	42,7	40,8	40,1	37,8	35,8	
México	23,2	21,1	24,5	23,3	23,9	21,2	21,1	21,0	20,7	20,8	24,5	
Chile	5,3	4,1	5,2	5,2	5,1	4,4	4,1	3,6	3,9	4,5	5,2	
Colombia	44,8	32,9	33,4	42,7	42,2	35,6	32,9	32,6	32,5	32,7	33,4	
Venezuela	41,9	22,7	13,5	31,7	29,9	21,2	22,7	20,9	13,6	12,6	13,5	
Perú	32,7	29,7	24,1	30,8	29,6	31,4	29,7	27,6	25,3	23,9	24,1	
Uruguay	70,9	70,5	57,8	62,6	67,6	68,7	70,6	70,1	68,1	62,5	57,5	
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (b)												
América Latina (a)	2,0	0,8	-0,4	1,7	1,5	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4	-0,4	
Argentina	3,6	2,7	2,3	3,5	3,3	2,8	2,7	2,8	2,0	2,8	2,3	
Brasil	1,3	0,1	-1,8	1,1	1,1	0,6	0,1	-0,6	-1,1	-1,5	-1,8	
México	-0,2	-0,6	-1,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-1,4	
Chile	4,7	4,4	-2,0	5,9	5,7	5,0	4,4	3,1	1,9	0,0	-2,0	
Colombia	-1,8	-2,8	-2,8	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,2	-2,1	-2,1	-2,8	
Venezuela	14,7	8,8	14,3	12,0	10,0	8,8	8,8	11,5	14,7	17,8	14,3	
Perú	3,0	1,4	-3,3	3,2	3,0	2,1	1,4	0,3	-1,2	-2,2	-3,3	
Uruguay	-2,0	-0,3	-3,9	-1,3	-0,7	-1,1	-1,0	-0,3	-3,2	-3,3	-3,9	
DEUDA EXTERNA (% del PIB)												
América Latina (a)	22,4	21,6	—	22,8	22,9	22,4	21,6	19,9	19,1	18,3	—	
Argentina	47,5	47,3	39,1	50,6	50,8	49,2	47,6	46,6	44,6	40,7	39,1	
Brasil	16,1	14,7	—	16,4	16,4	15,9	14,7	14,1	13,3	12,8	—	
México	13,4	12,6	—	13,8	13,3	11,5	11,0	12,1	11,6	11,3	—	
Chile	32,0	34,0	37,6	32,3	33,0	33,9	34,0	33,4	35,1	37,5	37,6	
Colombia	29,5	26,0	—	24,9	25,5	25,3	25,9	18,9	19,0	19,1	—	
Venezuela	26,9	24,4	—	25,0	24,3	24,1	24,4	25,0	23,9	21,3	19,6	
Perú	28,2	28,7	27,1	28,9	29,5	29,7	29,8	31,6	30,1	28,2	27,1	
Uruguay	54,6	52,8	—	50,3	54,7	55,2	52,8	51,2	47,7	43,9	—	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.  
b. Media móvil de cuatro trimestres.



FUENTES: Estadísticas nacionales, G 20, Consensus Forecast, Datastream y Banco de España.

- a. Siete mayores economías.
- b. Datos obtenidos del G 20 para Argentina, Brasil y México, y de estadísticas nacionales para el resto.
- c. Entradas positivas, signo +. Salidas positivas, signo -.

mantenerse por el aumento de las emisiones de bonos —públicos o con garantía pública— en los países avanzados.

La inflación, que fue preocupación constante en la primera mitad de 2008, ha pasado a un segundo plano en los últimos seis meses, ya que la debilidad de la demanda y la caída de los precios de las materias primas han empezado a incidir —lentamente— en su moderación y, más importante aún, en la de las expectativas (véase gráfico 1). Sin embargo, debe resaltarse que los precios de consumo (que crecieron un 7,4% interanual en el conjunto de la región en marzo de 2009) siguen mostrando una notable resistencia a la baja, mayor que en otras economías avanzadas y emergentes, y que la depreciación de los tipos de cambio desde septiembre puede ralentizar el proceso de moderación de las tasas de inflación.

En conclusión, ni la reducción de las vulnerabilidades financieras ni las limitadas necesidades de financiación neta han blindado suficientemente a las economías latinoamericanas de los

La crisis financiera originada en Estados Unidos impactó en América Latina tras unos años de condiciones externas extraordinariamente favorables, en los que se recibieron importantes flujos financieros del resto del mundo. En este recuadro se analizan los canales de transmisión de la crisis hacia América Latina y las respuestas de política económica adoptadas<sup>1</sup>.

Tras un primer año en el que la turbulencia financiera tuvo un impacto limitado en América Latina, la crisis financiera internacional desatada a mediados de septiembre se hizo sentir con gran intensidad, a través del inicio de un agudo proceso de desapalancamiento. Este proceso afectó, en primera instancia y de manera particularmente virulenta, a los países con mayor grado de integración financiera, como Chile, México y, especialmente, Brasil. Tal y como se observa en el gráfico 1, en Brasil la retirada de capitales extranjeros de corto plazo desde octubre alcanzó los 32 mm de dólares. En México, esta ascendió a 8,1 mm. Todo ello provocó una depreciación de los tipos de cambio en estos países en torno al 40% frente al dólar, desde su nivel más apreciado de 2008. Por su parte, en Argentina la tendencia a la depreciación del tipo de cambio fue más moderada, pero se acentuó la salida de capitales por parte del sector privado no financiero (casi 9 mm de dólares en el segundo semestre de 2008), observándose al mismo tiempo un aumento en la fracción de depósitos en dólares hasta cerca del 19% del total, frente al 14% que suponía a principios de septiembre.

Así, como consecuencia del proceso de desapalancamiento y de la práctica paralización de mercados de financiación habituales (líneas

de crédito del exterior, *swap* de divisas), se produjo, principalmente entre los meses de octubre y noviembre, un sensible encarecimiento de la financiación en dólares para los intermediarios financieros locales y una importante restricción del crédito en esta moneda —con un particular impacto en la financiación al comercio—. Los efectos de esta restricción se vieron agravados por el habitual aumento de la preferencia por el dólar como moneda refugio por parte del público, al que en esta ocasión se sumaron elementos específicos, como la reversión de operaciones en derivados de cambio de algunas empresas no financieras, que experimentaron fuertes pérdidas (México, Brasil), o la incertidumbre sobre la capacidad de los bancos locales de refinanciar sus líneas de crédito del exterior (Chile, México).

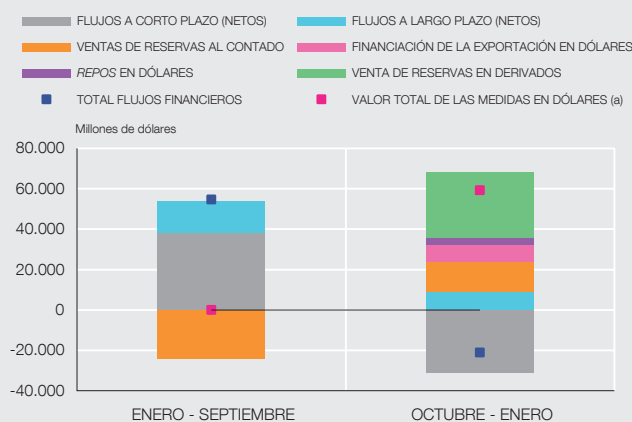
En esta situación, los bancos centrales tomaron un amplio abanico de medidas, orientadas principalmente a los siguientes objetivos: moderar el ritmo de depreciación de los tipos de cambio, atenuar las tensiones de liquidez y la restricción crediticia en dólares, y contrarrestar el endurecimiento de las condiciones de financiación en moneda local.

Así, con el fin de mitigar la volatilidad de los tipos de cambio, la mayoría de los bancos centrales intervino con venta de reservas. En Brasil y México, estas alcanzaron los 15 mm y 19 mm de dólares, respectivamente, en el mercado al contado, mientras que las intervenciones mediante *swaps* de tipo de cambio en Brasil alcanzaron los 32 mm de dólares (véase gráfico 2). Un mayor esfuerzo relativo en sostener la divisa se constató en Perú, donde el grado de flexibilidad cambiaria está limitado por la elevada dolarización financiera.

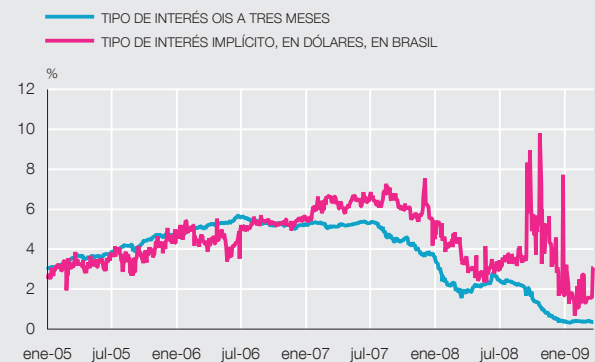
Las medidas para aumentar la liquidez en dólares fueron particularmente importantes en Brasil, donde el banco central inyectó dólares en el mercado interbancario y realizó subastas de esta divisa para

1. Una amplia revisión de estas medidas por países puede encontrarse en *The reactions of Latin American and Caribbean governments to the international crisis: An overview of policy measures up to February 2009*, ECLAC, 2009.

1 BRASIL: CRISIS FINANCIERA, FLUJOS FINANCIEROS Y RESERVAS



2 TIPO DE INTERÉS, EN DÓLARES, EN BRASIL



FUENTES: Bloomberg y Banco Central de Brasil.

a. Valor total de las medidas en dólares incluye repos en dólares, financiación de la exportación en dólares, y ventas de reservas al contado y mediante derivados.

facilitar crédito al sector exportador y al sistema bancario. También se diseñó un mecanismo para facilitar la refinanciación de pasivos en moneda extranjera del sector corporativo por un importe de hasta 43 mm de dólares, que todavía no ha sido empleado. En otros países se estimuló la entrada de flujos financieros mediante la reducción de los coeficientes de caja en moneda extranjera (Perú) y la eliminación de los gravámenes sobre las entradas de flujos financieros (Colombia). También en Argentina y Chile los bancos centrales concedieron préstamos en dólares a los bancos comerciales para facilitar la financiación al comercio exterior.

En conjunto, las medidas de inyección de liquidez en dólares y las intervenciones en el mercado de cambios en apoyo de la divisa alcanzaron los 60 mm de dólares en Brasil, país que contaba con reservas superiores a 220 mm al inicio de la crisis, aunque de los recursos empleados menos de la mitad suponen pérdida de reservas, siendo el resto préstamos y ventas de derivados. Además, Brasil y México firmaron —y renovaron posteriormente— líneas de *swaps* en dólares con la Reserva Federal de Estados Unidos por importe de 30 mm de dólares cada una, a la que México ha accedido a finales de abril y podría utilizar para la financiación en dólares de los vencimientos de deuda del sector corporativo. Finalmente, el FMI anunció el establecimiento de una facilidad de provisión de liquidez en dólares a economías con buenos fundamentos (*Short-Term Liquidity Facility*, STLF), que no tuvo demanda, y que fue sustituida en abril de 2009 por la *Flexible Credit Line* (FCL). Esta facilidad ha sido diseñada para mitigar el estigma asociado a su demanda; al igual que la STLF, no incluye condicionalidad *ex post*, pero permite un acceso a mayores recursos y a plazos más largos, lo que la hace más atractiva para los solicitantes. México la ha solicitado, de modo preventivo, por un importe de 47 mm de dólares, y posteriormente también lo han hecho Polonia y Colombia.

Por último, en el ámbito de las medidas orientadas a aliviar las dificultades de financiación en moneda local, Brasil fue también el

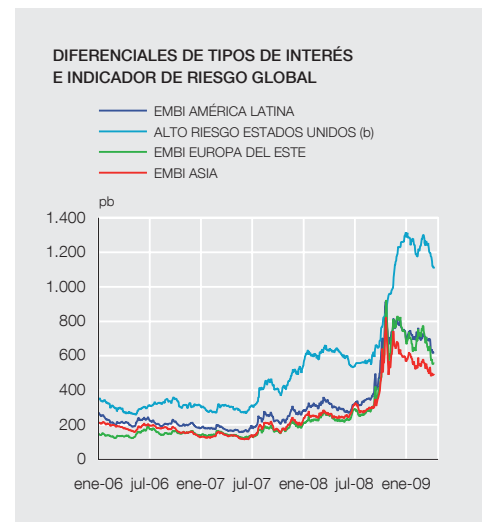
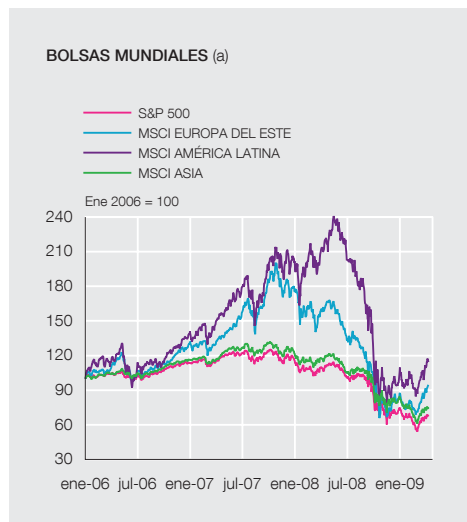
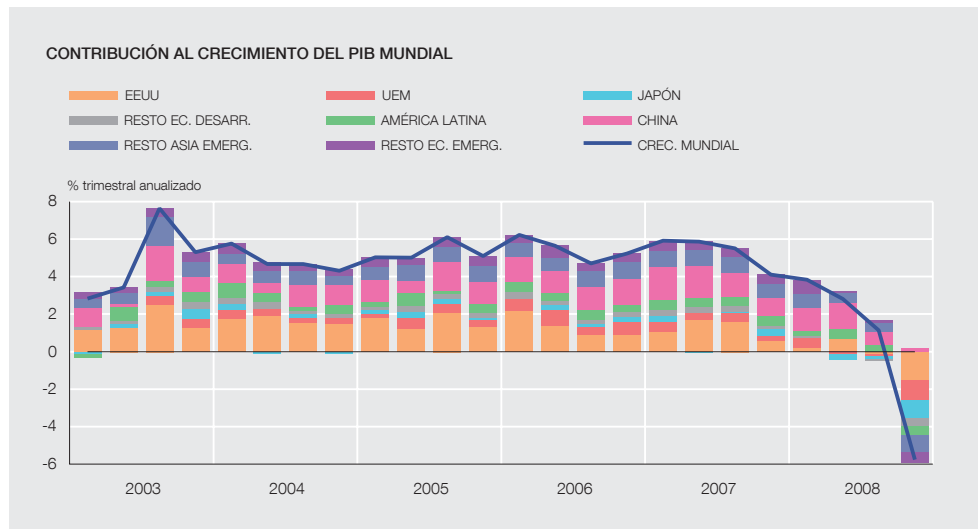
país más activo, dado que se percibía un riesgo de restricción crediticia más severo y existía un margen más amplio. Las reducciones de encajes bancarios han liberado en torno a un 40% de los recursos inmovilizados antes del inicio de la crisis, el equivalente a más del 15% de los depósitos del sistema bancario, y también se han realizado modificaciones del sistema de coeficientes de caja para facilitar la transmisión de liquidez en el interbancario. Las autoridades intentaron igualmente apoyar el crédito de manera más directa, mediante la inyección de 100 mm de reales (3% del PIB) en la banca de desarrollo pública, y la aprobación de una ley que permite la adquisición de bancos privados por parte de la banca pública. En Chile, el banco central permitió cubrir los coeficientes en dólares con moneda local. En Colombia se redujeron los encajes bancarios, y el efecto contractivo sobre la liquidez de la venta de reservas fue compensado por compras de deuda pública por parte del banco central, algo que también se produjo en Chile. Argentina, Venezuela y Perú redujeron, asimismo, los coeficientes de caja a fin de proporcionar una mayor liquidez al sistema bancario. En México se puso en marcha un programa de aumento de la liquidez a corto plazo mediante *swaps* de tipos de interés, recompras de bonos públicos y ampliación del colateral para acceder a la ventanilla del Banco de México.

Las medidas adoptadas han cumplido algunos de los objetivos para los que se diseñaron. De hecho, el uso de las reservas se ha demostrado efectivo para atender problemas específicos en la financiación al comercio exterior, la refinanciación de préstamos en moneda extranjera o proveer dólares al sistema financiero. Además, desde una perspectiva más amplia, la retracción de financiación externa no ha desembocado en una crisis financiera en la región, lo cual supone un logro importante. Sin embargo, la intervención pública no ha podido contrarrestar más que parcialmente el severo endurecimiento de las condiciones crediticias, y en algunos países no ha evitado una caída del crédito, que sigue agudizándose.

efectos de una crisis financiera internacional que ha implicado una fuerte reducción de la demanda externa, restricciones de crédito y caída generalizada de la confianza (véase gráfico 1). En este contexto, algunas de las dificultades tradicionales de la región en períodos de volatilidad financiera —como el acceso a la financiación externa— han reaparecido, y algunas vulnerabilidades latentes durante el período de bonanza —como la fragilidad estructural de las finanzas públicas— han aflorado de nuevo. Sin embargo, por el momento no se observan en ningún país problemas en el sistema financiero de la magnitud y la naturaleza de los experimentados en los países industrializados. La cuestión es si la respuesta de las políticas económicas será o no suficiente —y si queda margen— para conjurar el riesgo de crisis financiera. En este contexto, la ampliación del apoyo financiero bilateral y multilateral puede resultar un factor clave para el restablecimiento de la confianza.

### **Evolución económica y financiera: entorno exterior**

En los dos últimos trimestres de 2008 —especialmente, en el cuarto— y en el comienzo de 2009 se ha producido un rápido deterioro de la economía mundial, que ha entrado en una situación que puede caracterizarse como de recesión global. Así, tras el episodio de tensión



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

a. Índices en dólares.  
b. Bono calificación B1.

extrema que se desencadenó en los mercados financieros internacionales a mediados de septiembre, la economía mundial registró un desplome de la actividad y del comercio de magnitud inédita, como resultado del impacto de la crisis financiera (véase gráfico 2). En Estados Unidos el PIB cayó un 6,3% en tasa trimestral anualizada, en Europa en torno a un 6% y en Japón casi un 13%. En los principales países emergentes se produjo igualmente una fuerte corrección de la actividad, aunque en ocasiones no tan intensa como en los industrializados. Incluso en China el crecimiento del cuarto trimestre fue muy inferior al de trimestres anteriores, y los indicadores de comercio exterior mostraron una importante contracción. En las economías asiáticas más abiertas al comercio, tanto las exportaciones como la producción industrial se desplomaron a tasas de dos dígitos, mientras que en Europa del Este el riesgo de una crisis financiera regional se incrementó, ante la magnitud de sus desequilibrios externos. En este contexto, las perspectivas de crecimiento se deterioraron globalmente, dando lugar a un fuerte descenso adicional de los precios de las materias primas desde octubre, de un 40% en el caso del crudo y de un 25% en el de los metales, siendo este un factor clave para América Latina.

El contexto exigió una decidida actuación de las políticas monetarias y fiscales, con importantes descensos en los tipos de interés oficiales en las principales economías desarrolladas y emergentes. La Reserva Federal bajó el tipo de interés oficial en tres ocasiones, desde el 2% al rango 0%-0,25%, moviéndose hacia un esquema de política monetaria no convencional, que supuso una expansión muy importante de su balance e, incluso, el anuncio de adquisición de hasta 300 mm de dólares de deuda pública de largo plazo, con el fin de favorecer el descenso de los tipos de interés; el BCE cambió el signo de su política y disminuyó en cinco ocasiones su tipo oficial, hasta el 1,5%, mientras que el Banco de Japón redujo su tipo oficial hasta el 0,10%. El movimiento de huida hacia la calidad hizo descender las rentabilidades a diez años en Estados Unidos hasta mínimos históricos del 2% a finales de 2008, aunque posteriormente se situaron en un rango entre el 2,5% y el 3%. La intensificación de la aversión por el riesgo y la búsqueda de la calidad tuvieron también reflejo en los mercados de cambios, como puso de manifiesto la clara tendencia a la apreciación del dólar frente a la mayoría de las divisas de países emergentes y desarrollados, solo interrumpida de forma significativa en marzo. Cabe destacar, en este sentido, que la apreciación del dólar durante buena parte del período fue especialmente intensa frente a algunas de las principales divisas de Europa del Este (zloty polaco, forint húngaro, rublo ruso), pero también que divisas como el peso mexicano, el real brasileño o el won coreano registraran una depreciación de más del 30% desde la publicación de nuestro anterior «Informe semestral» en octubre.

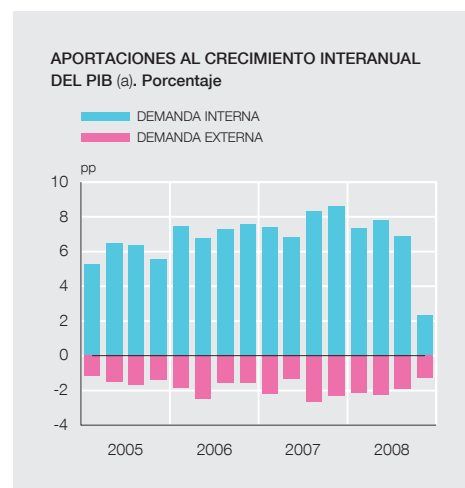
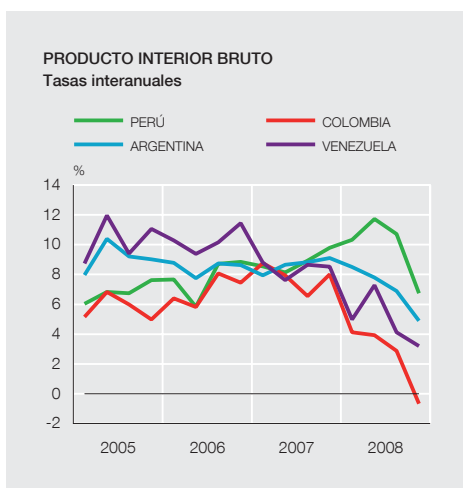
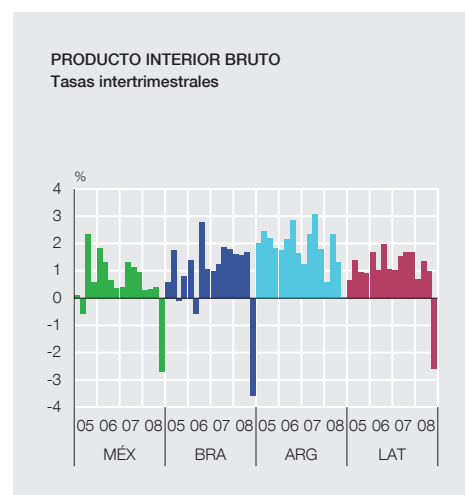
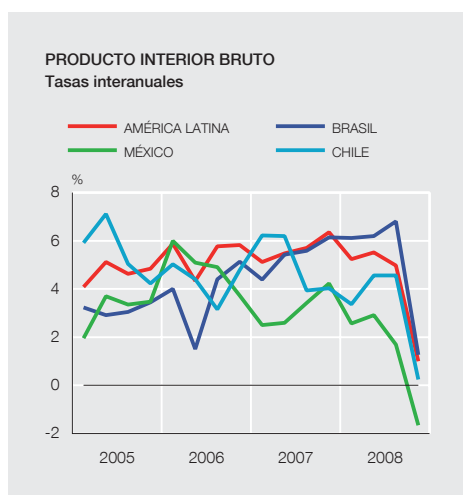
Aunque recientemente se ha producido una cierta estabilización, los mercados financieros continúan muy lejos de la normalización. Esta estabilización se ha debido, en gran medida, a la aplicación acelerada de medidas de apoyo en el ámbito de la provisión de liquidez, la recapitalización, la provisión de garantías públicas, y la compra de activos problemáticos, que han contribuido a mantener funciones básicas del sistema financiero, pero que no han restablecido la confianza de los agentes. En el caso de las economías emergentes, influyeron en la estabilización de los mercados los anuncios simultáneos a finales de octubre de una línea de provisión de liquidez en dólares por parte de la Reserva Federal a Brasil, México, Corea del Sur y Singapur, y el establecimiento de una facilidad de corto plazo sin condicionalidad por parte del FMI para los países con buenos fundamentos y políticas, sustituida posteriormente, en marzo, por una facilidad más flexible (véase recuadro 1). Los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, han retornado hacia niveles de 650 pb, tras alcanzar los 860 pb a finales de octubre, un máximo desde 2002, mientras que las bolsas oscilaron en torno a los mínimos, después del fortísimo descenso experimentado desde julio a octubre (véase gráfico 2). Por regiones, los EMBI se han situado en niveles muy parecidos en América Latina, Europa del Este y Asia, aunque la ampliación ha sido mayor en Europa del Este, donde también ha sido relativamente peor el comportamiento de las bolsas.

### **Actividad y demanda**

Los datos de contabilidad nacional agregados para el conjunto de la región reflejan el fuerte impacto de la crisis en América Latina durante el cuarto trimestre de 2008, en el que la economía creció tan solo un 1% interanual, frente al 5% del tercer trimestre (véase gráfico 3). Hasta entonces, las turbulencias financieras y la notable desaceleración en los países desarrollados solo habían afectado de modo limitado a la región, aunque México y en menor medida Colombia, como países adelantados en el ciclo económico regional, ya habían experimentado una apreciable desaceleración en trimestres previos, que cabría atribuir fundamentalmente al tensionamiento de sus políticas monetarias y a la posterior caída de la demanda externa. Sin embargo, en el cuarto trimestre se observaron súbitamente y de forma sincronizada caídas intertrimestrales en prácticamente todos los países de la región (-2,6% en el agregado) (véase gráfico 3). Así, a finales de año Chile se situaba técnicamente en recesión según la definición de dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, y el resto (salvo



Tasas de variación intertrimestrales, interanuales y puntos porcentuales

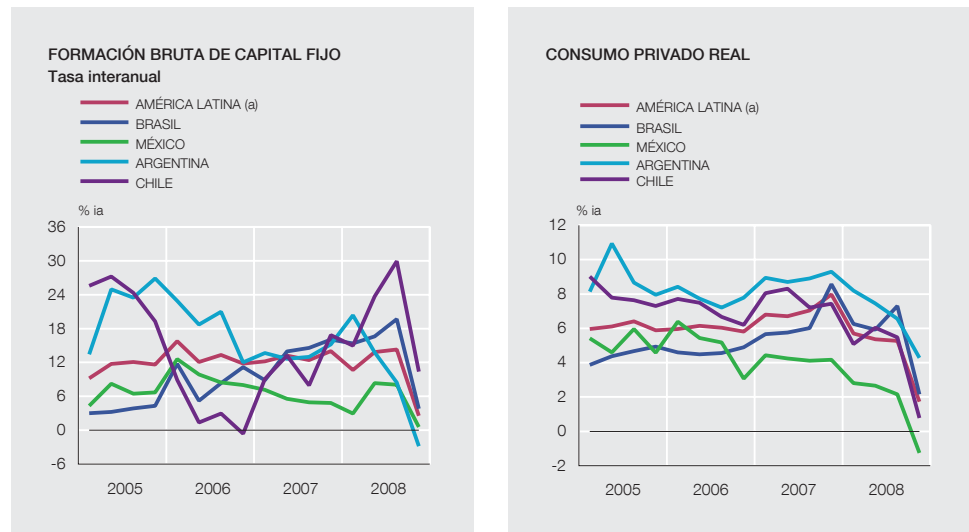


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

Perú), al borde de ella. Brasil, cuyo crecimiento explicaba hasta el tercer trimestre más de 2,5 pp del crecimiento interanual en el conjunto de la región, redujo su aportación hasta tan solo 0,5 pp, mientras que México detraía esos mismos 0,5 pp. Así, el muy moderado crecimiento interanual de la región en el último trimestre se basó en la aportación de Argentina, Perú y Venezuela.

Durante el primer año de turbulencias, América Latina mostró una notable resistencia, que hubo cierto consenso en justificar sobre la base de unos términos de intercambio muy positivos, la reducción de vulnerabilidades financieras conseguida en los últimos años y una relativa independencia de la financiación exterior, aspectos que guardan una cierta relación entre sí. Si esta resistencia fue, hasta cierto punto, inesperada, también lo ha sido la brusquedad del ajuste actual, que en algunos países (Brasil, Perú) ha llegado a suponer una caída del crecimiento del PIB entre cuatro y cinco puntos, en tasa interanual, en tan solo un trimestre, y todavía mayor en la demanda interna. Todo ello lleva a pensar que, aunque posiblemente fue el canal real de transmisión de la crisis el dominante desde el comienzo de la turbulencia en la mayoría de los países (entre ellos, Argentina, Chile, México, Perú o Colombia), su efecto fue lento y tardó en filtrarse al crecimiento —en algunos casos, todo un año—, debido a la solidez



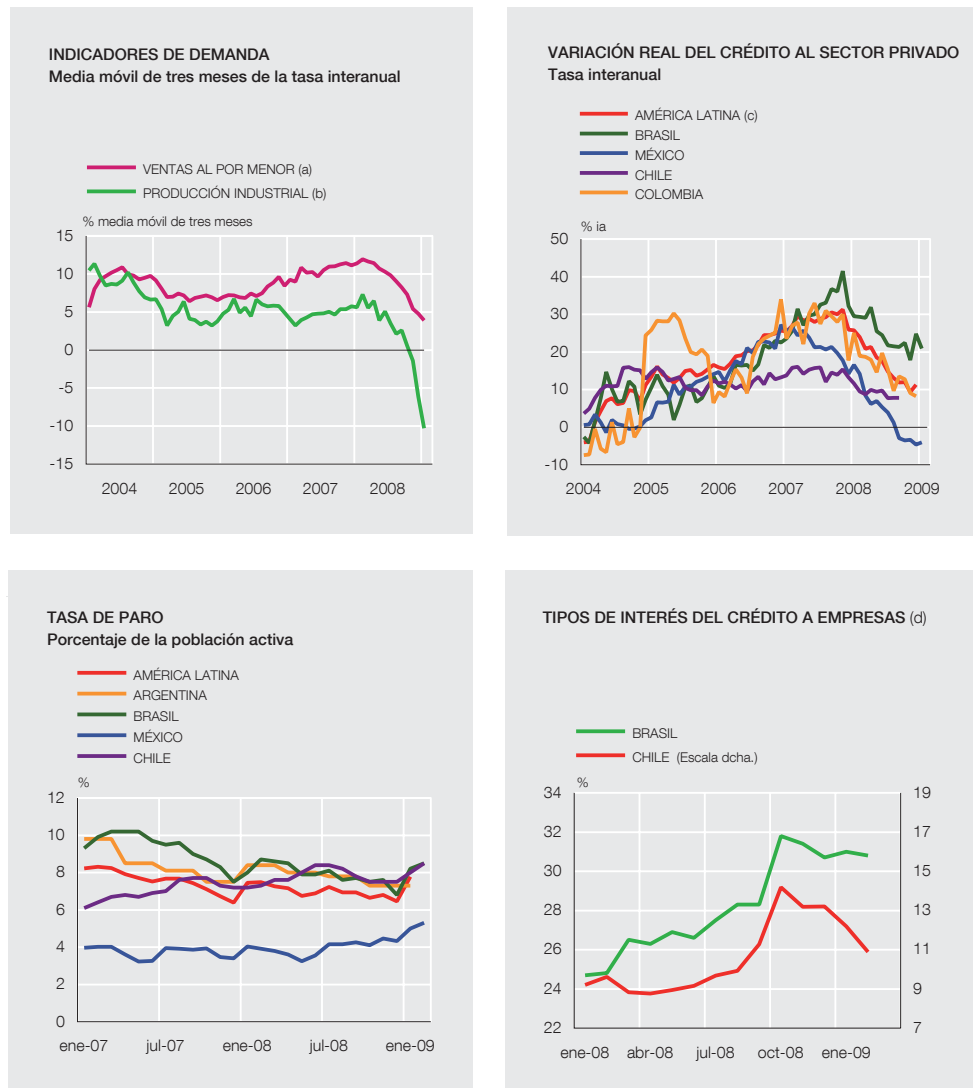
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

y a la inercia de la demanda interna. Sin embargo, desde septiembre, el agravamiento drástico de la coyuntura internacional, la interacción del canal de transmisión financiero, a través de la restricción crediticia, con el canal real —en particular, el desplome de la demanda externa y de los precios de las materias primas— y los efectos confianza, han tenido como resultado un impacto mucho más inmediato y virulento en la actividad en tan solo un trimestre que en todo el año previo. Resulta ilustrativa en este sentido la composición del crecimiento del PIB en la región en el cuarto trimestre, donde el ajuste de la demanda interna es de tal magnitud que esta consigue explicar tan solo 2,2 pp del crecimiento interanual, frente a los casi 7 pp que explicaba en el tercer trimestre (véase gráfico 3). La demanda externa corrigió moderadamente su aportación negativa al crecimiento por la desaceleración de las importaciones (del 14,5% en el tercer trimestre al 2% en el cuarto), a pesar de la fuerte caída de las exportaciones (–6,2% interanual), lo que es una muestra más de la intensidad del ajuste.

Por componentes, el mayor ajuste se produjo en la formación bruta de capital (que creció un 2,6% interanual, frente al 14,3% en el tercer trimestre), el componente más cíclico y que habitualmente se ve afectado de forma más directa por los cambios en la disponibilidad y coste de financiación, además de la caída del precio de las materias primas, que, en el caso de América Latina, están ligadas a una parte importante de la inversión industrial (véase gráfico 4). Esta ralentización de la inversión fue generalizada en la región, pero especialmente pronunciada en las grandes economías de América del Sur (Argentina, Brasil, Chile), donde este componente de la demanda había sido más dinámico en los últimos años. Con todo, quizá el aspecto más destacado de la coyuntura es la fuerte desaceleración observada en el consumo privado (que aumentó un 1,7% interanual, frente al 5,3% en el tercer trimestre), que se evidencia especialmente en México —con tasas negativas—, Brasil y Chile. El incipiente deterioro de los indicadores del mercado de trabajo —sobre todo, en Brasil y México—, la debilidad de los flujos de remesas, el cambio en el ciclo del crédito, el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento y, en definitiva, el desplome de la confianza sustentarían unas perspectivas desfavorables para el consumo. De hecho, los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una posible intensificación de la desaceleración en el primer trimestre de 2009: la producción industrial caía a tasas del 10% en media móvil trimestral en enero, la mayor caída

Tasas interanuales, media móvil de tres meses de la tasa interanual y porcentaje



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.

b. Ocho mayores economías.

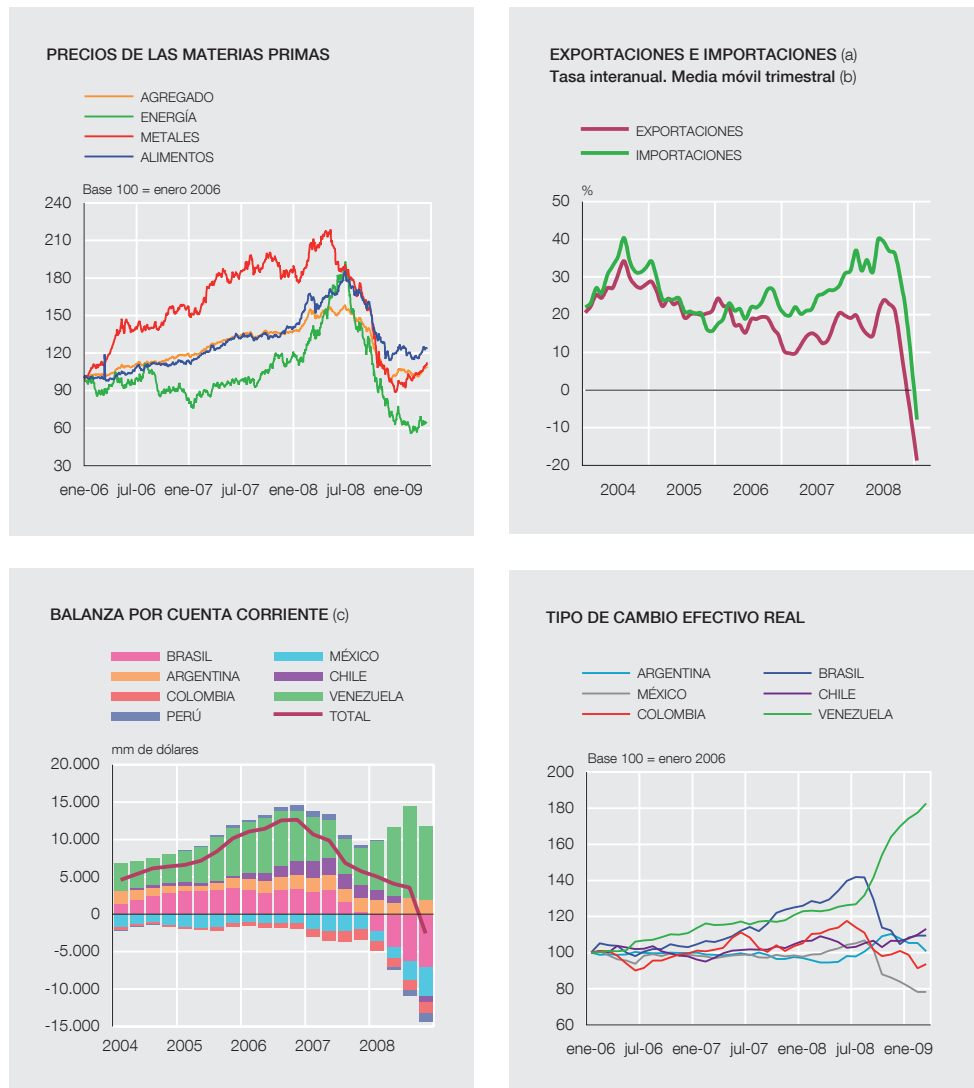
c. Siete mayores economías.

d. Brasil: tipos de operaciones de crédito a personas jurídicas. Chile: tipos de créditos comerciales.

desde 2002, mientras que las ventas al por menor se están desacelerando fuertemente y los ingresos fiscales crecen menos de lo esperado (véase gráfico 5).

Esto significa que los factores que a priori podrían ayudar a contrarrestar la debilidad de la demanda interna (el descenso esperado en las tasas de inflación, el recorte de los tipos de interés oficiales, el restablecimiento del crédito gracias al apoyo público y el tono expansivo de las políticas fiscales) no parecen, por el momento, ser suficientes. De hecho, los tipos de interés del crédito se han elevado en muchos países (incorporando primas de riesgo más elevadas), el crédito al sector privado se está desacelerando y los nuevos créditos siguen cayendo en los países para los que se dispone de datos (véase gráfico 5).

Un elemento particularmente destacado para explicar este deterioro del panorama económico es el hundimiento en paralelo de las importaciones y las exportaciones en la segunda mitad



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

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

del año, que cabe explicar, en parte, por la caída del precio de las materias primas desde el mes de julio (en torno a un 60%) y por el elevado componente de reciclaje de importaciones en las exportaciones de varios países (México, entre otros). Así, las importaciones, que en media de la región llegaron a crecer a tasas cercanas al 40% en el primer semestre de 2008, se han situado en tasas negativas superiores al 10%, mientras que las exportaciones han pasado de crecer un 25% a caer un -20% (véase gráfico 6), tasas que recuerdan, por orden de magnitud, la desaceleración del comercio exterior en áreas comercialmente más abiertas, como Asia emergente. De este modo, la demanda externa redujo su aportación negativa al crecimiento, pero solo moderadamente; tan solo en países como Venezuela (muy afectada por la caída del precio del petróleo y más dependiente de las importaciones) y Argentina se amplió la contribución negativa al crecimiento del sector exterior. En este contexto, ha desaparecido el superávit corriente en el conjunto de la región, tras la tendencia a la reducción desde el pico alcanzado hace dos años. En el gráfico 6 se observa que la posición exterior de todos los países es deficitaria, salvo la de Argentina y Venezuela.

La crisis financiera global de mediados de septiembre supuso un punto de inflexión clave en la evolución de los mercados financieros de la región. Aunque desde los meses de verano había tenido lugar una importante corrección en las bolsas y los mercados de renta fija, como consecuencia de la salida de flujos de inversión de cartera, en los meses de octubre y noviembre se añade al panorama la práctica paralización de los flujos bancarios y de los mercados de financiación habituales, un importante encarecimiento de la financiación bancaria y no bancaria, y un intenso aumento de la preferencia por el dólar. Como se observa en el gráfico 1, en el cuarto trimestre se produjo una brusca reversión de los flujos brutos de entrada en las cuatro principales economías de la región (que en los tres primeros trimestres de 2008 habían sido de más de 40 mm de dólares en media). Estos se convierten en salidas de capital de casi 30 mm, a pesar del comportamiento más positivo y anticíclico de la inversión extranjera directa, que compensa en parte la retracción de los «otros flujos» (en torno a 50 mm de dólares).

En este contexto, los tipos de cambio de los países con mayor grado de integración financiera (Brasil, México y Chile) acumularon una depreciación próxima al 40% respecto al punto más apreciado en 2008 (véase gráfico 7). Sin embargo, su evolución reciente refleja tendencias diferenciadas ya que el tipo de cambio del real brasileño ha tendido a estabilizarse, apoyado por la venta de reservas del banco central; el peso chileno se ha apreciado (un 10% desde mediados de octubre) y, sin embargo, el peso mexicano describió un movimiento de ida y vuelta, depreciándose hasta mediados de marzo (un 10%) y recuperándose desde entonces. El movimiento de depreciación estuvo relacionado con la vulnerabilidad percibida en la economía mexicana por sus vínculos con Estados Unidos y las dudas sobre la capacidad de financiación del déficit corriente, que se vieron mitigadas a partir de marzo por el acceso a la nueva línea de financiación del FMI y a la línea de *swap* con la Reserva Federal. Por su parte, el peso argentino, cuyo tipo de cambio se había mantenido muy estable desde el inicio de las turbulencias, tendió a depreciarse gradualmente desde octubre y acumula una depreciación de un 12%. La reciente depreciación de los tipos de cambio, medida en términos efectivos reales (véase gráfico 6), muestra una corrección relativamente generalizada de la fuerte apreciación acumulada en los años anteriores, salvo en el caso del bolívar venezolano. En el caso del peso mexicano, se observa una significativa depreciación respecto a los niveles de los tres últimos años.

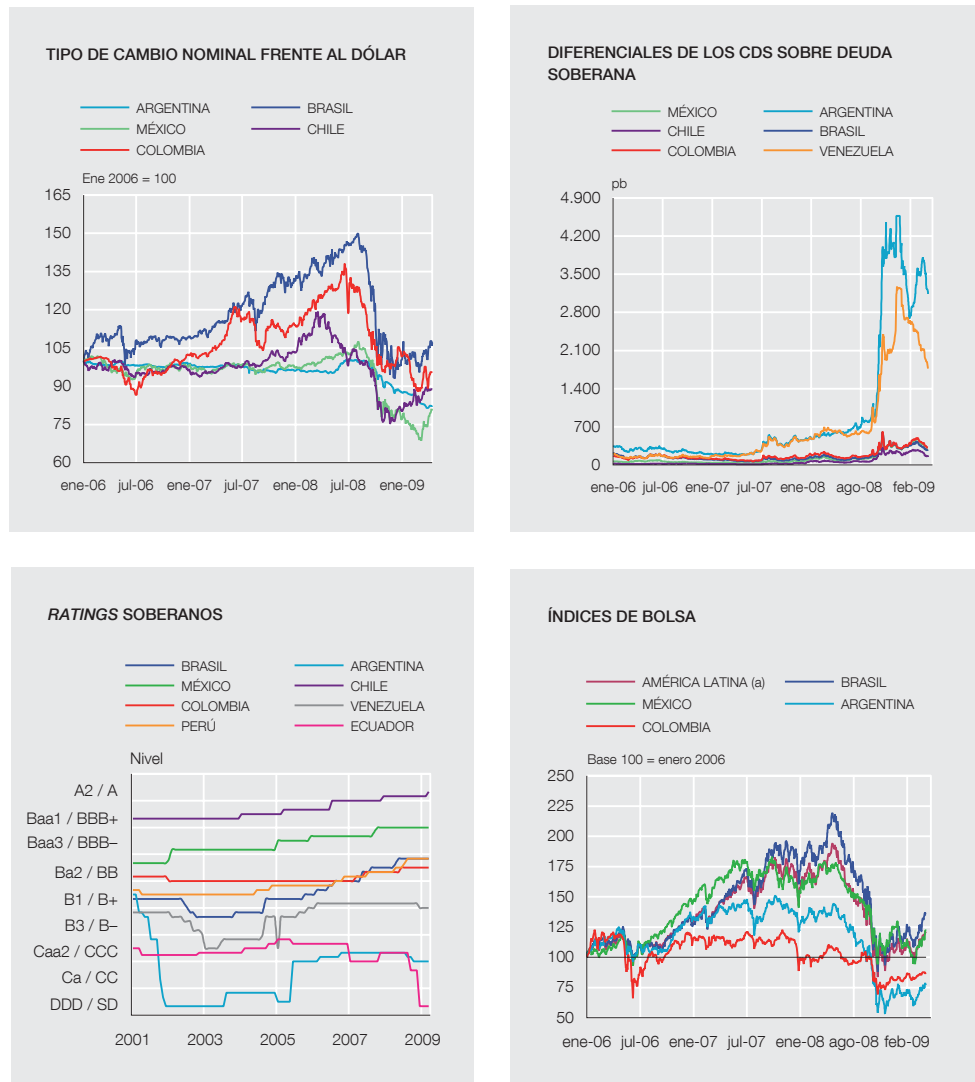
Por su parte, los diferenciales soberanos y las primas implícitas en los CDS, tras ampliarse muy sustancialmente entre mediados de septiembre y mediados de octubre, han seguido una evolución dispar por grupos de países, lo que pone de manifiesto una cierta discriminación de riesgos por parte del mercado. Así, los diferenciales soberanos y CDS de Argentina y Venezuela han seguido ampliándose hasta situarse en máximos, descontando una probabilidad de impago elevada. En el resto de los países, aunque las primas de los CDS se mantienen amplias, se ha producido un cierto estrechamiento respecto a los niveles alcanzados después de la quiebra de Lehman Brothers, situándose en el entorno de los 300 pb en Brasil, México, Perú y Colombia, y más próximos a los 200 pb en Chile, país cuya solvencia se ha reconocido con una nueva subida del *rating* en marzo. Argentina, Venezuela y Ecuador, en cambio, experimentaron rebajas en sus *ratings* en este período (véase gráfico 7).

Finalmente, las bolsas han tendido a estabilizarse y a recuperarse prácticamente desde finales de octubre, tras las intensas caídas (en torno al 40%) registradas en los meses previos. De este modo, aunque la volatilidad ha sido muy marcada, los principales mercados recuperan desde octubre en torno a un 15% en los casos de Brasil y Chile, pero también en los de Venezuela o Perú. La bolsa argentina, y las de Colombia y México se han mantenido en niveles más parecidos a los de octubre.

En este contexto, se estima que en 2009 la reducción de los flujos de capital a América Latina podría ser muy intensa: aproximadamente, un tercio de los flujos netos recibidos en

**DIFERENCIALES DE LOS SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS, EN INGLÉS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS, TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y RATINGS SOBERANOS**  
Puntos básicos, índices y nivel

GRÁFICO 7



FUENTE: Datastream.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

2008 y ocho veces menos que en 2007, incluyendo un importante descenso en la inversión extranjera directa, habitualmente considerada la fuente de financiación más estable (véase gráfico 8). Las emisiones soberanas y corporativas registraron un importante descenso en el segundo semestre de 2008 y en el comienzo de 2009. Sin embargo, un aspecto positivo es que emisores como Brasil, México, Perú o Colombia han mantenido el acceso a los mercados internacionales en este período, y podrían haber prefinanciado ya sus necesidades de 2009 (y parte de 2010 en algunos casos). La percepción de mayor riesgo de refinanciación se ha centrado en los emisores del sector privado, cuyos importantes vencimientos en dólares este año (véase gráfico 8) podrían tener que renovarse, en parte, en los mercados de deuda locales, habitualmente más estrechos, o recurriendo al crédito bancario. En todo caso, este riesgo de refinanciación se estima algo menor que en otras regiones emergentes y podría verse mitigado, en parte, por los apoyos financieros multilaterales (BID, FMI y BM) y bilaterales.



FUENTES: JP Morgan, FMI (GFSR) y estadísticas nacionales.

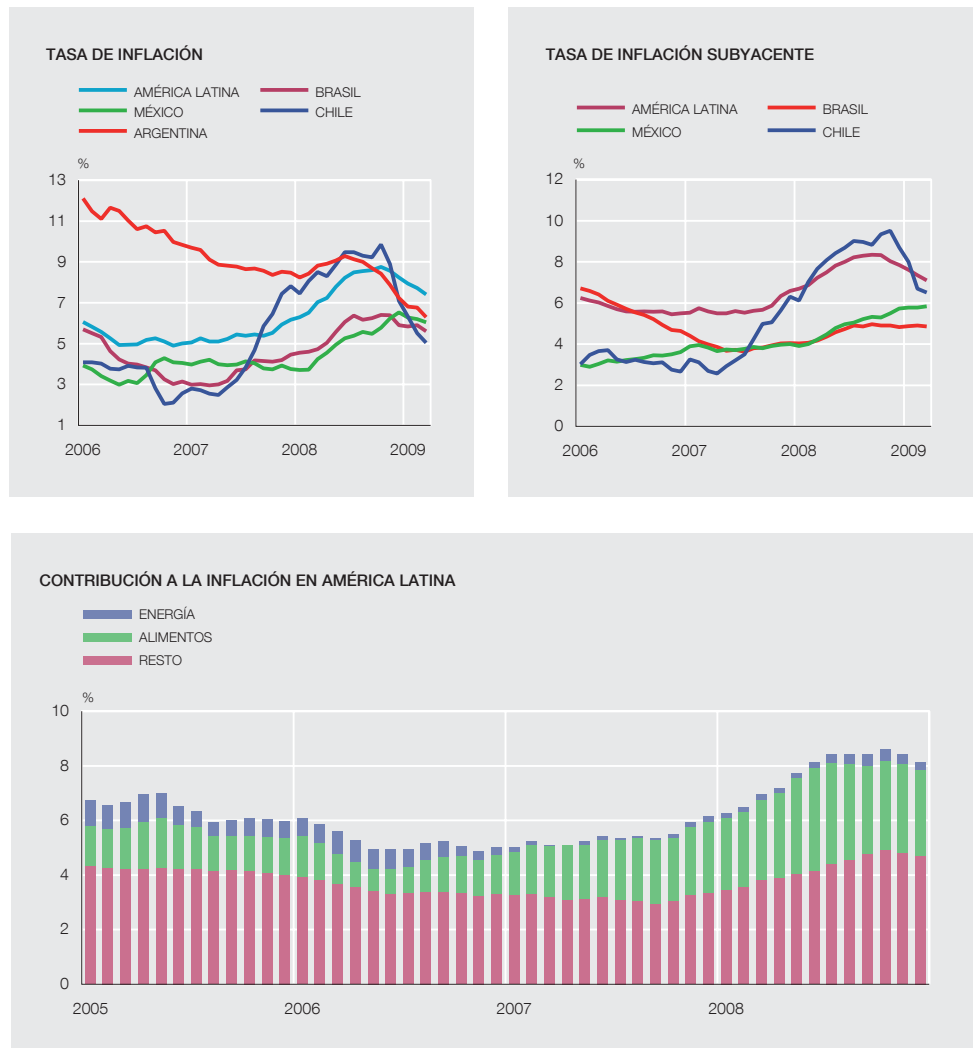
a. 2009: Estimación.

b. Estimaciones del FMI de deuda pública y privada a corto plazo emitida en 2008 y amortizaciones de deuda a largo plazo en 2009.

### Precios y políticas macroeconómicas

Tras el importante aumento que experimentaron las tasas de inflación oficial y subyacente desde comienzos de 2007, y que se prolongó hasta bien avanzado el año 2008 (hasta un máximo del 8,8% interanual en octubre en el agregado regional), ambos índices han empezado a ceder en los últimos meses (7,4% en marzo), aunque solo moderadamente y con importantes diferencias por países (véase gráfico 9). Así, cabe destacar la sensible reducción mostrada por las tasas de inflación en Chile: más de cuatro puntos desde octubre de 2008, hasta el 5% interanual en marzo, tras cinco meses de registros mensuales negativos. En el extremo opuesto, destaca la resistencia a la baja mostrada por la inflación en Venezuela, que se situó en el 28,5% interanual en marzo, tan solo algo por debajo del máximo de 2008. En un punto intermedio del espectro se sitúan países como México (6% en marzo) o Brasil (5,6%), en los que la inflación ha empezado a ceder solo muy lentamente, pese a la intensidad del *shock* financiero y real recibido.

El descenso del precio de las materias primas es el principal determinante de la moderación de los precios de consumo en la mayor parte de América Latina y, en general en el ámbito



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

mundial, al igual que lo fue de su aceleración en la fase de subida previa. Sin embargo, esta moderación ha sido mucho más notable en los precios de la energía que en los de los alimentos, lo que quizá contribuye a explicar que la moderación en los precios de consumo haya sido más lenta en economías emergentes, como las latinoamericanas, donde la ponderación de los alimentos en la cesta de los IPC es mayor y donde la existencia de subsidios al consumo de energía limitó la traslación del aumento del precio del petróleo a los precios del consumidor (y ahora habría impedido, de forma simétrica, una más clara traslación a un descenso de las tasas de inflación) (véase gráfico 9). La existencia de un cierto poder de mercado en los mecanismos de fijación de precios, como factor explicativo de su resistencia a la baja, ha sido también una preocupación en algunos países.

A pesar de todo ello, el descenso en los términos de intercambio y su efecto sobre la demanda agregada en América Latina como región exportadora de materias primas plantean un cambio importante en las perspectivas para la inflación en los próximos meses. En este sentido, aunque existen riesgos derivados de la existencia de efectos *pass-through* dada la intensa depreciación de los tipos de cambio en los últimos meses, por el momento no se han observado presiones en los precios de importación, producción o en los precios al consumo de



los alimentos no elaborados (salvo alguna excepción) que sustenten una clara preocupación por esta vía. Cabe pensar, por tanto, que la moderada mejora en las expectativas de inflación sucedida en los últimos meses en la mayoría de los países —que cabría atribuir, sobre todo, al deterioro de las perspectivas de crecimiento y a la previsión de amplias brechas de producto en los próximos trimestres— debería limitar en cierto modo los riesgos al alza en la evolución de los precios.

En este contexto, la reacción de las políticas monetarias —en términos de reducciones de tipos de interés— fue muy cautelosa hasta final de año, en contraposición con los países desarrollados, en un contexto en el que la evidencia sobre un cambio de tendencia de la inflación resultaba insuficiente (véase cuadro 2). Sin embargo, la política monetaria en estos últimos meses se ha caracterizado por emplear un conjunto de instrumentos más amplio que el tipo de interés, y, por ello, para analizar el esfuerzo en relajar las condiciones monetarias puede resultar equívoco concentrarse exclusivamente en los movimientos de este. En particular, en los meses de octubre y noviembre, en los que la contracción exógena de las condiciones monetarias y crediticias se hizo más aguda, la mayoría de los bancos centrales de la región (notablemente Brasil, pero también el resto) puso en marcha una amplia batería de medidas con el fin de movilizar recursos disponibles para mitigar los efectos de esa contracción del crédito, con especial énfasis en facilitar la provisión de dólares. El recuadro 1 revisa, sin pretensión de exhaustividad, algunas de estas medidas. Además del uso de reservas para moderar la volatilidad del tipo de cambio, los bancos centrales tomaron medidas en áreas muy diversas, complementadas en algunos casos por los ministerios de finanzas: el crédito a la exportación (Brasil, Argentina), la refinanciación de pasivos del sector corporativo o bancario a través de la provisión de dólares (Brasil, México, Chile), la ampliación de la provisión de liquidez en moneda local —a través del descenso en los coeficientes de caja— (Argentina, Brasil, Perú, Colombia, Venezuela), la ampliación del colateral aceptado por el Banco Central (México, Argentina), o el refuerzo financiero de la banca pública para promover el crédito (Brasil, Chile).

El ciclo de descenso de los tipos de interés oficiales en la región se inició tan solo en diciembre, cuando Colombia efectuó el primer recorte (50 pb, hasta el 9,50%), dos meses después del descenso coordinado de los tipos de interés de la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Japón en octubre. Siguió Chile, con un recorte inesperadamente fuerte de 100 pb en enero, hasta el 7,5%; México, que bajó 50 pb, hasta el 7,75%, y Brasil, que redujo su tipo oficial en 100 pb en febrero. A estos descensos siguieron otros adicionales, de forma que el descenso acumulado hasta mediados de abril alcanza los 650 pb en Chile y 250 pb en Brasil —en ambos casos ello supone una completa reversión del ciclo de subida iniciado en 2008, y a pesar de ello se mantienen expectativas a la baja—, 300 pb en Colombia, 225 pb en México y 150 pb en Perú. Cabe destacar, en este sentido, la convergencia que ha terminado produciéndose entre los países que mantienen objetivos de inflación (primero con Chile y Brasil, y después con Colombia, México y Perú) hacia una aceleración del ciclo de descenso de los tipos de interés como respuesta de política monetaria, frente a una gestión más gradualista, aunque en todos los casos la inflación se haya situado hasta ahora por encima o en el rango superior de los objetivos de inflación (véase cuadro 2). En este sentido, México y Perú, que parecían haber optado por una gestión más gradual del descenso de los tipos oficiales, tendieron a cambiar de estrategia. México realizó un segundo recorte de solo 25 pb, pero sorprendió con un tercer descenso de 75 pb en marzo y otros 75 pb en abril. Perú recortó 100 pb en abril, ante los síntomas de intensificación de la desaceleración. Finalmente, en los países que no mantienen objetivos de inflación (Argentina y Venezuela) la política monetaria se habría guiado por consideraciones diferentes. El Banco Central de Argentina mantuvo sus tipos de interés a pesar de cierto descenso en la medición oficial de la inflación, aunque instrumentó medidas para la am-

País	2007		2008		2009	
	Cumplimiento	Objetivo	Cumplimiento	Dato de diciembre	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	Sí	4,5 ± 2	Sí	5,9	4,5 ± 2	4,42
México	Sí	3 ± 1	No	6,5	3 ± 1	4,05
Chile	No	3 ± 1	No	7,1	3 ± 1	2
Colombia	No	3,5 a 4,5	No	7,7	4,5 a 5,5	5
Perú	No	2 ± 1	No	6,7	2 ± 1	3

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Expectativas de inflación para 2009 de los informes de los bancos centrales y entidades privadas.

plación de la liquidez, mientras que el Banco de Venezuela redujo en 2 pp el coeficiente de caja en moneda local y los tipos de interés regulados de créditos y depósitos.

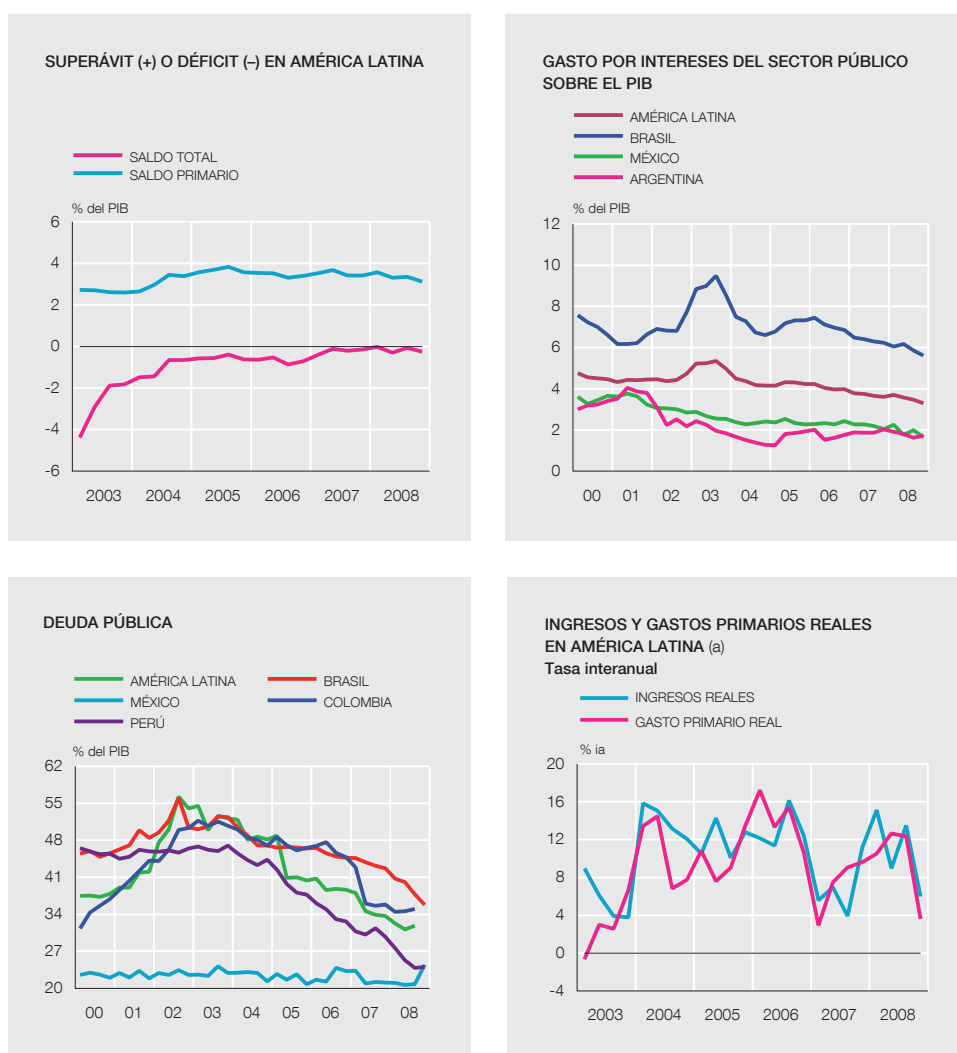
En el ámbito de la política fiscal, el rasgo más destacado fue el anuncio de una serie de paquetes fiscales relativamente expansivos, como se analiza en el recuadro 2. En este sentido, si bien la recaudación a principios de año ha experimentado un fuerte descenso en la mayoría de los países, los indicadores fiscales (saldos fiscales, ratios de deuda, carga por intereses) (véase gráfico 10) siguieron mostrando hasta finales de 2008 una posición relativamente favorable. No obstante, tanto la desaceleración cíclica como las respuestas fiscales anunciadas hacen prever una clara tendencia al deterioro a lo largo de 2009.

### **Otras políticas económicas**

A lo largo del último semestre de 2008 y en los primeros meses de 2009 no se produjeron avances sustanciales en el ámbito de las reformas estructurales, en un contexto en el que las actuaciones de política estuvieron condicionadas por la respuesta inmediata a la crisis. En Brasil se estableció el fondo de riqueza soberano, dotado con alrededor del 0,5% del PIB, y que se utilizará para contener posibles crisis, financiar operaciones de empresas brasileñas en el exterior y garantizar las inversiones oficiales. En Venezuela continuó avanzando el programa de nacionalizaciones en el sector de la distribución de arroz y se otorgó en exclusiva la distribución de combustible en el país a la petrolera estatal. En Argentina se nacionalizaron las administradoras privadas de fondos de pensiones, cuyos recursos pasaron a la Administración de la Seguridad Social. En Bolivia se aprobó en referéndum la nueva constitución, que respalda una mayor intervención del Estado en la economía.

En lo que respecta a los procesos de integración comercial, cabe destacar que estos se vieron también afectados por el nuevo contexto económico global. En MERCOSUR, tres de los cuatro miembros anunciaron la posible puesta en marcha de licencias previas a la importación, o de medidas de protección a la industria local, que, de ponerse en práctica, podrían mermar los intercambios dentro del grupo. En sentido positivo, se puso en marcha una iniciativa para que los intercambios entre Brasil y Argentina se produjeran en moneda local. El 1 de febrero entraba en vigor el Tratado de Libre Comercio entre Perú y Estados Unidos, al tiempo que Bolivia perdía las preferencias arancelarias con este país que otorgaba el programa ATPDEA.

Un ámbito particularmente relevante de la política económica internacional en los últimos meses han sido las reuniones del G 20, del que forman parte Argentina, Brasil y México, y en el que España también ha participado. En este foro se ha avanzado en el proceso de



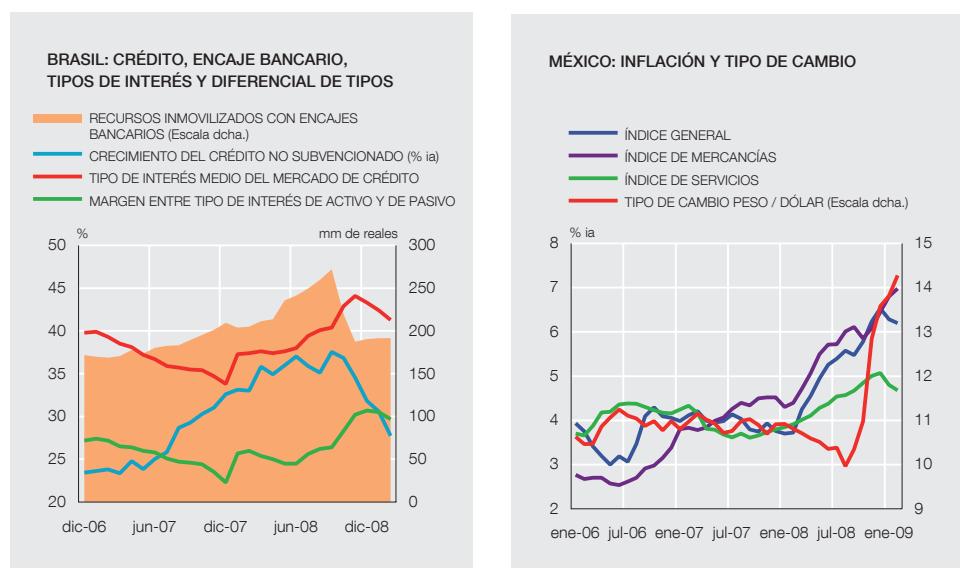
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

reforma y concertación internacional, lo que permite una mayor capacidad de transmisión de los intereses de la región en un momento de dificultad como el actual. Su participación activa ha contribuido a la adopción de algunas propuestas que favorecen los intereses de las economías emergentes, como el incremento de la capacidad financiera del FMI en hasta 750 mm de dólares, la dotación de fondos para la reactivación de la financiación al comercio a través de los bancos multilaterales y la creación de una nueva facilidad de préstamo más flexible, que México y Colombia han solicitado. Brasil o Perú han reconocido, igualmente, que consideran útil esta facilidad, pero han manifestado su intención de no utilizarla por el momento.

## Países

La economía de *Brasil* mantuvo un ritmo de crecimiento elevado en el tercer trimestre de 2008 (6,8% interanual), pero fue severamente afectada por el empeoramiento del contexto financiero internacional que tuvo lugar desde mediados de septiembre. Así, la economía sufrió una contracción del 3,6%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2008, lo que implicó un notable descenso de la tasa de crecimiento interanual, hasta el 1,8%. Con todo, el crecimiento en el conjunto de 2008 fue del 5,1%. La desaceleración se explicó, principalmente, por la



FUENTES: Bancos centrales de Brasil y México.

demanda interna, que pasó a aportar tan solo 3,2 pp al crecimiento, desde los 9,2 pp del tercer trimestre; y, en especial, por la inversión (3,8% en tasa interanual, frente al 20% del trimestre anterior). El consumo privado se resintió también, creciendo un 2,2% interanual, desde el 7,3% en el tercer trimestre. La demanda externa, en cambio, redujo ligeramente su aportación negativa al crecimiento (hasta -1,8 pp, desde -2,4 pp del PIB en el tercer trimestre), pero con una fuerte caída de las exportaciones (-7%) y una notable desaceleración de las importaciones (7,6%, frente al 22,8% del tercer trimestre). En este contexto, los indicadores del primer trimestre de 2009 apuntan al mantenimiento de la recesión y muestran signos nítidos de deterioro en el mercado laboral. Junto con la menor demanda externa, el principal impacto de la crisis para la economía de Brasil se ha derivado del encarecimiento y de la restricción del acceso al crédito, en particular a empresas y a la exportación (véase gráfico 11). Por ello, el banco central intervino con prontitud, moderando la volatilidad del tipo de cambio y facilitando liquidez en dólares y en moneda local a través de distintos mecanismos. Las medidas adoptadas evitaron el colapso del crédito al sector exportador, aunque no fueron suficientes para evitar un fuerte aumento en el coste de financiación y una reducción de los recursos financieros disponibles. En el ámbito del sector exterior, continuó la tendencia al deterioro de la cuenta corriente, con un empeoramiento de la balanza comercial que, en parte, quedó mitigado por la mejora en la balanza de rentas, y se produjeron salidas de flujos financieros a partir de mediados de septiembre, que llevaron al banco central a intervenir con importantes ventas de reservas. Por su parte, la inflación se mantuvo elevada a lo largo del segundo semestre de 2008, próxima al límite superior del objetivo del banco central (4,5% +/- 2%), como consecuencia de las presiones de demanda interna y los precios de los alimentos, aunque las expectativas de inflación han tendido a ceder y a aproximarse al centro del rango, el 4,5%. Por ello, el banco central, a pesar de que los datos de inflación no señalan una clara tendencia a la baja, optó por reducir en 100 pb los tipos de interés en su reunión de enero y en 150 pb en su reunión de marzo, hasta situarlos en el 11,25%. En el ámbito de la política fiscal, el año 2008 se cerró con un superávit del 4,1% del PIB, superior al objetivo del 3,8% del PIB. En enero, sin embargo, se constató cierto deterioro de las cuentas públicas: en parte, por menores ingresos y, en parte, por los aumentos de gasto corriente pactados. A diferencia de otros países del área, Brasil no ha anunciado un plan fiscal de envergadura, pese a haberse realizado recortes selectivos de impuestos y haberse reducido el objetivo de superávit primario a un 2,5% (véase recuadro 2).

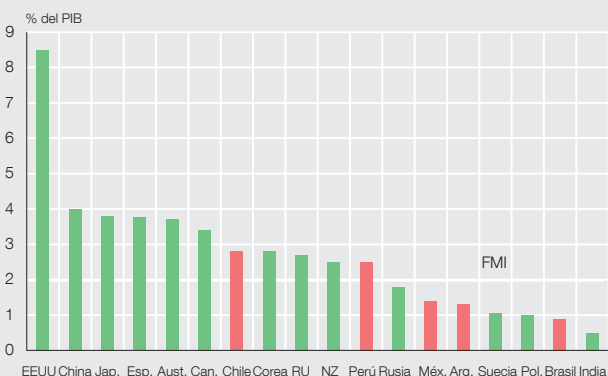
Los gobiernos latinoamericanos han respondido ante la crisis global no solo con medidas de política monetaria y cambiaria (véase recuadro 1), sino también con la puesta en marcha de planes fiscales, muchos de los cuales contienen medidas de financiación a sectores estratégicos. El objetivo del presente recuadro es examinar dicha respuesta en tres dimensiones: respecto a la proporcionada por otras economías, en una perspectiva histórica, y entre los propios países de la región. Adicionalmente, se presenta un resumen de las principales medidas adoptadas en varias economías de la región.

En primer lugar, desde una perspectiva internacional, cabe resaltar que el tamaño de los paquetes fiscales anunciados en América Latina, medidos como porcentaje del PIB, está significativamente por debajo del observado en otras áreas (1,3% en media ponderada para las cinco economías representadas) (véase gráfico), aunque en comparaciones internacionales como esta es difícil aplicar conceptos homogéneos. Igualmente, se sitúan por debajo, en media, de la recomendación genérica del FMI para poner en práctica expansiones fiscales del 2% del PIB en aquellos países con capacidad para hacerlo, aunque existen importantes diferencias por países. Por ejemplo, la

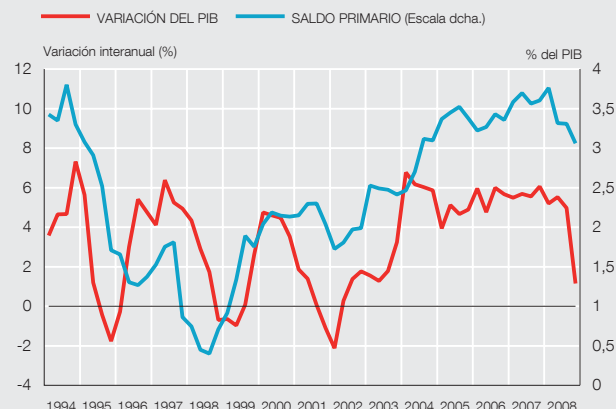
cuantía de los planes de dos economías muy abiertas y dependientes de los ingresos de materias primas (como Chile y Perú) está, incluso, por encima de la media y de dicha recomendación. En este sentido, una diferencia entre los planes anunciados en América Latina y los del resto de países es que los primeros concentran el esfuerzo en el presente año 2009, mientras que en los demás —especialmente, en economías desarrolladas— el estímulo anunciado suele periodificarse a lo largo de varios años. En términos de composición, las medidas anunciadas en América Latina parecen incorporar, comparativamente, mayores elementos de sostén del consumo interno e incluir una importante proporción de medidas para la financiación a empresas y exportadores (normalmente, mediante un refuerzo de la banca pública). Esto puede deberse, por un lado, a la ausencia general de estabilizadores automáticos en la región y, por otro, a la consideración del sector exportador como estratégico en la mayoría de los países.

En segundo lugar, desde una perspectiva temporal, se trata de la primera vez que los países de la región afrontan una crisis con cierta capacidad para instrumentar una política fiscal anticíclica. Como se

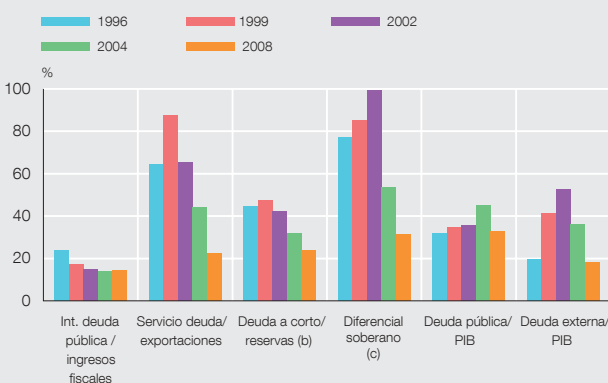
1 CUANTÍA DE LOS PAQUETES (a)



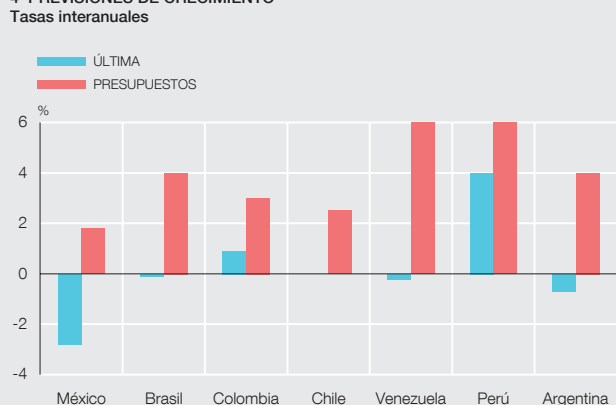
2 ESTÍMULOS FISCALES EN AMÉRICA LATINA



3 INDICADORES DE VULNERABILIDAD



4 PREVISIONES DE CRECIMIENTO



FUENTES: Banco de España y estadísticas nacionales.

a. Se incluyen los paquetes anunciados y/o aprobados, con independencia de su periodificación. Se excluyen las medidas relacionadas con apoyo financiero.

b. Sin Argentina.

c. En pb normalizados.

puede apreciar en el gráfico, las políticas fiscales, aproximadas por el saldo primario en porcentaje del PIB, han tendido a ser procíclicas en la región. Así, tras las crisis asiática y rusa (1998), o durante la más reciente fase de inestabilidad (2001-2002), el saldo público primario aumentó o permaneció estable, lo que indica que la política fiscal no pudo ejercer un efecto contracíclico, como consecuencia de la elevada vulnerabilidad financiera y fiscal<sup>1</sup>. Sin embargo, el crecimiento en el último ciclo y las políticas de estabilización seguidas en la región en los últimos años han permitido una posición de partida más favorable, reflejada en una vulnerabilidad externa y del sector público menor, lo que proporciona cierto margen para llevar a cabo una política expansiva en las circunstancias actuales, y además permitiría acceder a financiación —interna y externa— en condiciones relativamente más favorables, como reflejarían las últimas emisiones soberanas en los mercados internacionales de Brasil, México, Colombia y Perú.

En este sentido, desde una perspectiva regional, cabe destacar que la respuesta fiscal ante la crisis de los países latinoamericanos dista de ser homogénea. Posiblemente, esa diversidad depende tanto de la intensidad y la naturaleza del *shock* que ha experimentado cada país como de los márgenes y límites a la capacidad de financiación existentes. En este contexto, Chile es el único país que ha podido poner en práctica una potente política fiscal anticíclica, recurriendo al ahorro previo materializado en el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), que había acumulado hasta un 12% del PIB. Como

se indica en el cuadro, en Chile el plan anunciado ascendería a 5,9 mm de dólares (3,6% del PIB), de los cuales el 2,8% del PIB podría considerarse política fiscal en sentido estricto (reducciones impositivas, gasto en inversión y transferencias, y capitalización de la empresa estatal del cobre, Codelco). El resto del paquete está compuesto por medidas de apoyo financiero a PYME y exportadores, y por la capitalización del Banco del Estado. El programa se financia con recurso al ahorro acumulado, aunque también se ha autorizado la emisión de bonos en el presupuesto de 2009.

Un caso similar sería el de Perú, aunque la capacidad de respuesta anticíclica se considera algo menor. Así, se ha anunciado un plan de estímulo fiscal de unos 3.850 millones de dólares (3,4% del PIB), centrado en un aumento del gasto público (2,5% del PIB), si bien algunas medidas estaban ya incluidas en el presupuesto de 2009. Su financiación se realizaría, en parte, con el acceso a préstamos multilaterales.

En México, el margen de maniobra es más limitado por la ausencia de ahorro público, pero su acceso a los mercados internacionales o a los préstamos multilaterales le ha permitido llevar a cabo un estímulo fiscal de cierta entidad (1,4% del PIB). México presentó dos planes: el primero en octubre (el primer plan presentado por una economía emergente) y el segundo a comienzos de año, cuyas principales medidas son un aumento del gasto público en infraestructuras, una congelación o reducción de las tarifas de la energía y un aumento del empleo público.

En Argentina se ha anunciado una política fiscal expansiva (3,5 mm de dólares, 1,3% del PIB). El paquete fiscal consiste, fundamental-

1. Enrique Alberola y José Manuel Montero (2006), *Debt Sustainability and Procyclical Fiscal Policies in Latin America*, Documentos de Trabajo, n.º 0611, Banco de España.

## PRINCIPALES MEDIDAS FISCALES Y FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA

	CHILE	PERÚ	MÉXICO	ARGENTINA	BRASIL
PAQUETE FISCAL EN % DEL PIB	2,8%	2,5%	1,4%	1,3%	0,9%
REDUCCIÓN DE IMPUESTOS	- Transacciones financieras - Renta - Sociedades	- Combustible - Aranceles	- Congelación precio gasolina - Reducción precio gas y electricidad	- Sectoriales - Renta	- Transacciones financieras - Impuestos a la producción - Renta
GASTO Y TRANSFERENCIAS	- Infraestructura - Vivienda - Asistencia social - Subsidios sectoriales	- Construcción - Inversión pública - Asistencia social	- Infraestructura - Empleo público temporal - Subsidios energéticos - Asistencia social	- Infraestructuras	- Congelación de gasto primario del 1,2% del PIB
APOYO FINANCIERO	- Capitalización de empresas (CODELCO) - Recapitalización Banco Estado - Apoyo PYME, exportadores, vivienda	- Apoyo PYME y exportadores	- Vivienda - Banca de desarrollo - Fondos de pensiones (posibilidad de retirada anticipada de fondos)	- Turismo - Transporte público	- Recapitalización de la banca pública (3,5% del PIB) - Banca pública a sectores
PAQUETE FISCAL + APOYO FINANCIERO EN % DEL PIB	3,6%	3,4%	-	-	4,5%

mente, en un impulso del gasto público (inversión en infraestructuras). Ante la falta de acceso a los mercados internacionales, cerca de la mitad de la financiación necesaria provendría de los depósitos a plazo fijo que tenían las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) —y que administra ahora la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS)— y de la renovación de plazos fijos y letras que ya tenía en su poder la ANSeS.

Brasil y Colombia son dos de los países que han presentado paquetes fiscales más limitados. Esto puede estar relacionado con una mayor vulnerabilidad fiscal, dada su mayor deuda pública y sus costes financieros más elevados, y en el caso de Brasil con el hecho de que el principal problema al que se enfrenta es el de la restricción crediticia. De hecho, Brasil es el país de la región que ha presentado un estímulo de menor cuantía en relación con el PIB (excluyendo a Ecuador), equivalente al 0,9% del PIB. Sin embargo, Brasil ha empleado importantes recursos para apoyar al Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) —un 3,5% del PIB— y ha reducido recientemente el objetivo de superávit primario para 2009 hasta un 2,5% del PIB. Para compensar el efecto del paquete fiscal, el Tesoro ha anunciado una congelación del gasto primario por valor del 1,2% del PIB.

Finalmente, Venezuela se habría orientado principalmente a limitar la pérdida de ingresos por la caída del precio del petróleo, para seguir manteniendo la política de estímulo público que ha sostenido la actividad en 2008. En este sentido, se han anunciado una subida de la tarifa del IVA, un recorte de gastos de la administración del 6,7% y un

plan de inversiones públicas de 225 mm de dólares entre 2009 y 2013 (11% del PIB cada año), que se espera se financie con reservas internacionales y un importante aumento de la emisión interna de deuda pública.

En definitiva, la mayoría de los países latinoamericanos ha podido hacer frente a la caída de la actividad con estímulos fiscales significativos, si bien, por término medio, de menor entidad que en otras economías emergentes y desarrolladas, de tal modo que su política fiscal podría ser en 2009 moderadamente anticíclica, un hecho inédito en la región. No obstante, más allá de esta reacción inicial, la posición fiscal está sujeta a notables limitaciones y riesgos. Así, por un lado, existe la posibilidad de que se haya sobreestimado la recaudación fiscal en los presupuestos, dada la desaceleración económica actual. En este sentido, en el gráfico se presenta la diferencia entre las previsiones de crecimiento contenidas en los respectivos presupuestos y las últimas publicadas por el consenso de los analistas, destacando especialmente las diferencias en los casos de México, Venezuela (caso agravado, además, por la previsión del barril de petróleo a 60 dólares, cifra muy por encima de la presente en el mercado) y Brasil (cuya elasticidad de los ingresos al ciclo es muy elevada). Además, por otro lado, desde el punto de vista de la financiación, las dificultades de los mercados financieros globales y la avalancha de emisiones de los países industrializados para financiar sus propios planes fiscales y financieros podrían limitar el acceso de estos países a la financiación. En sentido contrario, las nuevas facilidades financieras del FMI pueden suponer un cierto apoyo en este contexto.

En el segundo semestre de 2008 la actividad se desaceleró fuertemente en *México*, dado que el PIB registró un crecimiento interanual nulo en media, frente al 2,7% del semestre previo. En el último trimestre del año se produjo un fuerte ajuste de la actividad. El PIB cayó un 2,7% en tasa intertrimestral —7% interanual— por la contracción del consumo privado (–1,3% interanual). El comercio internacional también acusó el impacto de la crisis, ya que las exportaciones cayeron un 8,8% interanual y las importaciones un 7,7%. La inflación aumentó en más de dos puntos durante el segundo semestre de 2008, hasta un 6,5% en diciembre, máximo desde junio de 2001, y 2,5 puntos por encima del rango máximo del Banco de México, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios de los alimentos (véase gráfico 11), aunque se observaron también efectos de segunda ronda, puesto que la tasa subyacente subió del 5,1% al 5,7% interanual. Entre enero y marzo la inflación se redujo ligeramente, si bien la tasa (6,1%) es aún muy superior al objetivo. En este contexto, las expectativas de inflación, medidas por la encuesta mensual del Banco de México, tendieron al alza, hasta superar el 4% (límite superior del intervalo objetivo) para 2009 y para 2010. Estos indicadores, unidos a la notable depreciación del tipo de cambio, plantearon un dilema de política monetaria, en un contexto en el que la actividad y el entorno internacional se deterioraban sustancialmente. Así, en las cuatro reuniones de política monetaria celebradas en 2009 se anunciaron recortes en los tipos de interés oficiales: de 50 pb en enero, de 25 pb en febrero y de 75 pb en marzo y abril, hasta el 6%, lo que parece poner de manifiesto el creciente peso que la brecha de producto ha tenido en la función de reacción de las autoridades. Las medidas tomadas, junto con el acuerdo de los fondos de pensiones de invertir solo en valores nacio-



nales en 2009, la posibilidad de acceder a la nueva facilidad flexible del FMI (47 mm de dólares) y el anuncio de disposición del *swap* de la Reserva Federal, han favorecido una apreciable recuperación del tipo de cambio desde mediados de marzo. Respecto al sector externo, el déficit por cuenta corriente aumentó notablemente en el segundo semestre del año, situándose en el 1,4% del PIB en 2008, debido al deterioro de la balanza comercial, derivado, a su vez, de un hundimiento de las exportaciones (liderado por los combustibles y los automóviles), que se habían mantenido relativamente robustas durante los nueve primeros meses del año. Por su parte, la negativa evolución de las remesas provocó una fuerte caída de las transferencias, mientras que la inversión extranjera directa recibida en el segundo semestre se redujo a la mitad. El saldo público se situó prácticamente en equilibrio (-0,1%) y el Gobierno elaboró dos planes de estímulo fiscal, que en total podrían ascender a un 1,4% del PIB (véase recuadro 2).

En *Argentina* la economía creció un 7% en 2008, el sexto año consecutivo de crecimiento. Sin embargo, se observó una importante desaceleración a lo largo del año, sobre todo en el último trimestre, con un crecimiento del -0,3% en tasa trimestral (y del 4,9% en tasa interanual). Destaca la notable pérdida de dinamismo de la inversión, aunque también se desaceleró el consumo privado. La demanda externa volvió a ampliar su aportación negativa al crecimiento en el cuarto trimestre, aunque sin alcanzar la cuantía de trimestres anteriores. Tanto las exportaciones como las importaciones se redujeron en volumen en ese trimestre. Durante 2008, la balanza por cuenta corriente presentó un superávit del 2,3% del PIB, apenas unas décimas por debajo de la registrada en 2007. El superávit comercial aumentó en un 21%, pero fue compensado por un mayor déficit en el resto de partidas. La medición oficial del IPC reveló una moderación de la inflación a lo largo del año. Los cálculos efectuados por provincias o por entidades privadas señalan un perfil similar de moderación, pero con unas tasas de inflación más elevadas. Por el lado de las cuentas públicas, la recaudación impositiva moderó su tasa de crecimiento en el último trimestre del año por la desaceleración de la actividad y, especialmente, por la caída del precio de las materias primas agrícolas. Hasta este último trimestre, su favorable evolución (y la liquidación de inventarios acumulados durante el conflicto agropecuario) contribuyó a sostener el superávit primario del Gobierno, pese al aumento considerable del gasto público, que obedeció en gran medida a las transferencias al sector privado para contener los precios en sectores como la energía, el transporte y los alimentos. Para aliviar las amortizaciones e intereses de la deuda pública que vencen en el período 2009-2011, el Gobierno llevó a cabo un canje de deuda que permite trasladar los vencimientos de capital a 2014. Asimismo, el Gobierno reformó el régimen de jubilación, eliminando el sistema de capitalización y traspasando los fondos al sistema de reparto administrado por el sector público; parte de estos fondos están siendo utilizados por el Gobierno para reactivar el crédito al sector privado. Los efectos de la crisis internacional en Argentina se manifestaron fundamentalmente en una reducción de los precios de la exportación, en un marcado descenso de las cotizaciones de acciones y bonos (que ya se habían visto influidos por la incertidumbre de carácter interno) y en la menor oferta de crédito (aun tratándose de una economía con niveles de crédito relativamente bajos). A su vez, la crisis financiera global frenó los planes del Gobierno para recuperar el acceso al crédito externo, mediante la cancelación de deuda del Club de París y la reapertura del canje de títulos públicos concretado en 2005. El Gobierno adoptó diversas medidas para enfrentar la crisis, como son la aprobación de una ley para promover el ingreso en el país de los fondos que mantienen los residentes en el exterior, la reducción de costes laborales y un paquete fiscal centrado principalmente en la inversión en obras públicas y con un tamaño cercano al 2% del PIB (véase recuadro 2). Asimismo, el banco central firmó un acuerdo *swap* de divisas con el Banco Central de China por un importe de 38 mm de pesos, que estará en vigor durante tres años.



En *Chile*, la economía entró en una fase recesiva en el segundo semestre de 2008, con crecimientos intertrimestrales negativos del 0,8% y 2,1% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente. Las autoridades reaccionaron a esta situación con una expansión fiscal y monetaria muy intensa. En el último trimestre del año, el crecimiento interanual fue de apenas un 0,2%, como consecuencia del desplome de la demanda interna, que pasó de crecer a tasas de dos dígitos a contraerse a finales de año, por el desplome del consumo privado y la inversión en maquinaria y equipos. Las exportaciones sufrieron fuertes caídas y las importaciones presentaron tasas de crecimiento interanuales negativas, aunque de menor magnitud. El resultado ha sido la aparición de déficits comerciales en el tercer y cuarto trimestres de 2008, en un contexto de reducción de los términos de intercambio y de aparición de un déficit por cuenta corriente (alrededor del 2% del PIB en 2008), a pesar de las menores salidas por rentas de los factores. El superávit público evolucionó en paralelo con la producción y el precio del cobre, de tal forma que se acumuló un superávit del 5,2% del PIB en 2008, pero en el cuarto trimestre del año el superávit público fue nulo. Para 2009 se proyecta un elevado déficit público, pues se espera que se mantengan estas tendencias y —gracias a la capacidad de Chile de hacer política fiscal anticíclica— se implemente un plan fiscal de una cuantía cercana al 3% del PIB (véase recuadro 2). Este plan ha sido complementado en las últimas semanas con medidas de estímulo al crédito. La inflación llegó a bordear el 10% en su tasa interanual, excediendo con creces el objetivo del banco central (3%), pero a partir de noviembre se produjo un cambio de tendencia, con notables descensos de la tasa interanual (que se situó en el 5% en marzo). El banco central reaccionó al descenso de la inflación y a la caída de la actividad con bajadas de los tipos de interés oficiales mayores de lo esperado, por un total de 650 pb en cuatro reuniones, hasta situar el tipo de interés oficial en el 2,25%. Por último, en el difícil contexto global, es muy destacable que Moodys elevara un grado la calificación de la deuda soberana —desde A2 a A1— citando la resistencia de la economía a las perturbaciones externas y la solvencia del sector público.

La economía de *Colombia* continuó su desaceleración a lo largo del tercer trimestre de 2008, con un crecimiento del 2,9% interanual, que se acentuó en el cuarto trimestre, cuando se produjo una contracción del 0,7%. La crisis financiera tuvo un notable impacto sobre las condiciones financieras del país, generando salidas de flujos financieros y una fuerte depreciación del tipo de cambio. El peso se depreció, si bien el banco central eliminó los gravámenes que había introducido sobre la entrada de capitales de corto plazo, y realizó ventas de reservas para el control de la volatilidad del tipo de cambio de cuantía moderada (500 millones de dólares en total). Pese a la desaceleración de la demanda interna, la inflación se mantuvo elevada y por encima del objetivo del banco central en el segundo semestre de 2008, acabando el año por encima del 7% (el objetivo estaba en el 3,5%-4,5%). En todo caso, la gradual convergencia de las expectativas de inflación y la inflación subyacente hacia los objetivos del banco central (5% +/- 0,5%), en conjunción con las perspectivas de menor crecimiento, permitieron al banco central iniciar un ciclo de recortes de tipos de interés, que, tras dos reducciones de 50 pb y una de 100 pb, situaron el tipo oficial en el 8%. En el ámbito fiscal, la reacción de Colombia ha sido mucho más limitada que la de sus vecinos (véase recuadro 2), probablemente por la peor situación de las finanzas públicas. No obstante, las autoridades se aseguraron la financiación de su deuda externa para el presente ejercicio (parte a través de emisiones en los mercados, parte a través de agencias multilaterales) y realizaron un canje de la deuda alargando el plazo de vencimientos, lo que ha moderado los riesgos en este ámbito.

En *Perú*, la actividad se desaceleró en el cuarto trimestre de 2008, hasta un 6,8% interanual. A pesar de ello, el crecimiento en el conjunto de 2008 fue del 9,8%, la mayor tasa de crecimiento en la región. La desaceleración del cuarto trimestre se explicó, fundamentalmente,

por la desaceleración de la demanda interna, pues la aportación negativa del sector externo se mantuvo en torno a 3 pp, como en trimestres previos. En el frente de las cuentas externas, durante 2008 la balanza por cuenta corriente registró un déficit del 3,3% del PIB, frente al superávit del 1,1% de 2007, consecuencia del progresivo empeoramiento de la balanza comercial, que en el cuarto trimestre registró un déficit por primera vez desde principios de 2002, por la desaceleración de las exportaciones, la fortaleza relativa de las importaciones y el empeoramiento de los términos de intercambio. Y ello pese a ser compensado, en parte, por los menores beneficios de las empresas extranjeras, que repatriaron menos flujos al exterior. En el segundo semestre de 2008 prosiguió el aumento de la inflación, que terminó el año muy por encima del objetivo del banco central, y que solo comenzó a moderarse a comienzos de 2009. Para enfrentar la crisis financiera internacional, el banco central adoptó una serie de medidas para incrementar la liquidez del sistema financiero. A pesar de ello, el tipo de cambio se ha depreciado gradualmente frente al dólar en los últimos meses. Además, en sus últimas reuniones de febrero y marzo el banco central redujo en 25 pb su tipo de interés oficial, pero en abril el recorte fue de 100 pb, hasta el 5%. El superávit público en 2008 fue del 2,1% del PIB, frente al 3,1% de 2007. Para enfrentar la desaceleración de la actividad, se llevó a cabo la aprobación de un plan fiscal de una cuantía alrededor del 2,5% del PIB (véase recuadro 2).

En el segundo semestre, *Venezuela* registró un crecimiento medio del 3,7% interanual (4,1% y 3,2% en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente), lo que supuso una notable desaceleración respecto al crecimiento del primer semestre del año, lastrado por el desplome del precio del petróleo. La cuenta corriente presentó un déficit de 4,5 mm de dólares en el cuarto trimestre de 2008, el mayor déficit de la serie histórica, como consecuencia de la caída de las exportaciones a un tercio de su valor. Respecto a las cuentas públicas, el gasto aceleró sustancialmente su crecimiento a partir del segundo trimestre y de nuevo este crecimiento superó al de los ingresos. A pesar de los anuncios de planes de inversión muy ambiciosos (véase recuadro 2), parece que la política fiscal podría ser restrictiva en 2009, con un recorte de gasto del 6,7% y una subida del IVA de tres puntos. Por el lado de los precios, la tasa de inflación llegó al 36% en octubre de 2008, para luego reducirse progresivamente hasta el 28,5% en marzo. El precio de los alimentos y bebidas explica gran parte de estas elevadas tasas. El deterioro súbito de la posición exterior y el tono de la política fiscal subrayan la dependencia fiscal del petróleo en esta economía y las dificultades que esta afronta en la coyuntura actual.

17.4.2009.