

Introducción

En el transcurso del primer semestre de 2009, la evolución económica de América Latina mostró un perfil muy parecido al de la economía mundial. Como consecuencia del impacto de la crisis financiera internacional y de la brusca caída de la demanda mundial, se produjo un intenso retroceso en el primer trimestre, de magnitud similar al del último cuarto de 2008, y una ligera recuperación intertrimestral en el segundo trimestre. En términos de tasas interanuales, el PIB del conjunto de la región se contrajo un 2,8% en el primer trimestre, seguido de una caída del 3,9% en el segundo (véase cuadro 1).

Visto en perspectiva, se trata de la contracción más acusada de la actividad en la región en las tres últimas décadas, que supera a la registrada en el primer trimestre de 2002, y se asimila al retroceso experimentado en 1983, con la crisis de la deuda externa. De hecho, solo en 1932, durante los años de la Gran Depresión, puede encontrarse una caída del PIB (-4,7%) más pronunciada que la observada en la primera mitad de 2009 (véase gráfico 1). Sin embargo, a pesar de su intensidad, el ajuste real en América Latina no ha tenido las implicaciones particularmente severas y duraderas en términos de inestabilidad financiera de otras ocasiones, lo que acredita la reducción de las vulnerabilidades ocurrida en los últimos años y la solidez de la posición de partida en estas economías. Por otra parte, esta relativa solidez frente a la crisis actual distingue a América Latina de otras regiones emergentes —en particular, de algunos países de Europa del Este— y permite albergar mejores perspectivas sobre la capacidad de recuperación en la región. En este sentido, aunque los indicios de recuperación son menos generalizados que los que se observan en el Asia emergente, los indicadores de mayor frecuencia han mostrado signos de estabilización que apuntarían a que el punto más bajo del ciclo se habría alcanzado en el segundo trimestre.

La inflación, por su parte, se ha moderado significativamente en todos los países, retornando a tasas del 5,9% interanual en septiembre en el conjunto de la región, lo que supone una contención —de menor magnitud que la observada en otras economías avanzadas y emergentes— respecto a los máximos alcanzados a finales de 2008. En este contexto, los mercados financieros de la región han mostrado un comportamiento favorable desde el mes de marzo, que podría atribuirse no solo a la evolución positiva de los mercados internacionales, sino también al menor impacto de la crisis sobre los sistemas financieros de América Latina. Las previsiones de crecimiento para el año 2010 han comenzado a revisarse al alza, después de un año entero de revisiones a la baja.

Cabe preguntarse hasta qué punto la recuperación que comienza a percibirse en América Latina puede ser autosostenida, o depende de la mejora exterior y de las políticas económicas aplicadas para el sostenimiento de la demanda interna. En los dos primeros trimestres del año, solo la demanda externa tuvo una aportación positiva al crecimiento, como consecuencia de que la caída de las importaciones superó a la de las exportaciones. La demanda interna tuvo una contribución muy negativa en tasa interanual, aunque en tasa intertrimestral se ha observado un mejor comportamiento relativo en los meses más recientes en determinados países (Brasil). En este contexto, es probable que la recuperación siga dependiendo de las políticas económicas aplicadas —por lo que la retirada de los estímulos debería hacerse de forma gradual—, pero, en mayor medida, de que el entorno exterior mejore. A este respecto, la reciente recuperación de los flujos comerciales y financieros, la subida del precio de las materias primas y el inicio del ciclo de recomposición de inventarios a nivel global deberían proporcionar un cierto soporte a la recuperación. En cuanto a la evolución de las políticas económicas,

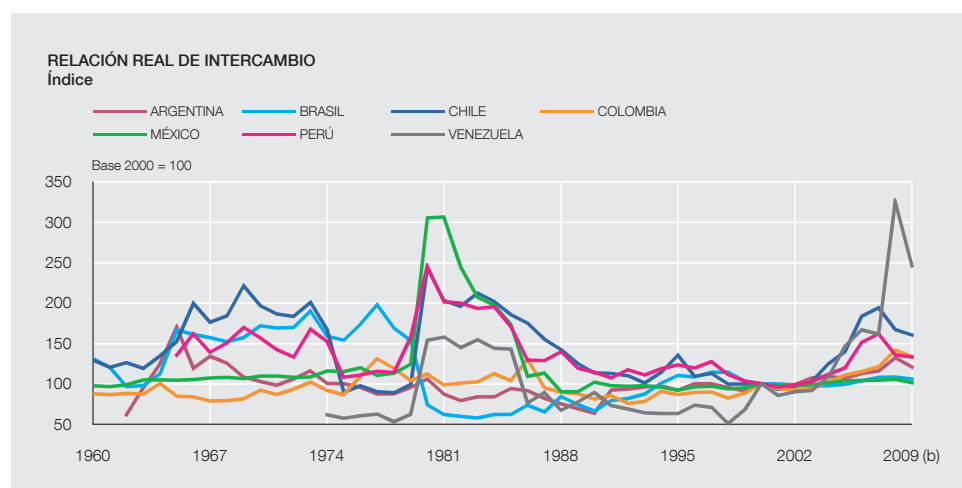
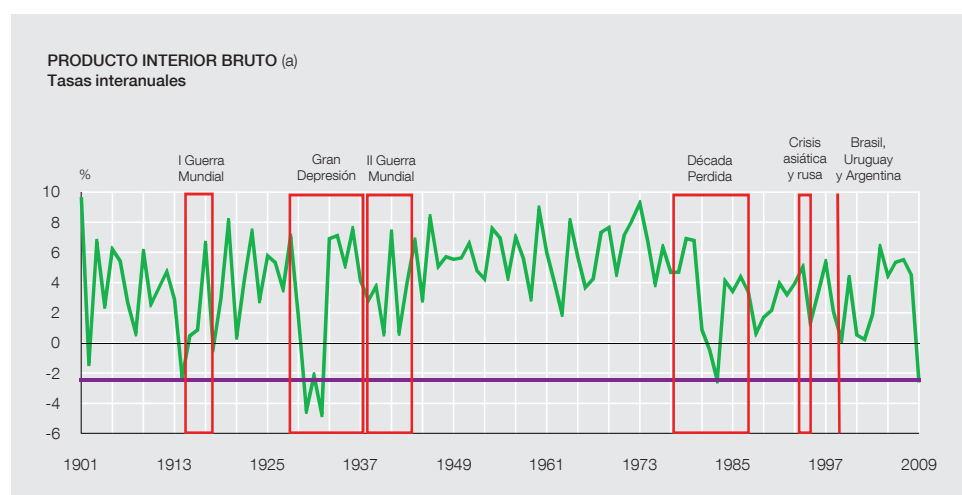
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2007 | | 2008 | | | | 2009 | | |
|----------------------------------|------|------|------|--------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|
| | | | | III TR | IV TR | I TR | II TR | III TR | IV TR | I TR | II TR | III TR |
| PIB (tasa interanual) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) | 5,6 | 5,7 | 4,1 | 5,7 | 6,3 | 5,2 | 5,6 | 5,1 | 0,9 | -2,8 | -3,9 | |
| Argentina | 8,5 | 8,7 | 7,0 | 8,8 | 9,1 | 8,5 | 7,8 | 6,9 | 4,1 | 2,0 | -0,8 | |
| Brasil | 3,7 | 5,4 | 5,1 | 5,6 | 6,2 | 6,1 | 6,2 | 6,8 | 1,3 | -1,8 | -1,2 | |
| México | 4,9 | 3,2 | 1,3 | 3,4 | 4,2 | 2,6 | 2,9 | 1,7 | -1,6 | -8,0 | -10,3 | |
| Chile | 4,6 | 4,7 | 3,2 | 3,6 | 3,8 | 3,4 | 4,6 | 4,6 | 0,2 | -2,3 | -4,5 | |
| Colombia | 6,9 | 7,5 | 2,5 | 6,5 | 8,0 | 4,2 | 3,7 | 3,3 | -1,0 | -0,4 | -0,5 | |
| Venezuela | 10,3 | 8,4 | 4,8 | 8,6 | 8,5 | 5,0 | 7,3 | 4,1 | 3,2 | 0,3 | -2,4 | |
| Perú | 7,6 | 9,0 | 9,8 | 8,9 | 9,8 | 10,3 | 11,8 | 10,9 | 6,5 | 1,8 | -1,1 | |
| Uruguay | 7,0 | 7,8 | 12,1 | 9,6 | 9,5 | 9,8 | 16,0 | 13,2 | 9,5 | 2,3 | 0,2 | |
| IPC (tasa interanual) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) | 5,2 | 5,4 | 7,9 | 5,4 | 5,9 | 6,6 | 7,7 | 8,5 | 8,5 | 7,7 | 6,8 | 5,9 |
| Argentina | 10,9 | 8,8 | 8,6 | 8,6 | 8,5 | 8,5 | 9,1 | 8,9 | 7,8 | 6,6 | 5,5 | 6,2 |
| Brasil | 4,2 | 3,6 | 5,7 | 4,0 | 4,3 | 4,6 | 5,6 | 6,3 | 6,2 | 5,8 | 5,2 | 4,3 |
| México | 3,6 | 4,0 | 5,1 | 4,0 | 3,8 | 3,9 | 4,9 | 5,5 | 6,2 | 6,2 | 6,0 | 4,9 |
| Chile | 3,4 | 4,4 | 8,7 | 4,8 | 7,2 | 8,0 | 8,9 | 9,3 | 8,6 | 5,6 | 3,1 | -1,1 |
| Colombia | 4,3 | 5,5 | 7,0 | 5,3 | 5,4 | 6,1 | 6,4 | 7,7 | 7,8 | 6,6 | 4,8 | 3,2 |
| Venezuela | 13,6 | 18,8 | 31,4 | 16,2 | 20,0 | 26,3 | 31,0 | 34,6 | 33,4 | 29,5 | 28,2 | 28,9 |
| Perú | 2,0 | 1,8 | 5,8 | 2,4 | 3,5 | 4,8 | 5,5 | 6,1 | 6,6 | 5,6 | 4,0 | 1,2 |
| Uruguay | 6,4 | 8,1 | 7,9 | 8,7 | 8,6 | 7,7 | 7,6 | 7,6 | 8,6 | 8,2 | 6,7 | 6,9 |
| SALDO PRESUPUESTARIO (% PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) (c) | -0,7 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | -0,3 | -0,2 | -0,5 | -1,6 | -2,1 | |
| Argentina | 1,8 | 1,1 | 1,4 | 1,7 | 1,1 | 1,5 | 1,6 | 1,9 | 1,4 | 1,0 | 0,0 | |
| Brasil | -2,9 | -2,2 | -1,6 | -2,2 | -2,2 | -1,6 | -2,2 | -1,8 | -2,1 | -2,9 | -3,3 | |
| México | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | 0,0 | -0,1 | -1,4 | -1,7 | |
| Chile | 8,0 | 8,7 | 5,0 | 8,7 | 8,7 | 9,2 | 7,2 | 6,1 | 5,0 | 1,4 | -1,4 | |
| Colombia | -3,7 | -3,3 | -1,7 | -2,4 | -2,8 | -2,2 | -2,5 | -2,3 | -1,8 | -2,7 | -3,0 | |
| Venezuela | 0,0 | 3,0 | -1,2 | 0,9 | 3,0 | 3,4 | 1,7 | 0,9 | -1,2 | -2,2 | — | |
| Perú | 1,4 | 1,1 | 2,2 | 1,7 | 1,8 | 2,3 | 3,1 | 2,1 | 2,2 | 1,3 | -0,1 | |
| Uruguay | -0,6 | -0,3 | -1,5 | 1,0 | 0,0 | 1,1 | 0,0 | 0,9 | -0,3 | — | — | |
| DEUDA PÚBLICA (% PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) (c) | 39,1 | 33,7 | 29,9 | 33,9 | 33,7 | 31,7 | 31,6 | 30,4 | 31,0 | 32,1 | 34,8 | |
| Argentina | 64,2 | 55,5 | 44,6 | 55,8 | 55,5 | 52,4 | 50,4 | 45,8 | 44,7 | 41,9 | 44,2 | |
| Brasil | 44,7 | 42,7 | 35,8 | 43,2 | 42,7 | 40,8 | 41,8 | 40,0 | 38,8 | 40,6 | 43,2 | |
| México | 23,2 | 21,1 | 24,5 | 21,2 | 21,1 | 21,0 | 20,7 | 20,8 | 24,5 | 25,5 | 26,8 | |
| Chile | 5,3 | 4,1 | 5,2 | 4,4 | 4,1 | 3,6 | 3,9 | 4,5 | 5,2 | 5,1 | 5,0 | |
| Colombia | 44,8 | 32,9 | 33,4 | 35,6 | 32,9 | 32,6 | 32,6 | 32,8 | 33,4 | 36,9 | 35,3 | |
| Venezuela | 41,9 | 22,7 | 13,5 | 21,2 | 22,7 | 20,9 | 13,6 | 12,6 | 13,2 | 11,5 | — | |
| Perú | 32,7 | 29,7 | 24,1 | 31,4 | 29,7 | 27,6 | 25,3 | 23,9 | 24,1 | 24,5 | 26,1 | |
| Uruguay | 68,4 | 67,2 | 51,2 | 68,7 | 67,1 | 65,4 | 62,2 | 56,2 | 51,0 | 52,8 | 53,4 | |
| BALANZA CUENTA CORRIENTE (% PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) (b) | 2,0 | 0,8 | -0,4 | 1,1 | 0,9 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | -0,4 | -0,7 | -0,7 | |
| Argentina | 3,6 | 2,7 | 2,3 | 2,8 | 2,7 | 2,8 | 2,2 | 2,8 | 2,2 | 2,1 | 3,3 | |
| Brasil | 1,3 | 0,1 | -1,8 | 0,6 | 0,1 | -0,6 | -1,1 | -1,5 | -1,8 | -1,5 | -1,2 | |
| México | -0,2 | -0,6 | -1,4 | -0,7 | -0,6 | -0,5 | -0,6 | -0,9 | -1,4 | -1,6 | -1,5 | |
| Chile | 4,7 | 4,4 | -2,0 | 5,0 | 4,4 | 3,1 | 1,9 | 0,0 | -2,0 | -2,9 | -2,4 | |
| Colombia | -1,8 | -2,8 | -2,8 | -3,0 | -2,9 | -2,2 | -2,0 | -2,1 | -2,7 | -2,7 | -2,6 | |
| Venezuela | 14,7 | 8,8 | 14,3 | 8,8 | 8,8 | 11,5 | 13,4 | 16,4 | 12,3 | 7,6 | 3,4 | |
| Perú | 3,0 | 1,4 | -3,3 | 2,1 | 1,4 | 0,3 | -1,2 | -2,2 | -3,3 | -3,0 | -1,7 | |
| Uruguay | -2,0 | -0,3 | -3,9 | -1,1 | -1,0 | -0,3 | -3,2 | -3,3 | -3,8 | -3,0 | -0,9 | |
| DEUDA EXTERNA (% PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) (b) | 22,1 | 20,1 | 17,8 | 22,4 | 21,6 | 19,9 | 19,0 | 18,2 | 17,8 | 19,2 | 20,0 | |
| Argentina | 51,1 | 47,8 | 38,2 | 49,2 | 47,6 | 46,6 | 44,6 | 40,6 | 39,2 | 39,1 | 38,7 | |
| Brasil | 15,8 | 14,5 | 12,6 | 15,9 | 14,7 | 14,1 | 13,3 | 12,8 | 12,4 | 12,7 | 18,2 | |
| México | 12,3 | 12,1 | 11,5 | 11,5 | 11,0 | 12,1 | 11,6 | 11,3 | 11,4 | 14,8 | 15,8 | |
| Chile | 32,4 | 34,0 | 38,3 | 33,9 | 34,0 | 33,4 | 35,1 | 37,5 | 37,6 | 40,8 | 42,7 | |
| Colombia | 29,5 | 21,6 | 19,1 | 25,3 | 25,9 | 18,9 | 19,0 | 19,0 | 18,8 | 19,1 | 21,1 | |
| Venezuela | 33,7 | 24,4 | 18,2 | 24,1 | 24,4 | 22,7 | 20,2 | 18,5 | 19,6 | 17,4 | 17,4 | |
| Perú | 31,0 | 26,4 | 27,1 | 29,7 | 29,8 | 30,1 | 28,2 | 27,1 | 27,2 | 27,3 | 27,8 | |
| Uruguay | 52,6 | 50,3 | 37,2 | 55,2 | 52,8 | 47,7 | 43,6 | 39,4 | 37,0 | 37,4 | 38,3 | |

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.

b. Media móvil de cuatro trimestres.

c. Sin Venezuela.



FUENTES: Oxford Latin American Economic History Database, Consensus Forecast, Datastream, Banco Mundial y Economist Intelligence Unit.

a. Agregado de las siete principales economías.
b. Previsiones de Economic Intelligence Unit.

puede argumentarse que en América Latina la política monetaria ha tenido un papel predominante en respuesta a la crisis, si bien no ha sido necesario recurrir a los instrumentos no convencionales desplegados en los países industrializados, como se analiza en el recuadro 1. La política fiscal, en cambio, ha jugado un papel más limitado (con la excepción de Chile), porque las condiciones de partida ofrecían poco margen y, también, porque en varios países se ha podido constatar un grado de implementación menor, o más lento, que el previsto en los planes inicialmente anunciados.

En esta situación, se configuran unas perspectivas para las economías latinoamericanas menos negativas que hace seis meses, cuando se publicó el anterior Informe Semestral, aunque sigan rodeadas —al igual que para el resto de la economía mundial— de notables incertidumbres de cara al futuro. En particular, la posible consolidación de menores tasas de crecimiento potencial en Estados Unidos, un socio comercial y financiero particularmente relevante, es un factor de preocupación para la región, por las implicaciones que tendría sobre la evolución de algunos países —especialmente mesoamericanos— en los próximos años. Además, la crisis puede haber dejado secuelas en los fundamentos previamente

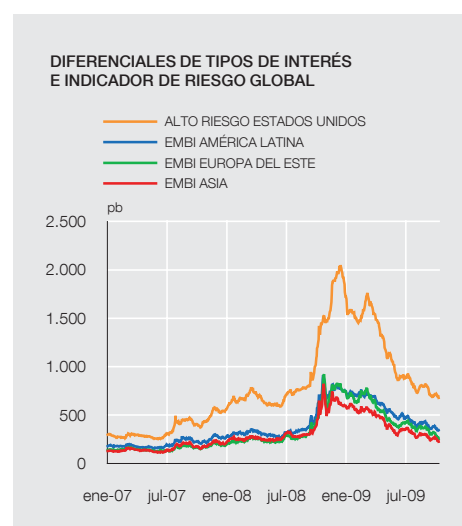
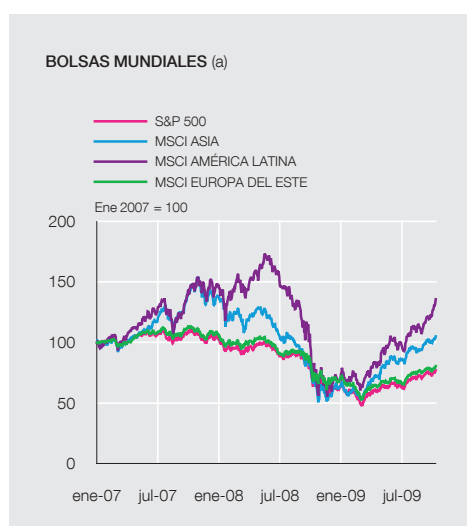
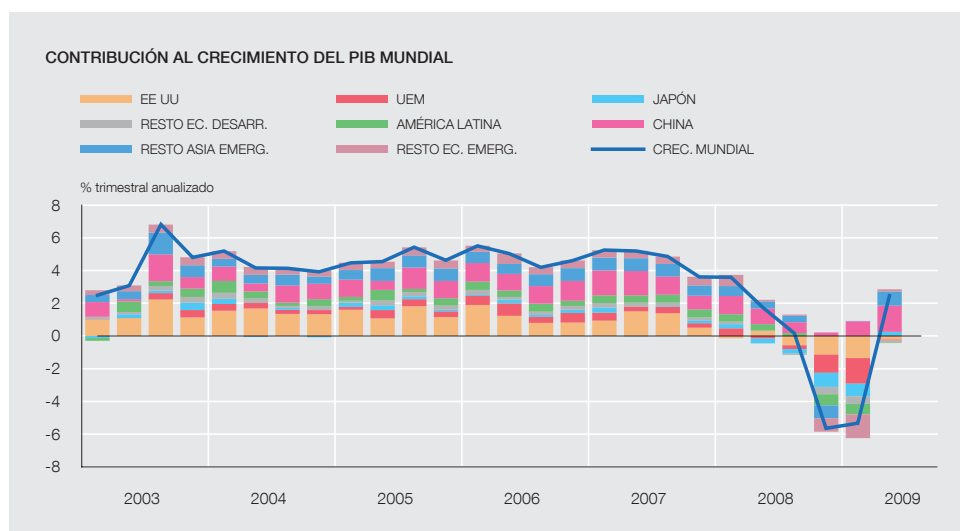
sólidos de algunas economías. En particular, se observa un debilitamiento de las cuentas públicas y un empeoramiento del mercado laboral especialmente acusado en algunos países, y no cabe descartar efectos retardados de la crisis en los sistemas financieros, en un contexto de previsible alza de las tasas de morosidad. Se ha producido también un incremento en la pobreza, después de nueve años de descenso ininterrumpido. En sentido contrario, la expectativa de que el crecimiento mundial venga liderado por países como China, que son grandes demandantes de materias primas, dotaría de un apoyo importante a los países de la región que son exportadores de estos productos. Finalmente, el riesgo de una contracción prolongada de los flujos capitales hacia Latinoamérica se ha reducido muy significativamente, y las condiciones de financiación y la confianza están recuperándose más rápidamente de lo previsto, lo que podría proporcionar cierto impulso al crecimiento.

Evolución económica y financiera: entorno exterior

Tras la recesión global que caracterizó al cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, en el segundo trimestre de este año la economía mundial comenzó a ofrecer señales de reactivación. Estas señales se observaron inicialmente en algunas economías asiáticas, en los indicadores de confianza y en el comportamiento de los mercados financieros, pero en los últimos meses los síntomas positivos se han extendido gradualmente hacia indicadores de actividad, como la producción industrial, de inventarios y de demanda (exportaciones, ventas al por menor), y hacia otras áreas geográficas (Japón, Estados Unidos y la zona del euro, entre ellas). En suma, casi un año después del colapso financiero desencadenado por la quiebra de Lehman Brothers, la economía global parece dirigirse hacia una salida lenta de la recesión (véase gráfico 2).

En Estados Unidos, las tasas de variación del PIB se recuperaron desde el -6,4%, en tasa trimestral anualizada, en el primer trimestre de 2009, al -0,7%, en el segundo trimestre. Utilizando tasas comparables, en Europa el crecimiento pasó del -9,7% al -0,5%, y en Japón la economía creció un 2,3% en el segundo trimestre, tras la fuerte caída del primero. En el caso del Asia emergente, el rebote ha sido particularmente intenso debido al impulso proveniente de China, al impacto de los diferentes planes de estímulo fiscal, a la recomposición de inventarios en estas economías y al retorno de los flujos de capital. En cambio, en Europa del Este el proceso de ajuste de los desequilibrios macroeconómicos siguió repercutiendo negativamente en el crecimiento. En términos globales, la mejora en las perspectivas para la economía mundial impulsó una apreciable recuperación del precio de las materias primas, factor que favorece especialmente a América Latina como región exportadora.

La mejoría en los mercados financieros internacionales se ha producido en un contexto de retorno del apetito por el riesgo, al disiparse el riesgo de colapso financiero y de depresión prolongada en la economía mundial, por la efectividad de las múltiples medidas públicas de apoyo al sistema financiero y a la actividad en general. Ello ha permitido que los precios en algunos segmentos de los mercados financieros hayan recuperado los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers. La Reserva Federal ha mantenido el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,25%, si bien ha retirado alguna de las facilidades puestas en marcha durante la crisis, a medida que se han hecho innecesarias. El Banco Central Europeo redujo en dos ocasiones su tipo oficial, en abril y mayo, hasta el 1%, mientras que el Banco de Japón lo ha mantenido en el 0,1%. En este contexto, se han producido señales de relativa normalización, como el ligero aumento de los tipos de interés a diez años en Estados Unidos, hasta el entorno del 3,5%, o la reversión de la apreciación previa del dólar frente a las principales divisas de países emergentes y desarrollados, en la medida en que el papel público y la divisa estadounidense han dejado de tener el carácter de refugio que asumieron en el período de mayor estrés financiero.



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

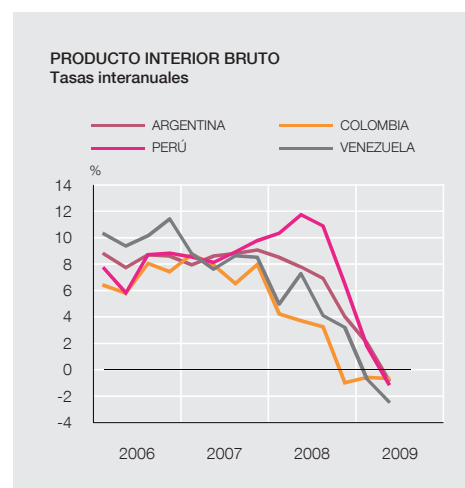
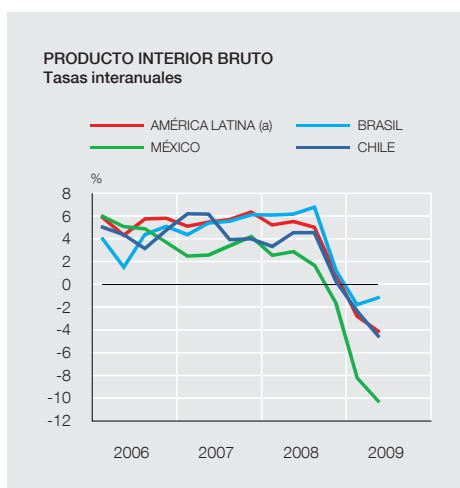
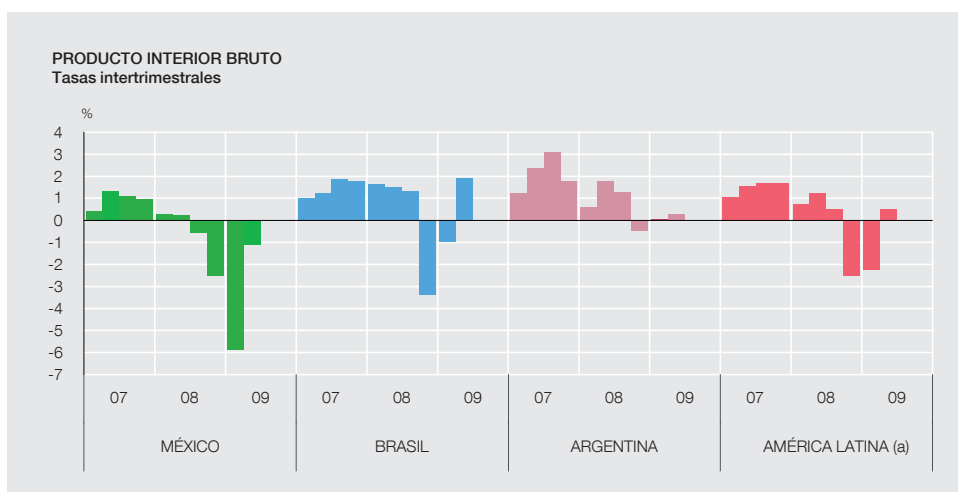
a. Índices en dólares.

Por su parte, los mercados emergentes se han beneficiado particularmente de esta evolución y han mantenido la tendencia alcista iniciada en marzo (véase gráfico 2). Así, los diferenciales soberanos, aproximados por el EMBI+, han disminuido hasta cotizar en torno a los 340 puntos básicos (pb), nivel similar al previo a septiembre de 2008. Por regiones, los EMBI de América Latina, Europa del Este y Asia han tenido una evolución muy similar (véase gráfico 2). Este mismo comportamiento positivo se observa en la evolución de las bolsas, aproximada por los índices MSCI en dólares, que se han situado en los niveles máximos desde finales del verano de 2008.

Actividad y demanda

Los datos de Contabilidad Nacional agregados¹ para el conjunto de la región confirman que América Latina estuvo en recesión entre el cuarto trimestre de 2008 (-2,5% intertrimestral) y el primero de 2009 (-2,3% intertrimestral), según la definición de dos trimestres consecutivos de caída (véase gráfico 3). En el segundo trimestre de 2009 se produjo una ligera recupera-

1. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Venezuela y Perú.

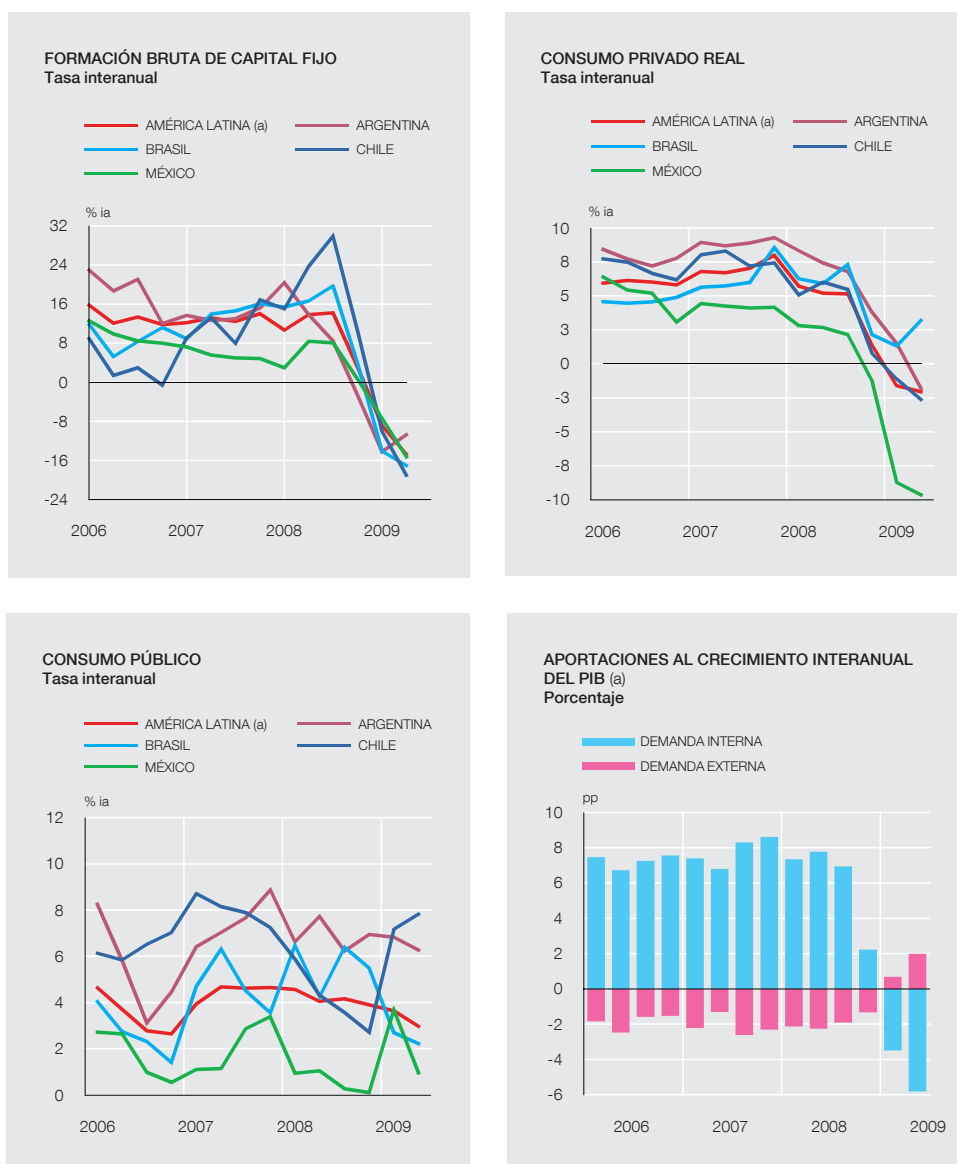


FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

ción (0,5% intertrimestral), aunque no fue generalizada, pues solo Brasil (1,9% trimestral) y, con menor intensidad, Argentina (0,5%) y Colombia (0,7%) anotaron crecimientos trimestrales positivos, mientras que el resto de los países que componen el agregado registraron tasas intertrimestrales negativas (algunas elevadas, como es el caso de México, con -1,1%). En tasas interanuales, la actividad continuó contrayéndose en el segundo trimestre, hasta un 3,9% interanual, del cual 2,9 puntos porcentuales (pp) se explican solo por la caída del PIB en México.

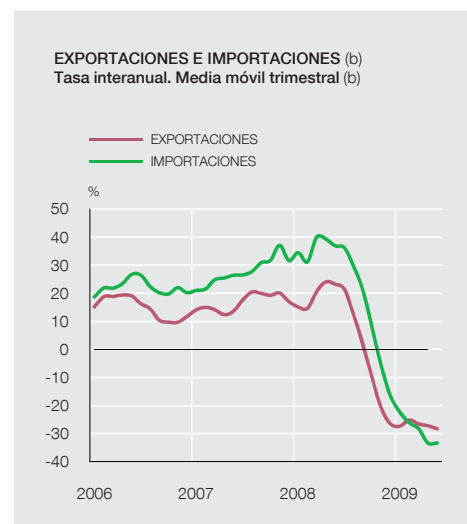
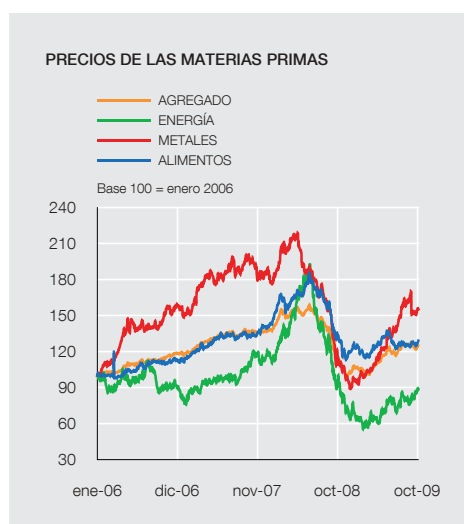
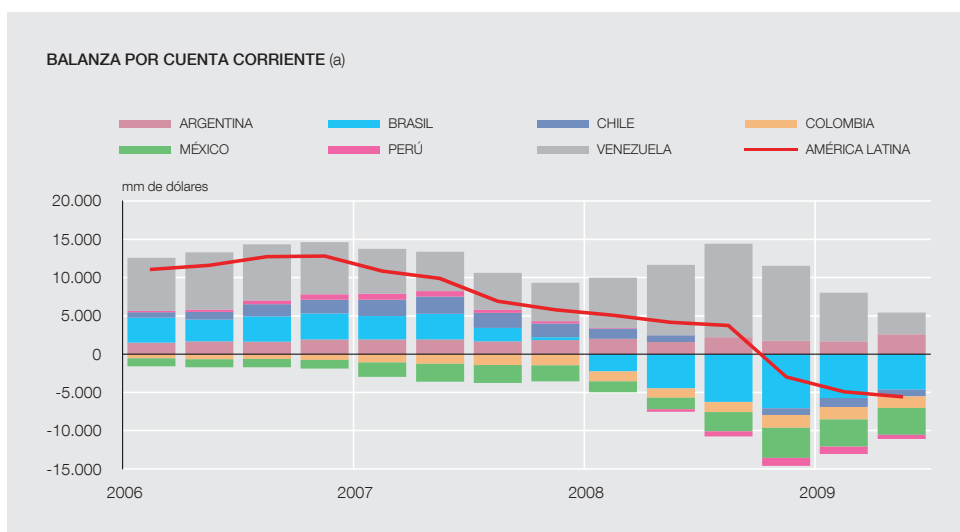
La contracción de la actividad a nivel regional siguió reflejando fundamentalmente la caída de la demanda interna, cuya tasa interanual pasó de un -3,4% en el primer trimestre de 2009 hasta un -5,6% en el segundo. Dentro de los componentes de la demanda interna, el mayor ajuste se produjo en la formación bruta de capital (-14,1% interanual, frente al -9,1% del primer trimestre; véase gráfico 4), que es el componente más volátil y que habitualmente se ve afectado de forma más directa por los efectos confianza, además de los cambios en la disponibilidad y coste de la financiación. La caída de la inversión fue generalizada, sin que se observaran diferencias importantes entre aquellas economías que han mostrado más resistencia a la crisis y aquellas que han mostrado menos. En particular, en Brasil, donde la recesión ha



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

sido más corta y relativamente poco profunda, el descenso de la formación bruta de capital en el segundo trimestre fue de un 17% interanual, mientras que en México, donde el ajuste está siendo más intenso y prolongado, cayó un 15,2%, en un contexto de debilidad de la inversión extranjera directa y a pesar del aumento de la inversión pública (casi un 30%). El consumo privado experimentó también un apreciable descenso, si bien menos marcado que el de la inversión, como muestran las tasas de crecimiento interanuales del -1,6% y -1,9%, en el primer y segundo trimestres, respectivamente (véase gráfico 4). Este es el componente de la demanda interna donde se observa una mayor diferenciación por países: en Brasil, el consumo mantuvo durante todo el período tasas de crecimiento positivas (1,3% y 3,2% interanual en el primer y segundo trimestres), mientras que, en México, la contracción fue del -8,7% y -9,6% interanual, respectivamente. El buen comportamiento relativo del mercado de trabajo en Brasil, donde la tasa de paro se ha reducido en los últimos meses hasta el entorno del 8%, desde el 9% de marzo, junto con la aplicación de medidas temporales de estímulo



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

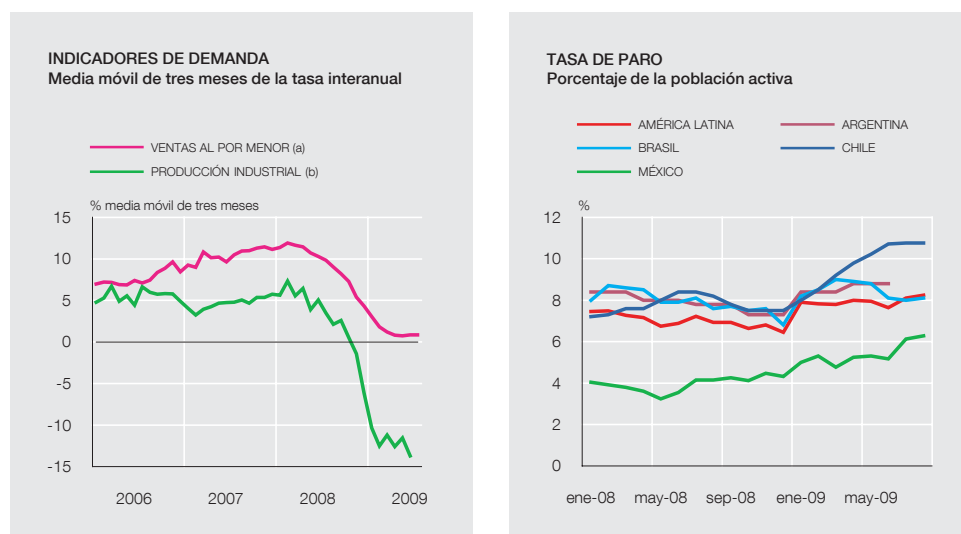
a. Media móvil de cuatro trimestres.

b. Datos de aduanas en dólares, agregación de las siete mayores economías.

fiscal a la compra de automóviles y, en general, el éxito de las autoridades en aliviar la restricción crediticia derivada de la crisis financiera internacional, contribuyen a explicar esta mayor resistencia del consumo privado. En cambio, en México, la secuencia de *shocks* recibidos por el país (incluida la caída de las remesas y la gripe A), su mayor exposición a Estados Unidos, el intenso deterioro del mercado laboral y la relativa resistencia de la inflación ayudarían a explicar el desplome de este componente de la demanda. Por su parte, el consumo público fue el único componente que mostró tasas de crecimiento positivas en los dos trimestres (3,7% y 2,8% interanual; véase gráfico 4), aunque también en esta vertiente se aprecian diferencias entre países. En Chile, Perú y Argentina, el consumo público creció a tasas superiores al 6% interanual, mientras que en Brasil y, sobre todo, México y Colombia lo hizo a tasas mucho más bajas.

En el primer semestre de 2009 se ha dado, además, un notable vuelco en la composición del crecimiento respecto al patrón observado en los últimos cinco años, al producirse una contri-

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



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

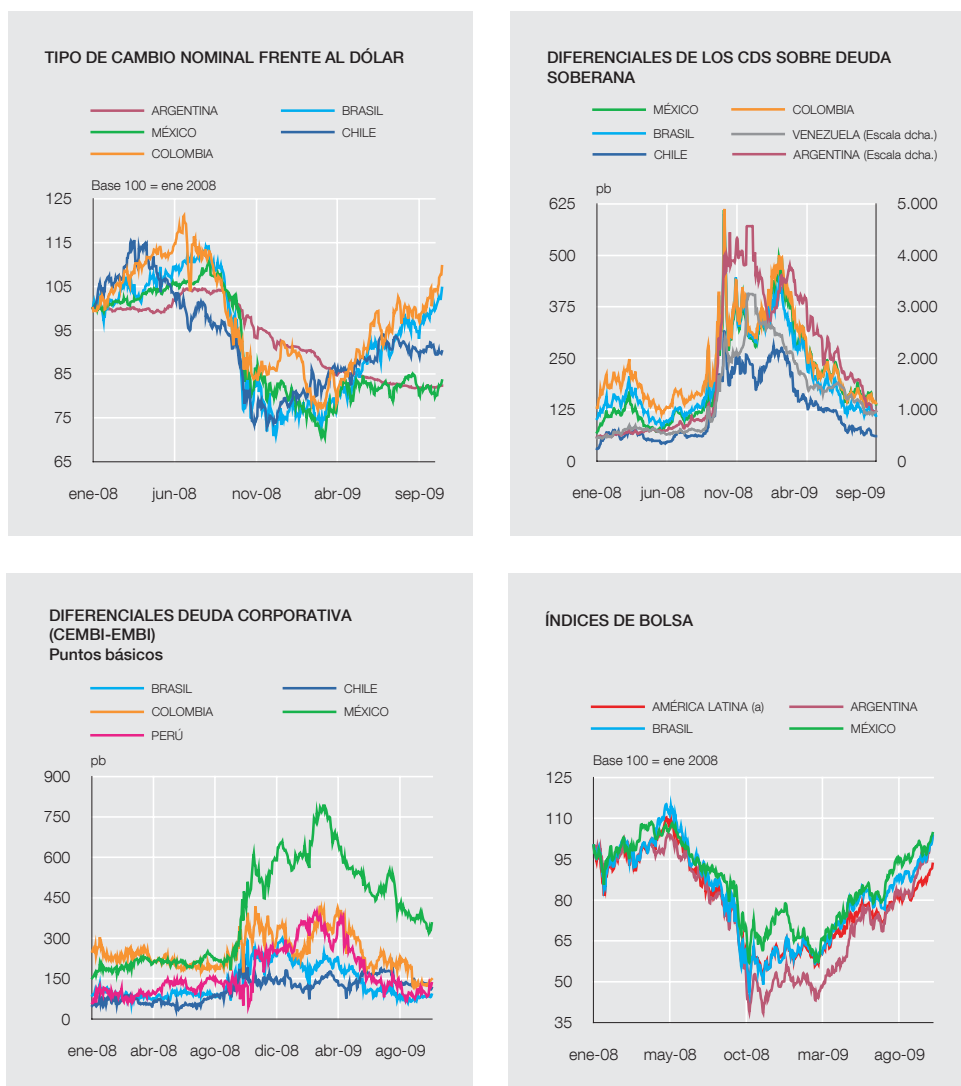
b. Ocho mayores economías.

bucción positiva de la demanda externa a la variación interanual del PIB, de hasta 2 pp en el segundo trimestre, como consecuencia del hundimiento de las importaciones, y una aportación fuertemente negativa de la demanda interna (véase gráfico 4). Dado que las exportaciones reales han seguido cayendo a tasas de dos dígitos en los dos primeros trimestres del año (−14,2% y −12,3% interanual), la aportación positiva de la demanda externa es mero reflejo de la intensidad del ajuste interno y de su repercusión sobre las importaciones, en términos reales (−16% y −20% interanual, respectivamente). El saldo de la balanza corriente, que había mantenido una tendencia al deterioro desde comienzos de 2007 y se había situado en déficit a finales de 2008, ha comenzado a corregirse. De hecho, se está produciendo un cierto reequilibrio de las balanzas corrientes a nivel regional, con un descenso del superávit corriente en algunos de los países acreedores netos (Venezuela) y una disminución de los déficits corrientes de Brasil y México (véase gráfico 5). Por lo que se refiere a la balanza comercial, la recuperación de los precios de las materias primas al menos ha ayudado a contener la caída de las exportaciones en valor desde finales del pasado año. Sin embargo, las señales de recuperación aún son tenues.

Los indicadores de demanda y oferta de mayor frecuencia, que proporcionan información más actualizada, parecen avalar la idea de que el punto de inflexión se alcanzó hacia el segundo trimestre, seguido de una cierta recuperación de la actividad en los últimos meses. Así, por ejemplo, las ventas al por menor se han estabilizado en tasas de crecimiento moderadamente positivas (véase gráfico 6). La producción industrial ha frenado su desplome y ha anotado varios meses de crecimiento positivo, aunque en términos interanuales sigue muy débil. En sentido contrario, cabe destacar el deterioro experimentado por los indicadores del mercado de trabajo, habitualmente retardados respecto al ciclo. La tasa de desempleo del conjunto de la región se acercó al 8% de la población activa, lo que supone un aumento de más de 1,5 pp respecto a los niveles de finales de 2008. Hay que resaltar también la heterogeneidad entre países, ya que en Chile y México las tasas de paro continuaron aumentando en el segundo trimestre, hasta el 10,8% y 6,1% de la población activa, respectivamente, mientras que, en Brasil, Argentina o Perú, el comportamiento ha sido más favorable.

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

GRÁFICO 7



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

Mercados financieros y financiación exterior

A pesar de que los indicadores macroeconómicos referidos a América Latina fueron, en general, negativos durante gran parte de los últimos seis meses, los mercados financieros han registrado una evolución muy positiva desde marzo, como consecuencia de factores de índole global y, posiblemente también, de la resistencia que ha mostrado el sector bancario en América Latina ante la crisis financiera. Todo ello se ha traducido en una tendencia alcista en los precios de los activos, prácticamente ininterrumpida e incluso más acentuada que la de los mercados internacionales, en un contexto de ascenso de los precios de las materias primas. Esta tendencia, que sugiere un retorno de los flujos de capitales, ha sido generalizada por países y mercados (bolsas, deuda, tipos de cambio). Esto ha permitido una importante recomposición de las reservas de divisas, que se habían reducido durante los peores meses de la crisis, aunque también ha despertado una cierta preocupación por su potencial volatilidad y por la aparición de síntomas de sobrevaloración.

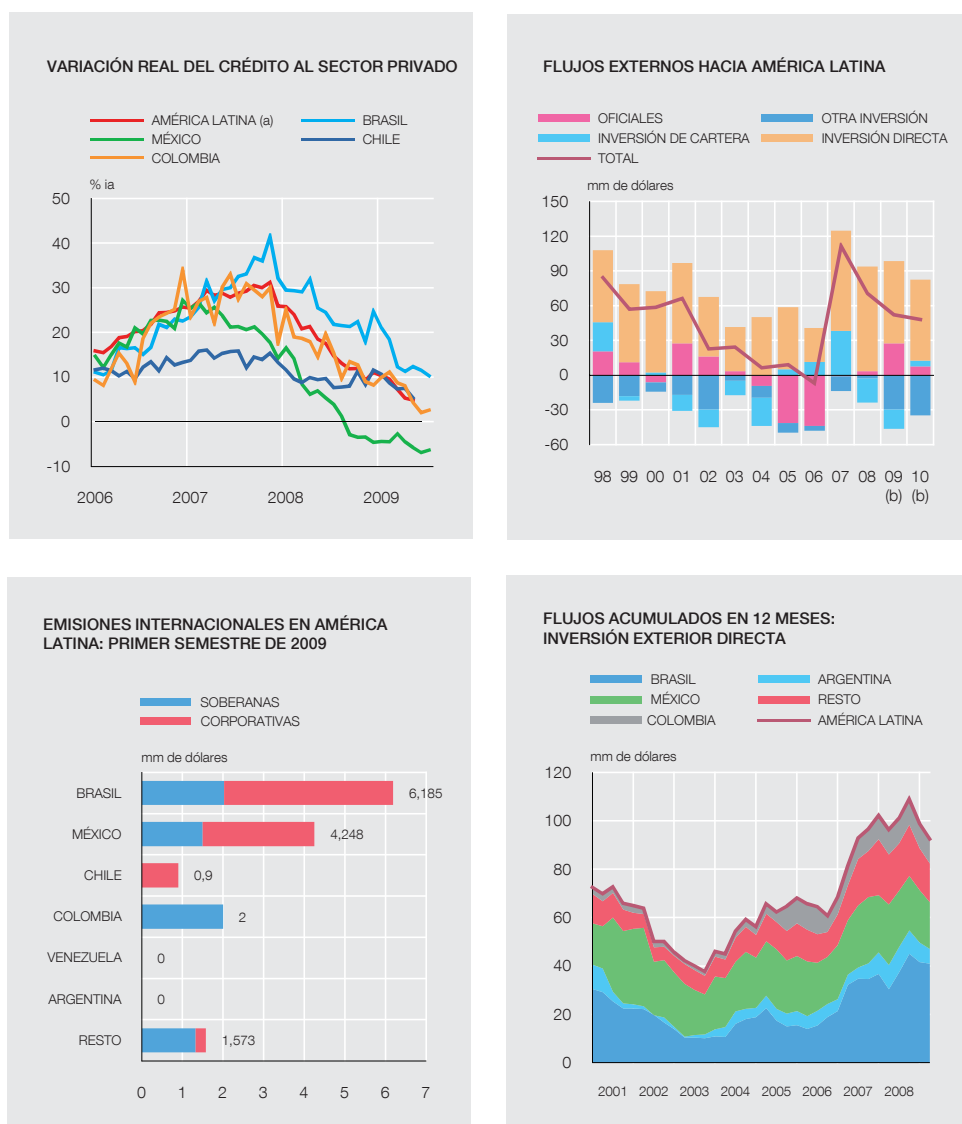
En este contexto, la mayor parte de los tipos de cambio experimentaron una tendencia a la apreciación (véase gráfico 7), que en el caso del real brasileño o el peso colombiano fue cercana a un 30% desde abril. En Brasil, la apreciación ha sido consecuencia de la mejora de las

perspectivas económicas (este país obtuvo grado de inversión por Moodys), aunque la reiniciación de operaciones de *carry-trade*, ante el diferencial de tipos de interés existente, ha podido desempeñar también un papel relevante. La apreciación frente al dólar de las monedas de Chile y Perú ha sido más moderada, en torno al 6%, pero suficiente para que pudieran recomponerse las reservas en el segundo de los países. En contraste, el peso mexicano ha mostrado una elevada volatilidad frente al dólar, aunque actualmente su cotización es similar a la del inicio del semestre, y el peso argentino ha tendido a depreciarse, aunque de forma algo más moderada que durante los seis meses anteriores, estabilizándose. La evolución de los tipos de cambio en general fue lo suficientemente positiva como para que las autoridades pudieran desactivar (México, Perú) o el mercado dejara de utilizar (Brasil, Colombia, Chile) algunos de los mecanismos de provisión de liquidez en dólares puestos en marcha con la crisis.

En lo que respecta a los mercados de deuda, destaca el fuerte estrechamiento experimentado por los diferenciales soberanos y por los CDS, de modo muy intenso en aquellos países que se consideraron como de mayor riesgo en la crisis (Ecuador, Venezuela, Argentina; véase gráfico 7). Así, el diferencial soberano de la región medido por el índice EMBI+ tendió a disminuir desde mediados de marzo (más de 300 pb), hasta situarse a principios de octubre en los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers (365 pb). Por países, la reducción fue generalizada, aunque el diferencial soberano que más contribuyó a la disminución del EMBI+ fue el de Ecuador (principalmente por razones técnicas, más concretamente, la eliminación del índice de la deuda impagada del bono Global 2012 y Global 2030). Los diferenciales soberanos de Argentina y Venezuela registraron disminuciones en torno a los 1.000 pb y 450 pb, respectivamente, el primero de ellos apoyado en la percepción de un cambio de actitud del Gobierno respecto al FMI en parte como resultado de las elecciones legislativas de finales de junio, pero también por la resolución de los *holdouts* y el Club de París. En México, el diferencial se redujo solo en torno a 120 pb, pese a la extensión de los acuerdos de *swap* con la Reserva Federal hasta febrero de 2010 y las medidas de contención del gasto tomadas por el Gobierno en el presupuesto para 2010. Finalmente, el resto de los países (Brasil, Chile, Colombia o Perú) mostraron reducciones en el diferencial soberano entre los 150 pb y 200 pb. Un aspecto interesante que cabría destacar es el comportamiento no tan favorable de los diferenciales de la deuda corporativa, tal y como evidencian los índices CEMBI de la región, que actualmente cotizan en algunos países en niveles no demasiado distantes de los del inicio de la crisis (véase gráfico 7). Dicha evolución estaría poniendo de manifiesto la continuidad de problemas relacionados con la refinanciación del sector privado empresarial.

En cuanto a las bolsas, el índice regional en moneda local (MSCI) de América Latina saldó el período con ganancias superiores al 35%, lo que implica un movimiento similar al del resto de regiones emergentes y superior a la mayoría de países desarrollados. Por países, las principales bolsas de la región han cerrado los últimos seis meses con ganancias. Los mayores incrementos se registraron en Argentina, cuya subida superó el 85%, seguida de la bolsa de Lima (véase gráfico 7). En el resto de economías de la región, los índices bursátiles han aumentado entre un 30% y un 40%.

En este contexto, el crédito interno al sector privado siguió ralentizándose, en línea con la tendencia seguida desde finales de 2007, pero se mantuvo en tasas de crecimiento interanuales positivas, incluso en términos reales, en la mayoría de los países —del orden del 5% en media de la región—. La principal excepción a esta tendencia fue México, donde el crédito al sector privado cayó moderadamente medido en términos reales, aunque las tasas de caída parecen haberse estabilizado en los últimos meses (véase gráfico 8).

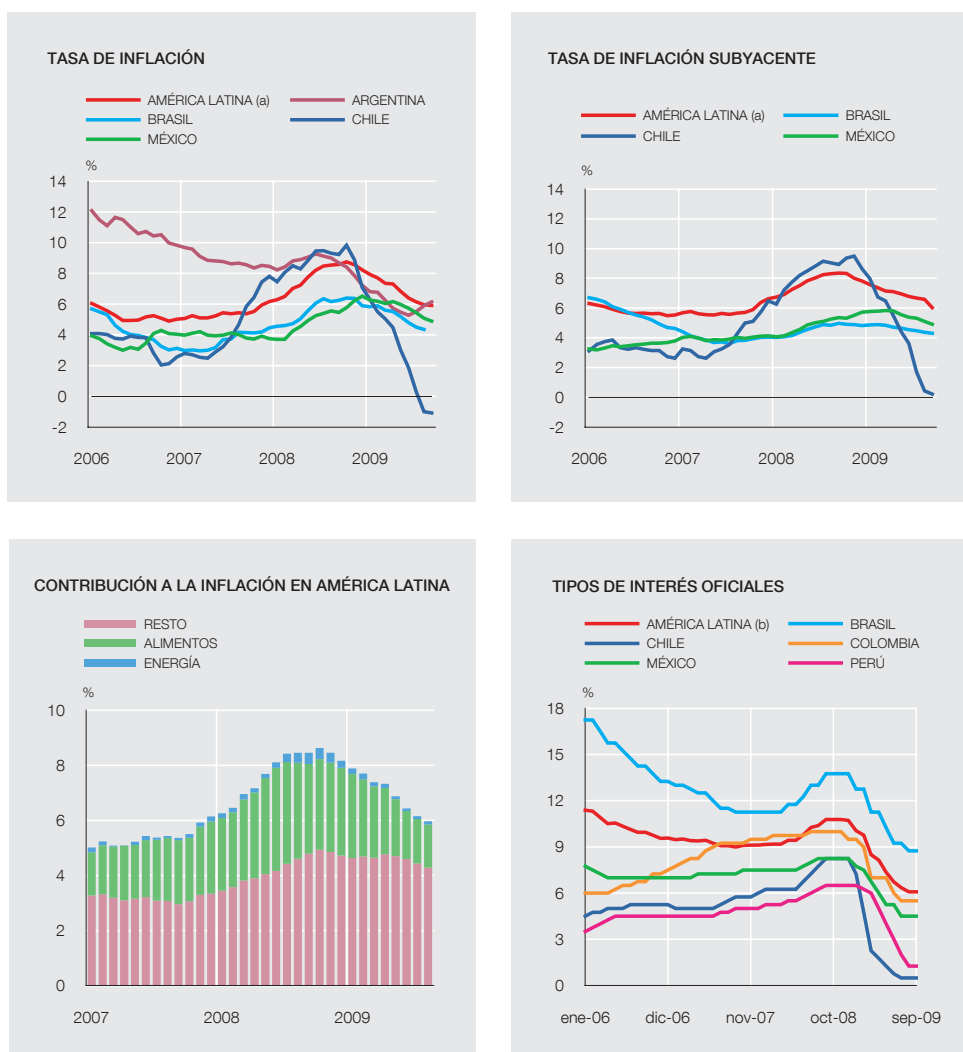


FUENTES: JPMorgan, FMI y estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

b. Años 2009 y 2010: previsión del FMI (octubre de 2009).

Las previsiones más recientes sobre la evolución de los flujos de capital muestran una cierta revisión al alza, pero, en cualquier caso, estos seguirían siendo muy moderados en 2009. Se espera que la inversión extranjera directa siga siendo el principal flujo de capital hacia la región (60 mm de dólares), y que los flujos de cartera y bancarios muestren una salida de capital, en términos netos, en el conjunto del año 2009, a pesar de su reciente recuperación. La escasez de los flujos privados se vería compensada, en parte, por el aumento de la financiación oficial, que retornaría a los niveles del inicio de la década (véase gráfico 8). En conjunto, se mantendría un moderado flujo neto positivo hacia la región en 2009. En este contexto, las emisiones en los mercados internacionales mostraron una notable recuperación en el primer semestre de 2009, que se prolongó en el tercer trimestre y el inicio del cuarto (con emisiones de varios soberanos como Brasil, México, Colombia, Perú y Uruguay en condiciones muy favorables). En el primer semestre, las emisiones corporativas fueron ligeramente superiores a las soberanas, aunque se concentraron únicamente en los mercados más líquidos —Brasil, Chile y México—.



FUENTE: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Agregado de las siete principales economías.

b. Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación.

Precios y políticas macroeconómicas

La tendencia a la moderación de las tasas de inflación que se observó de forma incipiente en América Latina a finales de 2008 se ha intensificado en el transcurso de los meses siguientes, situándose el índice general en un 5,9% interanual en septiembre, es decir, punto y medio por debajo de los niveles de principio de año y 2,8 pp por debajo de los máximos alcanzados en octubre de 2008 (véase gráfico 9). La inflación subyacente también ha tendido a la baja, aunque inicialmente ha mostrado mayor resistencia (6% interanual, 2,3 pp por debajo del máximo). Con todo, esta moderación fue menor que en otras regiones emergentes.

La caída de la inflación fue acusada en la mayoría de los países, si bien cabe destacar el caso de Chile, que en agosto registró una tasa interanual negativa, por primera vez desde abril de 2004, y se situó en -1,1% en septiembre, el mínimo desde el inicio de la serie. También en Perú y Colombia la moderación de las tasas de inflación fue apreciable, hasta situarse en un 1,2% y 3,2%, respectivamente. De esta forma, en los últimos meses, la inflación en los países con objetivos explícitos de inflación se ha situado dentro de la banda de tolerancia o, en los casos de Chile y Colombia, por debajo del mínimo. La única excepción es México, donde,

| | 2008 | 2009 | | 2010 | |
|----------|--------------|----------|---------------|----------|------------------|
| | Cumplimiento | Objetivo | Diciembre (a) | Objetivo | Expectativas (a) |
| Brasil | Sí | 4,5 ± 2 | 4,3 | 4,5 ± 2 | 4,4 |
| México | No | 3 ± 1 | 4,2 | 3 ± 1 | 4,4 |
| Chile | No | 3 ± 1 | -0,7 | 3 ± 1 | 2,6 |
| Colombia | No | 5 ± 0,5 | 3,5 | 3 ± 1 | 4,2 |
| Perú | No | 2 ± 1 | 1,3 | 2 ± 1 | 2,3 |

FUENTES: Estadísticas nacionales y Consensus.

a. Latinfocus de octubre de 2009.

aunque la inflación ha descendido 1,4 pp desde enero (4,9% en septiembre), sigue situada casi un punto por encima del máximo del rango objetivo. En general, las expectativas de inflación en los cinco países con objetivos de inflación se han consolidado en tasas acordes con los objetivos establecidos para 2009 y 2010 (véase cuadro 2), lo que indicaría un elevado grado de credibilidad de estos objetivos y del funcionamiento del marco de la política monetaria en estos países, en un contexto de un fuerte *shock* financiero y real. Por otra parte, cabe destacar la resistencia a la baja mostrada por los precios en Venezuela, con un 28,9% interanual en septiembre, mientras que en Argentina la inflación oficial, tras haber alcanzado en junio un mínimo desde agosto de 2004, repuntó en septiembre hasta el 6,2%.

En una perspectiva más amplia, la evolución reciente de la inflación en América Latina contribuye a entender mejor la importancia relativa de dos factores contrapuestos: el efecto *pass-through* derivado de la intensa depreciación que experimentaron los tipos de cambio a partir de septiembre de 2008 hasta marzo de 2009, y el impulso moderador de los precios derivado de la apertura de las brechas de producto en todos los países, como consecuencia de la crisis. En este sentido, parecería que, en la mayor parte de los casos, el primer factor no se ha materializado, probablemente por el hecho de que las depreciaciones en gran medida resultaron ser temporales, aunque el segundo efecto no habría conseguido reducir significativamente la tasa de inflación subyacente a nivel regional (véase gráfico 9). Dentro de los países con objetivos de inflación, México sería el caso más significativo, pues, aunque la inflación se ha moderado, no lo ha hecho tanto como cabría esperar, dada la ampliación de la brecha de producto (la mayor de la región; véase la sección «Evolución económica por países»).

Por componentes, el principal factor que explica la moderación en los precios al consumo ha sido el precio de los alimentos y, en menor medida, la energía. Como se aprecia en el gráfico 9, la caída de los precios de los alimentos explica en torno a un 80% del descenso de las tasas de inflación generales. Este descenso recoge el efecto base de la fuerte subida de los precios de las materias primas el año previo, y también el hecho de que la recuperación que se ha producido en estos precios desde marzo ha coincidido con un momento de apreciación de los tipos de cambio. La aportación de los restantes componentes del IPC descendió moderadamente, a pesar de la fuerte desaceleración de la demanda interna y de la moderación en los precios administrados².

2. En Brasil, los precios regulados han pasado de aumentar un 4,1% interanual en abril a hacerlo un 3,9% en agosto; en México, los precios administrados crecían a un ritmo interanual del 6,3% en enero y ahora lo hacen al 0,8%; en Chile, las partidas que más han contribuido a la desaceleración de la inflación han sido los gastos financieros y el transporte urbano; en Colombia, la tasa interanual de los precios regulados pasó del 8,5% en enero al 2,5% en septiembre.

Todos los bancos centrales con objetivos de inflación redujeron sus tipos oficiales en los últimos seis meses, y algunos introdujeron medidas adicionales de apoyo a la liquidez interbancaria (véase recuadro 1). El mayor recorte de los tipos de interés tuvo lugar en Chile (775 pb, hasta el 0,50%), seguido de Colombia (600 pb, hasta el 4,00%), Perú (525 pb, hasta el 1,25%), Brasil (500 pb, hasta el 8,75%) y México (375 pb, hasta el 4,5%) (véase gráfico 9). A partir del verano se observó, con cierto grado de sincronización, un cambio de tono en la comunicación de los bancos centrales, que apuntaba hacia la conclusión del ciclo de descenso de los tipos. En la mayor parte de los países, la reducción de los tipos nominales ha supuesto una importante reducción de los tipos de interés reales (salvo alguna excepción, como Chile). Los descensos de los tipos oficiales han tendido a transmitirse —con menor intensidad— a los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública en moneda local, que han caído entre 50 pb y 200 pb, dependiendo de los países, de forma que las curvas de tipos a largo plazo han mantenido una pendiente fuertemente positiva en general, lo que ha sido destacado como preocupante por algunos bancos centrales (Chile, Brasil). En México, los tipos de interés a largo plazo han mostrado una notable resistencia a la baja y se mantienen prácticamente en los mismos niveles que hace seis meses.

La debilidad de la recuperación que se espera para los próximos meses y la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio deberían impedir un resurgimiento de las presiones al alza en los precios; no obstante, la elevación de los precios de las materias primas limitará también el margen de descenso de la inflación. Por ello, a medida que las señales de recuperación de la economía se consoliden, cabría esperar que los bancos centrales comiencen a retirar el estímulo monetario. En la mayoría de los países, el mercado descuenta elevaciones de los tipos de interés oficiales a partir del primer trimestre de 2010, en algunos casos relativamente importantes. Sin embargo, dado el riesgo que existe en economías emergentes como las latinoamericanas de que una subida de los tipos de interés acentúe las entradas de flujos financieros de corto plazo, es posible que el endurecimiento de las condiciones monetarias se apoye, en primera instancia, en otras medidas, como, por ejemplo, la retirada de algunas de las medidas extraordinarias de provisión de liquidez aplicadas durante la crisis (coeficientes, encajes); Brasil parece haber comenzado a actuar en esta dirección. En este sentido, la apreciación de los tipos de cambio está causando creciente preocupación en algunos países. Brasil ha reintroducido un impuesto del 2% sobre las transacciones con el exterior, mientras que Colombia ha anunciado la compra de reservas y ha suspendido la repatriación de dólares de empresas públicas.

En el ámbito de la política fiscal, el rasgo más destacado fue el intenso deterioro experimentado por las cuentas públicas en la primera mitad del año, que fue generalizado y que en la mayor parte de los países se debió principalmente al brusco descenso de los ingresos primarios (-10% interanual en el conjunto de la región), más que a la expansión del gasto, aunque este siguió aumentando (véase gráfico 10). Los ingresos públicos se vieron recortados por la debilidad de la actividad, por los menores precios de las materias primas (véase recuadro 2) y, en algunos países, por determinados recortes impositivos. En Brasil y, sobre todo, en Argentina, los ingresos aumentaron, pero la expansión del gasto fue mayor, dando lugar a una reducción del superávit primario. En el conjunto de la región, todo ello se ha traducido en la aparición de un déficit total del 2% —desde una situación de equilibrio hace un año— y en cierto incremento de las ratios de deuda pública sobre el PIB —aunque dicho incremento es comparativamente muy inferior al aumento de la deuda pública que se está produciendo en los países industrializados, como resultado de la respuesta a la crisis—. Un caso especial es el de la política fiscal anticíclica llevada a cabo por Chile, aprovechando los fondos acumulados en años anteriores, que le han permitido incrementar el gasto público en términos reales más de un 20%, a pesar de la caída de los ingresos cerca de un 35% en la primera mitad del año. En este

La respuesta de política monetaria a la crisis a nivel global ha sido extraordinaria y sin precedentes. No solo se han reducido los tipos de interés oficiales hasta mínimos históricos en la gran mayoría de los países, sino que, además, dicha relajación ha sido complementada en muchas economías avanzadas por medidas de política monetaria «no convencional», como la dotación de liquidez ilimitada a plazos largos, la financiación a sectores en dificultades, o la compra o permuta de activos privados y públicos. Estas medidas no convencionales se han llevado a cabo en un contexto de tipos de interés oficiales cercanos a cero, es decir, cuando el instrumento tradicional de política monetaria había agotado su margen de actuación.

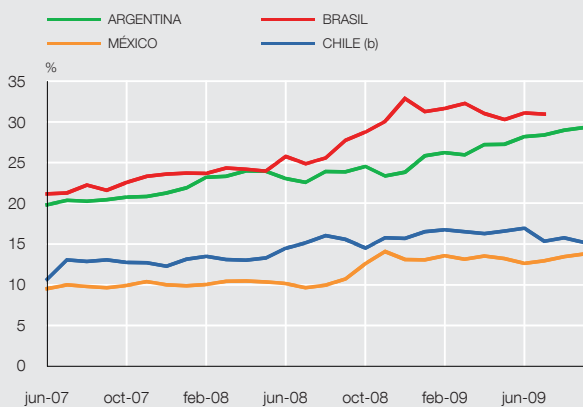
Como puede observarse en el gráfico, estas medidas han traído consigo un espectacular aumento y un cambio en la composición de los balances de los principales bancos centrales, que, en el caso particular de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, ha supuesto más que duplicar y triplicar su tamaño medido en términos de PIB, res-

pectivamente. En el caso de los países emergentes, y de América Latina en particular, se observa también una expansión de los balances —que eran mayores medidos en términos de PIB que en las economías industrializadas—, aunque en una proporción más reducida.

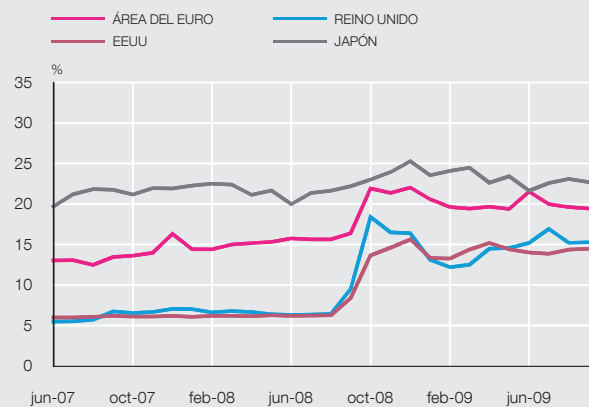
En este recuadro se analiza la expansión de los balances de los bancos centrales de México, Brasil, Chile y Argentina, y en qué medida se ha debido a medidas no convencionales análogas o comparables a las de las economías avanzadas, o si, por el contrario, la expansión se explica por otros factores específicos en estos países, aunque también relacionados con el impacto de la crisis. Las conclusiones del análisis respaldan la segunda hipótesis.

En México, los activos del banco central aumentaron de un 9% a un 13% del PIB entre mediados de 2007 y 2009, especialmente a partir de septiembre de 2008. Dicha variación solo se explica, en parte, por las medidas tomadas por el Banco de México orientadas a proveer de liquidez a los mercados financieros como consecuencia del im-

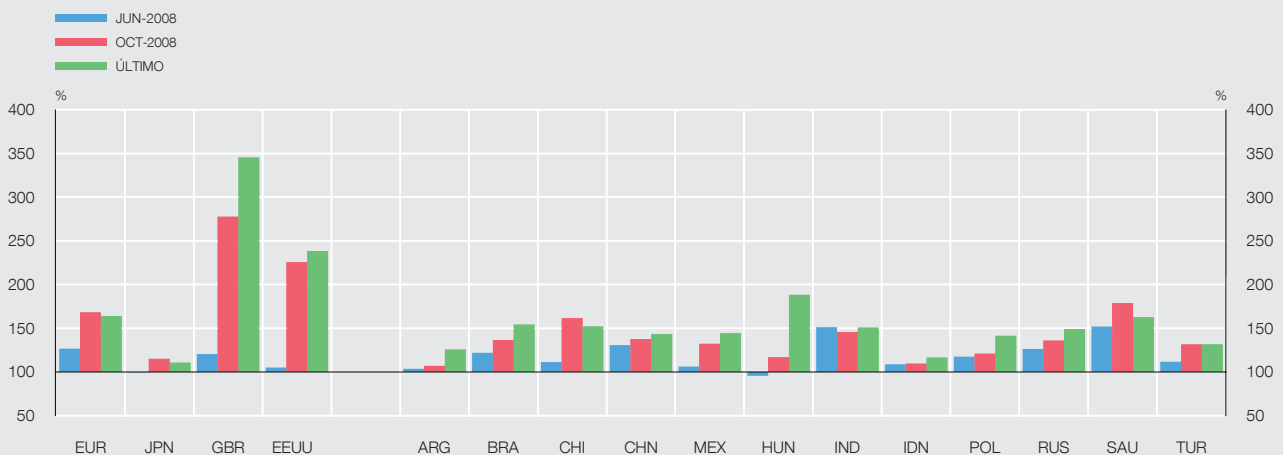
1 ACTIVOS BANCOS CENTRALES SOBRE PIB (a)
Porcentaje



2 ACTIVOS BANCOS CENTRALES SOBRE PIB (a)
Porcentaje



3 EVOLUCIÓN DE LOS BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES



FUENTE: Balances de los bancos centrales.

a. Como porcentaje del PIB de 2008.

b. Para Chile, aproximado por las reservas internacionales.

pacto de la crisis. Entre las medidas adoptadas cabría destacar, por el lado del activo, las intervenciones de venta de dólares en el mercado de cambios, la creación de nuevas facilidades de liquidez en pesos y la recompra, a partir de octubre de 2007, de «bonos de protección al ahorro» por parte del Banco de México (20% del saldo vivo emitido de dichos bonos). Sin embargo, una parte muy importante del incremento del balance, en torno a un 50%, se explicaría por el aumento del contravalor en pesos de las reservas internacionales de divisas, a pesar de que, contabilizadas en dólares, se redujeran por las intervenciones en el mercado de cambios.

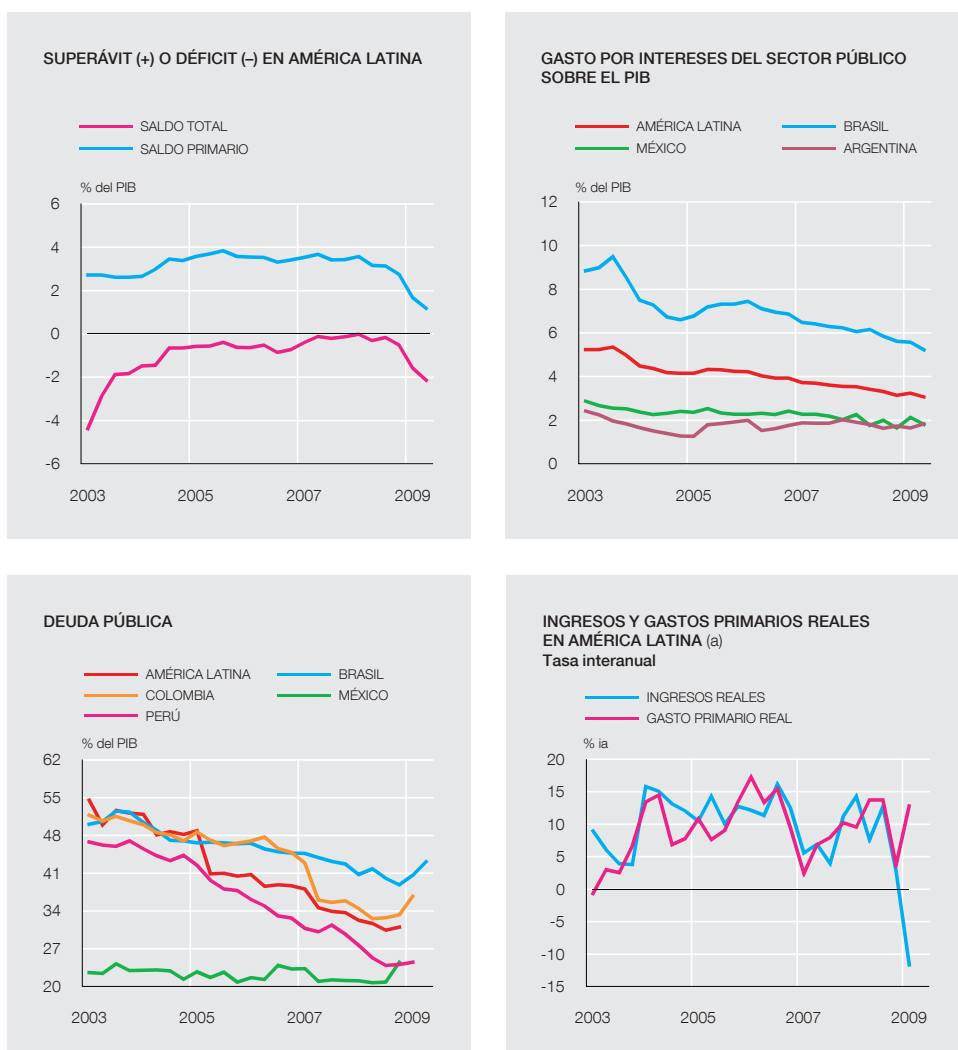
En el caso de Brasil, las numerosas iniciativas que el banco central tomó para proveer liquidez en moneda local y en dólares a partir de octubre de 2008 no tuvieron un impacto sustancial sobre el tamaño del balance del banco central, que se mantuvo en torno al 30% del PIB (aunque, como consecuencia de la acumulación de reservas, este se había expandido fuertemente durante el año anterior). Además, al igual que en el resto de los países, el balance se vio afectado por los efectos de valoración de las reservas derivados de la fluctuación del tipo de cambio. Las medidas adoptadas por Brasil alteraron, sin embargo, la composición del balance del banco central por el lado del pasivo, a través de la reducción y flexibilización de los encajes bancarios. Ello generó una significativa reducción del volumen de recursos depositado obligatoriamente en el banco central, tanto en efectivo como en forma de títulos, y una simultánea liberación de liquidez.

En el caso de Chile, la decisión del banco central de fortalecer su posición en moneda extranjera a partir de abril de 2008 — meses antes de la caída de Lehman Brothers — quebró la tendencia decreciente que se venía observando en su balance desde la adopción del régimen de libre flotación cambiaria en 1999. Así, de abril a septiembre de 2008, se acumularon reservas de divisas (desde el 9,8% al 15,8% del PIB), aunque la emisión monetaria asociada fue esterilizada, en gran medida, con la colocación de pagarés del banco central. Desde septiembre de 2008, se adoptaron una serie de medidas para asegurar la liquidez en dólares y pesos del sistema financiero local desde el lado del activo. Entre ellas, la venta de dólares con pacto de recompra (*swaps*), la ampliación de líneas de crédito en pesos y el establecimiento de una facilidad de liquidez a plazo (FLAP) mediante la cual se otorgan créditos a plazos de 90 y 180 días a una tasa fija. Pero, además, el banco central suspendió la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año en la segunda mitad de 2009 y recompró títulos de deuda propios (en total, en torno a un 9% del saldo vivo emitido), con el fin de mitigar la presión al alza sobre los tipos de interés en esos plazos, ante el aumento de las emisiones del Tesoro a largo plazo. En el lado del pasivo, resulta destacable que se produjera un fuerte aumento de los depósitos de los bancos comerciales en el banco central, como consecuencia del entorno de inestabilidad financiera.

Finalmente, el balance del banco central de Argentina aumentó considerablemente hasta el entorno del 27% del PIB. La mitad de este incremento se explica por efectos valoración de las reservas derivados de la depreciación del tipo de cambio (puesto que las reservas en dólares se redujeron ligeramente). La otra mitad refleja fundamentalmente el aumento de los adelantos transitorios al Gobierno y el aumento de títulos públicos en poder del BCRA, a fin de contribuir a la provisión de liquidez. En este sentido, aunque el banco central de Argentina intervino en el mercado de cambios en defensa del peso en menor cuantía que otros bancos centrales de la región, tomó una serie de medidas a partir del recrudecimiento de la crisis en septiembre de 2008, para asegurar la provisión de liquidez en los mercados, tanto desde el lado del activo como del pasivo. Entre ellas, se redujeron los coeficientes de encaje en moneda extranjera, se aumentó la disponibilidad de liquidez a tipo de interés fijo, y se flexibilizaron los plazos para el cumplimiento de encajes.

Este repaso a la evolución de los balances y su composición sugiere que, aunque las medidas tomadas por algunos de los bancos centrales fueron extraordinarias — como la provisión amplia de liquidez en dólares y en moneda local —, pocas pueden recibir el calificativo de «no convencionales», tal como se entiende en las economías avanzadas. Entre estas, podrían considerarse las compras de activos por parte del Banco de México — de magnitud relativamente reducida para el tamaño del mercado de deuda — o la recompra de títulos por parte del banco central de Chile, aunque algunas de estas medidas están asociadas a operativas relativamente habituales entre bancos centrales y Tesoros en América Latina. Además, una parte significativa del aumento del tamaño de los balances ha sido consecuencia automática de efectos valoración (derivados del aumento del contravalor en moneda local de las reservas de divisas), como consecuencia de la depreciación de los tipos de cambio, a pesar de que en dólares las reservas se redujeran durante la crisis por las intervenciones.

La distinta casuística e intensidad del incremento de los balances de las autoridades monetarias en América Latina respecto a las economías desarrolladas puede explicarse por dos factores diferenciales: en primer lugar, la magnitud y características de la crisis financiera han sido muy diferentes; los problemas dominantes en América Latina están relacionados con un bloqueo de la liquidez en moneda extranjera, principalmente, y los instrumentos se han dirigido a contrarrestar esta situación. En segundo lugar, el margen para las políticas más convencionales no se había agotado: por un lado, solo en Chile los tipos de interés se han situado cerca del límite cero; por otro lado, a diferencia de los países industrializados, la mayoría de los bancos centrales han aprovechado otros instrumentos disponibles — en particular, los encajes bancarios — para incrementar el flujo de liquidez en la economía. Dadas estas circunstancias, es de prever que la reversión de las medidas tomadas durante este período será más automática y menos compleja que la de las economías industrializadas.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Deflactado por el IPC.

sentido, cabe destacar que la capacidad contracíclica derivada de la aplicación de reglas fiscales ha reactivado el interés en este instrumento, no solo en la región, sino a escala global. En varios países, en cambio, la ejecución de los planes de estímulo fiscal ha ido por detrás de lo previsto. México ha planteado una nueva reforma fiscal, que aún necesita ser aprobada en las cámaras, después de que el déficit fiscal se situara en el 1,7% del PIB, el peor registro desde 1990 (véase la sección «Evolución económica por países»).

Otras políticas económicas

En los últimos meses, los procesos de integración comercial en América Latina han seguido evolucionado a «dos velocidades», en el sentido de que, por un lado, en la Cuenca del Pacífico han proliferado nuevos acuerdos comerciales bilaterales, principalmente con Asia, mientras que, por otro, MERCOSUR y la Comunidad Andina han seguido afrontando serios obstáculos. En contra de lo que se anticipaba, el cambio de Administración en Estados Unidos no ha supuesto modificación alguna en el tratado de libre comercio de América del Norte, y la discusión de nuevas cláusulas ambientales y laborales se ha pospuesto hasta después de la crisis. La iniciativa de utilizar moneda local en los intercambios entre Argentina y Brasil, lanzada en octubre, abarca muy pocas operaciones, a pesar de lo cual se quiere relanzar en 2010.

El último ciclo de crecimiento en la región fue impulsado, en buena medida, por el comportamiento del precio de las materias primas, entre ellas el petróleo, principal producto de exportación de algunos países latinoamericanos. Esta bonanza también mejoró significativamente la posición fiscal y exterior de algunos países, de tal modo que, en ausencia de los ingresos fiscales y por exportación de petróleo, México, Ecuador, Venezuela, Colombia o Perú habrían registrado fuertes desequilibrios externos y fiscales¹.

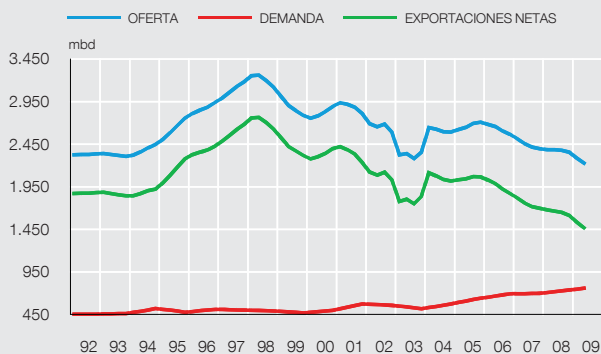
A pesar de este incremento de precios, la producción y exportación de crudo en América Latina ha ido decreciendo en los últimos años, con la excepción de algún país, en especial de Brasil. En los paneles del gráfico a continuación se presenta la evolución de la oferta y la demanda para cuatro grandes productores de crudo de América Latina, y se observa que, mientras que en Venezuela, México y Ecuador las exportaciones netas han estado cayendo de manera muy acusada, en Brasil la cantidad de crudo que se debe importar ha tendido a reducirse. Esta evolución sugiere el paulatino agotamiento de los recursos petrolíferos en algunas naciones de la región y plantea el riesgo de que algunos de los países —como México— pasen a ser importadores netos de petróleo en un futuro próximo, mientras que otros, como Brasil, pueden convertirse en exportadores, con el descubrimiento de nuevos yacimientos en el último año.

1. La balanza comercial en México sin ingresos petroleros sería del -4,8% del PIB, frente al -1,1%, y el saldo del sector público, del -7,8%, en vez del -0,4%, en media entre 2003 y 2009. Las cifras para Venezuela serían de una balanza comercial del -12% sin petróleo, frente al 15,5%, y de un déficit público no petrolero del -12,8%, frente al -1%.

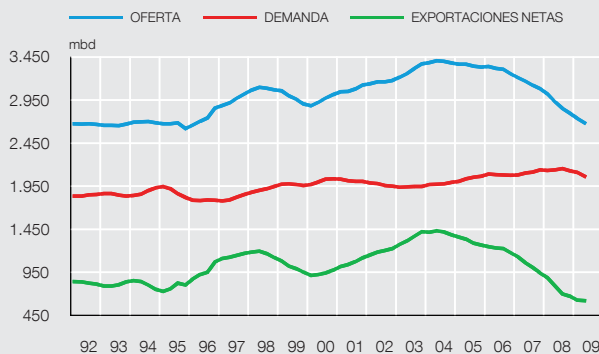
La exportación neta de petróleo de un país o región está determinada por la diferencia entre la producción generada y el consumo interno de este tipo de combustible. La oferta o producción depende de la existencia y capacidad de explotación de los yacimientos, la tecnología de extracción y el esfuerzo para emprender los proyectos de exploración y extracción. De acuerdo con todas estas variables, se puede determinar la evolución futura de la producción y, en particular, el punto de máxima producción, a partir del cual la extracción decrece a una tasa que depende de la edad de los yacimientos, las características físicas y el perfil de explotación de los mismos². La evolución de la demanda es otro factor a tener en cuenta, y generalmente no ha recibido la suficiente consideración cuando se ha examinado el potencial exportador de un país. Cuando los precios del petróleo son elevados, los países productores tienden a incrementar su producción, y con ello las exportaciones. En paralelo, sin embargo, el aumento del ingreso doméstico estimula de forma importante el crecimiento económico y la demanda de energía en los propios productores. Si, además, el precio doméstico de la energía está subsidiado —algo habitual en los países productores—, el incremento de la demanda interna resulta aún mayor.

2. Los primeros estudios sobre los límites a la extracción y los picos de producción se deben a K. Hubbert (1956), «Energy from Fossil Fuels», *Science*, quien predijo que el pico petrolero se alcanzaría en Estados Unidos en 1970, cosa que ocurrió exactamente. Actualmente, los campos más grandes del mundo se encuentran en la mencionada fase de declive, tras alcanzar sus máximos en los años setenta y ochenta (Oriente Medio) o en 2003 (Cantarell, en México). Tan solo los grandes campos situados en la ex Unión Soviética alcanzaron sus máximas producciones en los tres últimos años.

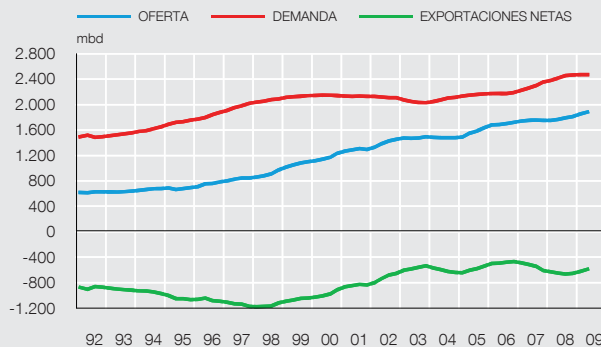
1 VENEZUELA



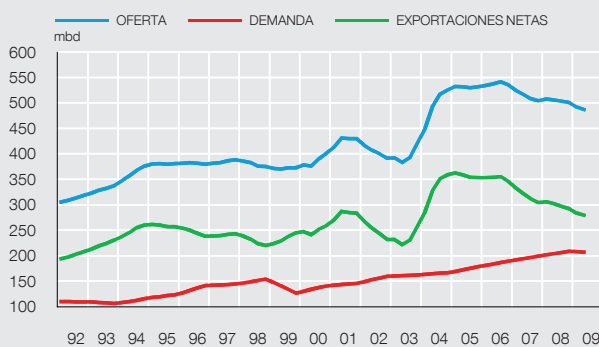
2 MÉXICO



3 BRASIL



4 ECUADOR



FUENTES: AIE y cálculos propios.

En una situación de este tipo, en la que la tasa de crecimiento de la producción es de esperar que sea baja o incluso negativa, mientras que la demanda interna puede crecer a ritmos notables, las exportaciones netas tienden a reducirse, y, además, a una tasa más rápida de lo que lo hace la producción. Así, un país que en la actualidad es exportador neto de petróleo pasará eventualmente a ser importador neto si la oferta decrece o aumenta pero a un ritmo inferior al ascenso de la demanda³. Por el contrario, países donde el incremento de la producción se espera que supere con creces al de la demanda, pueden convertirse en un plazo más o menos lejano en exportadores de crudo.

Utilizando los datos de producción y demanda publicados mensualmente por la AIE actualizados hasta el segundo trimestre de 2009, es posible realizar un ejercicio ilustrativo, consistente en proyectar la evolución futura de las exportaciones y estimar cuándo los países dejarán de ser exportadores, o comenzarán a serlo⁴.

3. Uno de los ejemplos más claros de este tipo de desarrollo lo constituye Indonesia. El país alcanzó su máxima producción en el segundo trimestre de 1996, momento a partir del cual la extracción decayó a un ritmo medio del 2,2% anual. Con un incremento de la demanda interna del 4,6% en media, Indonesia pasó a ser importador neto en el tercer trimestre de 2002, con un ritmo medio de descenso de las exportaciones del 29,3%, muy superior a la suma compuesta de las tasas de variación de la oferta y la demanda. Un resultado similar se obtendría en el caso de que la producción cayera a un ritmo superior al que cae la demanda, como en el Reino Unido, cuya producción máxima se registró en el cuarto trimestre de 1999, y que pasó a ser importador neto cinco años después, con la demanda estancada (-0,02%), pero con una fortísima caída de la producción, del -7,1%, lo que resultó en un descenso medio de las exportaciones del 44,5%. 4. El ejercicio no tiene en cuenta las previsiones de la AIE a corto plazo (2010) ni a medio plazo (2014), cuando estas están disponibles, pero las conclusiones cualitativas son las mismas. Por ejemplo, en el caso de México, la brecha entre la oferta y la demanda prevista para 2010 por la AIE es más reducida que la estimada con la extrapolación, esto es, México sería importador neto antes de lo que apunta el ejercicio.

El ejercicio tiene limitaciones evidentes, como la extrapolación automática de las tasas de crecimiento de la producción y la demanda desde que se alcanza el pico de producción, sin tomar en consideración posibles cambios en el precio del crudo que estimulen o desincentiven nueva inversión, cambios en los subsidios al consumo interno, variaciones en la demanda global por la entrada o salida del mercado de nuevos grandes consumidores como China, o descubrimientos de nuevas explotaciones. Tampoco tiene en consideración cambios en la eficiencia energética en los importadores o en los propios productores que reduzcan, respectivamente, la demanda mundial o doméstica, cambios regulatorios en los exportadores, mejoras de la eficiencia de la extracción en campos en declive, u otros factores⁵. Por tanto, debe entenderse tan solo como una ilustración del hecho que se quiere resaltar, el posible agotamiento de la fuente de recursos externos para estos países de América Latina.

En el cuadro adjunto aparecen los países productores de crudo en América Latina, divididos entre exportadores e importadores. A continuación se muestran, desde el pico de producción, las tasas de crecimiento de esta y de la demanda. Como se puede observar, para todos los países exportadores netos, a partir de la máxima producción, esta decrece y la demanda crece, salvo en Colombia, país en el que, no obstante, la demanda decrece menos que la oferta. A partir de estos datos, se puede inferir que todos los países latinoamericanos que actualmente son exportadores netos pasarán a ser importadores netos en las próximas décadas⁶, mientras que Brasil se perfila

5. En el caso de Colombia, por ejemplo, la mejora de la seguridad en el país ha permitido aprovechar el potencial de los campos cuando parecía que la producción se encontraba ya en declive. 6. En el caso de México, por ejemplo, el FMI augura que el país pasará a ser importador neto de crudo alrededor del año 2012 [véanse *Mexico: 2008 Article IV Consultation, Staff Report; Staff Supplement, and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, FMI (2009), y *Mexico: Arrangement Under the Flexible Credit Line - Staff Report; Staff Supplement; and Press Release on the Executive Board Discussion*, FMI (2009)].

| | Exportaciones netas (a) (m bpd) | Desde pico de producción a 2009 | | | |
|----------------------------|------------------------------------|---------------------------------|---------------------|------------------|-------------------|
| | | Fecha pico | Exportaciones netas | Variación oferta | Variación demanda |
| EXPORTADORES NETOS: | | | | | |
| Venezuela | 1.529 | I TR 98 | 2.884 | -3,5 | 4,6 |
| México | 646 | II TR 05 | 1.326 | -5,5 | 0,4 |
| Colombia | 345 | IV TR 98 | 527 | -1,4 | -1,2 |
| Ecuador | 288 | I TR 06 | 362 | -2,8 | 4,2 |
| Trinidad y Tobago | 79 | I TR 06 | 118 | -7,5 | 4,9 |
| Argentina | 15 | III TR 98 | 322 | -2,6 | 1,8 |
| IMPORTADORES NETOS: | | | | | |
| Bolivia | -24 | III TR 05 | -2 | -6,0 | 6,2 |
| Guatemala | -61 | II TR 03 | -40 | -9,2 | 2,3 |
| Perú | -77 | IV TR 93 | -1 | -0,6 | 2,4 |
| Cuba | -110 | I TR 03 | -100 | -3,6 | -0,4 |
| Chile | -351 | I TR 92 | -139 | -7,7 | 5,1 |
| Brasil | -600 | II TR 09 | -515 | 7,7 | 0,3 |
| PRO MEMORIA: | | | | | |
| América Latina | 1.678 | II TR 05 | 3.231 | -2,1 | 2,6 |

FUENTES: Agencia Internacional de la Energía y cálculos propios.

a. Media de 2007 al segundo trimestre de 2009.

como un candidato claro para tomar el relevo como exportador neto (véase panel 1 del gráfico a continuación)⁷.

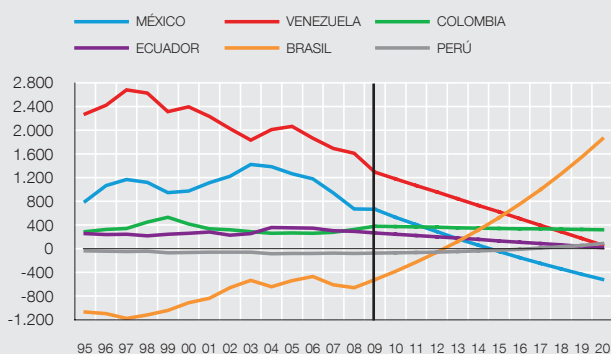
En el panel 2, se establece una comparación de la situación de los países latinoamericanos con otros grandes exportadores de crudo en la actualidad. En el eje vertical se recoge la tasa de variación de la demanda desde el pico de producción, y en el horizontal, la tasa

de variación de la oferta desde dicho momento, mientras que el tamaño del círculo representa las exportaciones netas actuales de cada país. De este modo, cuanto más arriba y a la izquierda se sitúe un país y más pequeño sea su círculo, más desfavorable será su situación. Como se puede apreciar, los países latinoamericanos estarían en una posición relativamente desfavorable respecto a otros exportadores, pues pasarían a ser importadores netos en una fecha más cercana.

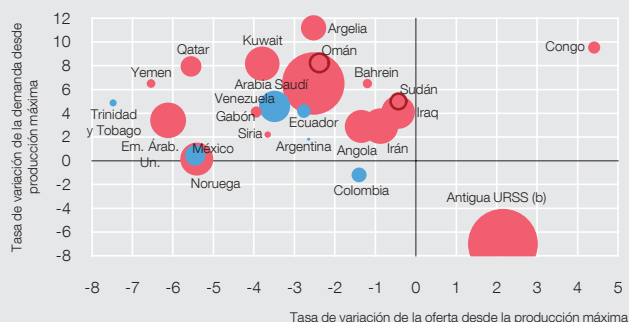
7. Si tomamos el conjunto de la región, América Latina estaría sacando al mercado unos 1.621 millones de barriles en 2009, y se convertiría en importadora neta con un cambio muy relevante en la composición. Así, Brasil pasaría a ser el mayor exportador de la región, con un 80% de las ventas netas totales, seguido de Colombia, mientras que Venezuela, México y Chile serían los mayores importadores de la región. Los casos de Perú, Cuba y Guatemala ilustran, por otro lado, la simplicidad del modelo, dado que, si se tomaran las tasas medias desde 1992 a 2009 o desde 1997 a 2009, también pasarían a ser exportadores netos. En Perú, los descubrimientos de Camisea han hecho que la tasa de crecimiento de la oferta desde 1997 a 2009 sea del 12,7%.

A pesar de las limitaciones del ejercicio, este permite mostrar que los ingresos fiscales y exteriores derivados de las exportaciones de crudo pueden irse reduciendo en el tiempo de modo importante para muchos países latinoamericanos. En este contexto, las medidas destinadas a elevar la eficiencia de la exploración y la extracción, así como las encaminadas a contener el incremento de la demanda —por ejemplo, reduciendo los subsidios sobre precios— pueden ser fundamentales para prolongar estos ingresos en el tiempo.

1 AMÉRICA LATINA: EXPORTACIONES NETAS, MILLONES BPD



2 GRANDES PRODUCTORES DE CRUDO (a)



FUENTES: AIE y cálculos propios.

- a. El tamaño de los círculos representa las exportaciones netas en 2007-2009; el eje horizontal, la tasa de variación media de la oferta a partir del pico de producción, y el vertical, la tasa de variación de la demanda en el mismo período.
- b. Rusia, Azerbaián, Kazajistán y Turkmenistán.

Asimismo, se anunció el convenio constitutivo del Sistema Unitario de Compensación Regional (SUCRE) tras la cumbre de jefes de Estado del ALBA (Alternativa Bolivariana para las Américas). Por último, Venezuela ha limitado el comercio con Colombia por un conflicto diplomático (las exportaciones colombianas a Venezuela disminuyeron en julio de 2009 más de un 28%), tratando de desviar las compras hacia Argentina.

En el ámbito de las reformas estructurales, no se produjeron avances sustanciales, en un contexto en el que las decisiones de política económica siguieron condicionadas por la crisis. En Brasil, se ha propuesto cambiar el esquema de explotación de los nuevos yacimientos petroleros para otorgar mayores recursos a la empresa estatal, Petrobras, y en Venezuela se reforzó el control estatal del sector petrolífero con la nacionalización de las actividades co-

| | Asignación general DEG | Asignación especial DEG | % asignación sobre ing. fiscales | % asignación sobre reservas int. de divisas |
|----------------|------------------------|-------------------------|----------------------------------|---|
| Argentina | 2.454 | 207 | 3,1 | 5,8 |
| Brasil | 3.520 | 434 | 1,0 | 1,9 |
| Colombia | 897 | 79 | 1,5 | 4,0 |
| Chile | 992 | 94 | 2,4 | 4,6 |
| Ecuador | 350 | 49 | 2,9 | 12,7 |
| México | 3.655 | 350 | 1,6 | 5,5 |
| Peru | 740 | 71 | 3,5 | 2,5 |
| Uruguay | 355 | 25 | 4,6 | 5,1 |
| Venezuela | 3.083 | 399 | 4,5 | 11,5 |
| América Latina | 16.046 | 1.708 | 1,8 | 4,0 |

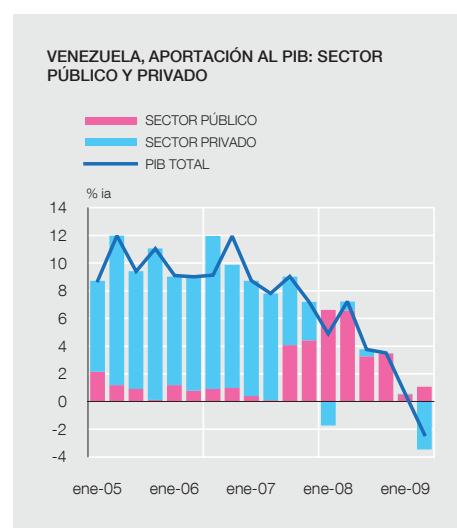
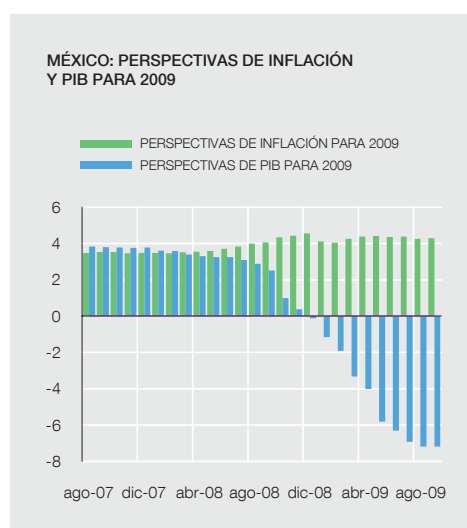
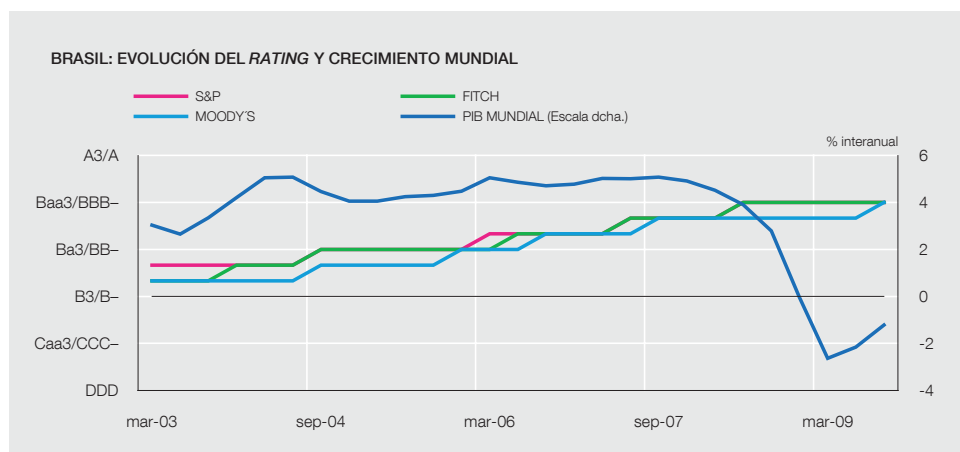
FUENTES: Datastream y FMI.

nexas, y se avanzó en la nacionalización del sector siderúrgico. En el ámbito de la integración financiera, Chile, Colombia y Perú alcanzaron un acuerdo en septiembre para integrar sus mercados de renta variable a finales de 2010, en un esfuerzo para incrementar el volumen de inversiones en cada mercado, así como su liquidez, y Argentina, Brasil, Venezuela, Paraguay, Bolivia, Ecuador y Uruguay firmaron el acta constitutiva del Banco del Sur, con un capital de 20 mm de dólares, aunque hasta la fecha solo se han suscrito 7 mm.

En el ámbito de las medidas adoptadas a nivel internacional, cabe mencionar la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEG) que se completó a finales de agosto y comienzos de septiembre, en cumplimiento de las decisiones del G 20 en abril (283 mm de dólares, en total, de los cuáles 16 mm han correspondido a las nueve principales economías de América Latina; véase cuadro 3). Esta asignación supone un refuerzo de las reservas internacionales (entre un 2% y un 10% del saldo actual, dependiendo de los países), y, en la medida en que son libremente intercambiables por otras divisas internacionales (dólar, yen, libra esterlina, euro), a través de acuerdos voluntarios entre Gobiernos, suponen una mayor disponibilidad de fondos para cada país (entre un 1% y un 5% de los ingresos fiscales). Sin embargo, hasta la fecha, solo Ecuador y Argentina han mostrado su disposición a intercambiar DEG por otras divisas (Argentina, en principio, con la intención de amortizar vencimientos de deuda de corto plazo).

Evolución económica por países

La contracción de la actividad económica que se inició en *Brasil* en el cuarto trimestre de 2008 se prolongó en el primero de 2009, si bien la magnitud de la caída intertrimestral se moderó, pasando del -3,4% al -1%. La caída interanual de la economía en ese primer trimestre fue del 1,8%, resultado de una caída de la demanda interna (que restó 1,9 pp al crecimiento), en particular de la inversión. En el segundo trimestre del año, el PIB se expandió un 1,9% en relación con el trimestre precedente (descendiendo un 1,2% interanual), aunque la caída de la demanda interna fue similar a la del trimestre anterior en términos interanuales (un -1,7%, frente al -1,9% del primer trimestre) y el consumo privado se aceleró notablemente (de 1,3% a 3,2%). La aportación positiva de la demanda externa al crecimiento fue de tres décimas en el primer semestre del año, la menor entre las economías de la región. Los indicadores del tercer trimestre de 2009 apuntan a que el crecimiento de la economía ha proseguido en ese período. Esta recuperación de la actividad se ha apoyado en una política monetaria contracíclica, a través del descenso de los tipos oficiales (un total de 500 pb desde enero, hasta el 8,75%, el nivel más bajo con el actual marco monetario) y de la promoción de la actividad de



FUENTES: Banco central de México y Banco Central de Venezuela.

la banca comercial pública y de la banca de desarrollo. La relajación monetaria se ha ido trasladando a los tipos de interés de mercado, lo cual, unido a las reducciones de encajes bancarios para aliviar las tensiones de liquidez de los bancos durante el último trimestre de 2008, ha contribuido a abaratar notablemente el crédito bancario. La relajación de la política monetaria fue posible por la continua moderación de la inflación, en un contexto de debilidad de la economía, de forma que la tasa de inflación se situó en el 4,3% en septiembre, una décima por debajo del objetivo del banco central para este año —aunque a este resultado también contribuyeron los efectos base derivados de los elevados incrementos de los precios de los alimentos en la primera mitad de 2008—. En el ámbito fiscal se produjo un deterioro notable de las cuentas públicas, como consecuencia de la moderación de ingresos y el aumento del gasto, de manera que el superávit primario acumulado en los últimos doce meses hasta agosto fue del 1,6% del PIB, muy por debajo del 3,7% de 2008 y del objetivo revisado para 2009, un 2,5%. El empeoramiento de las cuentas públicas, unido a la apreciación del real y a la contracción del PIB, contribuyó al aumento de la deuda pública (neta), que se situó en el 44,1% en agosto (frente al 38,8% de diciembre de 2008). En el ámbito del sector exterior se ha registrado una leve reducción del déficit de la balanza por cuenta corriente, por el ligero incremento en el saldo de la balanza comercial y el menor déficit de la balanza de rentas y servicios. La rápida recuperación de la economía es uno de los principales factores que ha llevado a Moody's a elevar la deuda soberana brasileña a grado de inversión (véase gráfico 11).

En los dos primeros trimestres de 2009, la actividad en *México* experimentó una importante contracción, con caídas interanuales del -8% y el -10,3%, respectivamente, si bien en tasas intertrimestrales la caída del primer trimestre fue mucho mayor (-5,8%, frente a -1,1% en el segundo trimestre). Además, en el segundo trimestre la actividad se vio afectada por los efectos de la gripe A, que habrían restado un punto porcentual al crecimiento. El peso del ajuste recayó en la demanda interna, que se contrajo un -8,9% y un -11,7% en tasa interanual, en el primer y segundo trimestres, respectivamente, destacando la caída del consumo privado, superior al -9%. La aportación de la demanda externa fue positiva, aunque en un contexto donde tanto las importaciones como las exportaciones registraron notables caídas. Los datos de mayor frecuencia referidos al tercer trimestre del año apuntarían hacia la recuperación de tasas de crecimiento de la actividad trimestrales positivas. La tasa de inflación se ha reducido, aunque en menor medida que en otros países de la región, especialmente si se considera el tamaño de la brecha de producción que se ha originado en los últimos trimestres. Así, la inflación se situó en septiembre en el 4,9%, 0,9 pp por encima del rango máximo del banco central. Además, las expectativas de inflación siguen superando los objetivos establecidos para 2009 y 2010 y las negociaciones salariales estarían por encima del 4%. Entre los factores explicativos de esta resistencia a la baja cabe mencionar la intensa depreciación del peso (un 20% desde octubre), que ha resultado ser más persistente que en otros países y que se ha reflejado en un repunte del precio de las mercancías³; el elevado grado de histéresis en la inflación cuando procede de un *shock* cambiario⁴, y la falta de competencia en algunos mercados. Además, la prevista elevación de impuestos puede implicar un nuevo repunte de las tasas de inflación en los próximos meses. A pesar de esta evolución, relativamente desfavorable (véase gráfico 11), el banco central mantuvo la senda de recortes del tipo de interés oficial hasta la reunión de política monetaria de julio, cuando señaló el final del ciclo de descensos, que han totalizado 375 pb, desde enero de 2009. Respecto al sector externo, en el primer semestre de 2009, la balanza por cuenta corriente registró un déficit inferior en un 40% al del mismo semestre de 2008. La balanza comercial pasó a registrar un saldo positivo en el segundo trimestre de 2009, por el aumento del valor de las exportaciones petroleras. Las cuentas del sector público empeoraron sustancialmente en el primer semestre del año, al pasar de un equilibrio fiscal en 2008 (-0,1% del PIB) a un déficit del -1,7%, el peor dato desde 1990. Sin duda, uno de los retos a los que se enfrenta el país es la consolidación fiscal; el Gobierno ha anunciado dos planes de ahorro en gastos de administración para 2009, equivalentes al 0,7% del PIB, y en el presupuesto de 2010 se apuntan nuevos recortes de gastos y cambios en los impuestos, que, tras su discusión en las Cámaras, probablemente consistirán en subidas de impuestos especiales, del IVA y de las tarifas máximas del impuesto sobre la renta.

En *Argentina*, el PIB en el segundo trimestre de 2009 creció un 0,3% en tasa intertrimestral, tras el 0,1% del primer trimestre. Según estas cifras, la economía argentina solo habría registrado una caída en tasa trimestral en el cuarto trimestre de 2008 (-0,5%), evitando así la situación de recesión técnica. En tasa interanual, la economía registró un descenso del -0,8% en el segundo trimestre, el primero desde 2002, tras el crecimiento del 2% registrado en el primer trimestre. El rasgo más destacable fue el retroceso de la demanda interna, que en tasa inte-

3. Según la encuesta del Banco de México, el 87% de las compañías manifestaba que sus costes habían aumentado por el movimiento cambiario, debido a que una gran proporción de los *inputs* que utilizan, o bien son directamente importados (39%), o bien son bienes comerciables cuyo precio doméstico también se ve afectado por el tipo de cambio. En la misma encuesta se apunta a que el 28% de las empresas afectadas optaron por elevar los precios ante la depreciación del peso, y que, de estas, más del 50% lo hicieron en el primer semestre de 2009. 4. La evidencia histórica apunta a que el retorno a tasas de inflación bajas tras un episodio de depreciación cambiaria fuerte en el país es lento: tras la devaluación del peso en diciembre de 1994, del 35%, frente al dólar, la inflación no regresó a niveles comparables con las tasas previas hasta mayo de 1998, unos 40 meses después, mientras que la devaluación de septiembre de 1976, del 37%, generó tasas de inflación superiores a las previas durante más de 27 meses. No obstante, algunos trabajos recientes demuestran que el *pass through* ha tendido a reducirse [véase Devereaux y Yetman (2003) y, para México, Sidaoui y Ramos Francia (2008)].

ranual cayó un -4,8% en el segundo trimestre. Por componentes, la caída de la inversión alcanzó un 10,7%, y la del consumo privado, un -1,8%. El sector externo tuvo una aportación positiva al crecimiento cercana a los 4,1 pp, frente a los 2 pp del primer trimestre de 2009, al profundizar las importaciones su contracción y recuperarse las exportaciones, en parte porque se beneficiaron de un efecto base positivo. La balanza por cuenta corriente aumentó notablemente su posición superavitaria en el primer semestre de 2009, gracias al mayor superávit comercial, lo que permitió que las reservas no experimentaran un descenso importante pese a que la cuenta financiera presentó un déficit muy superior, ligado a la formación de activos externos. Las salidas de capitales fueron superiores a los 8.600 millones de dólares en el primer semestre de 2009 y han superado los 43.000 millones desde mediados de 2007, aunque los datos más recientes apuntan a que se habrían frenado. La inflación se redujo en línea con la actividad económica (oficialmente, un 6,2% en septiembre), aunque permanece elevada⁵. En un contexto de mayor demanda de pesos en los dos últimos meses, el banco central redujo el tipo de interés de los pases pasivos a siete días en 150 pb entre julio y octubre, hasta el 9,50%, lo que se ha traducido en un importante descenso de los tipos de mercado, y comenzó a recomprar reservas. Por el lado de las cuentas públicas, el superávit primario descendió notablemente en los nueve primeros meses del año, pues los gastos crecieron en mucha mayor medida que los ingresos. También se ha producido un empeoramiento de las cuentas fiscales de las provincias. Esta situación de las cuentas públicas y las dificultades de financiación del Gobierno argentino han llevado a que solo se haya ejecutado una pequeña parte del plan de estímulo fiscal anunciado a finales de 2008. También en el frente fiscal, el Gobierno llevó a cabo otro canje de deuda que tuvo un nivel de aceptación del 76% y que consistió en el cambio de deuda indexada a la inflación por deuda indexada a un tipo de interés de mercado. De acuerdo con los datos ofrecidos por el Gobierno, el canje supone un ahorro de casi 2.000 millones de dólares hasta el año 2012 en el servicio de la deuda, con el coste de un mayor período de amortización. En los últimos meses se percibe un cambio actitud del Gobierno respecto al FMI, en particular respecto a la realización de una revisión del artículo IV, la primera desde 2006, la resolución de los *holdouts* —donde ya se ha anunciado la reapertura del canje de deuda— y el Club de París.

En *Chile*, el PIB se contrajo un 2,3% y un 4,5% interanual, respectivamente, en los dos primeros trimestres de 2009. Sin embargo, aunque el segundo trimestre de 2009 es el cuarto consecutivo con una tasa intertrimestral negativa, estas se han ido moderando, hasta situarse en un -0,4%. La caída de la demanda interna se debió principalmente a la inversión en maquinaria y equipo, aunque el consumo privado también se contrajo. En cambio, la aportación positiva de la demanda externa ascendió a 6,6 pp en el primer semestre de 2009, la mayor entre las economías de la región, como consecuencia de una caída mucho mayor de las importaciones que de las exportaciones. Los datos de mayor frecuencia correspondientes al tercer trimestre apuntarían a que Chile habría salido de la recesión técnica y en tasa intertrimestral presentaría un crecimiento positivo. Respecto al sector externo, la balanza por cuenta corriente pasó a registrar un superávit en el primer trimestre de 2009, que aumentó en el segundo hasta situarse en el 2,9% del PIB. La balanza de rentas fue menos deficitaria, pues la reducción de los precios de los productos mineros afectó a los beneficios devengados por las inversiones extranjeras en ese sector. La inversión extranjera directa en el primer semestre del año ascendió a 6.230 millones de dólares, una caída interanual del 20%, aunque en 2008 alcanzó un máximo histórico. En el primer semestre de 2009 el balance del Gobierno Central registró un déficit equivalente a 2,6% del PIB total de 2009, consecuencia de que los ingresos

5. Tras más de dos años y medio en los que se ha cuestionado la medición de la inflación, el Gobierno está intentando tomar medidas para mejorar la credibilidad del Instituto de Estadística, incluida la creación de dos consejos asesores que evaluarán las cifras y las metodologías del organismo.

reales cayeron un 34,6% en tasa interanual (los ingresos relacionados con el precio del cobre cayeron casi un 90%) y los gastos reales crecieron un 18,1%. Según datos oficiales, en ese primer semestre se habría ejecutado un 58,4% del Plan de Estímulo Fiscal previsto para 2009. Para financiar este Plan, el Gobierno decidió retirar 4.377 millones de dólares del fondo soberano y anunció que el Tesoro emitiría bonos en el mercado local por el equivalente a 1.700 millones de dólares en el segundo semestre de 2009. La inflación siguió cayendo de forma brusca, de tal forma que el IPC en el mes de septiembre se situó en el -1,1% interanual. Esta evolución viene explicada por la abrupta caída de la demanda interna desde finales de 2008, la alta base de comparación del año pasado, el rápido traspaso de los menores precios internacionales y el cambio en la metodología de medición del IPC que el INE implementó a principios de 2009. El banco central siguió reduciendo el tipo de interés oficial (hasta acumular 775 pb desde enero hasta julio) y lo situó en el 0,50%, y anunció algunas medidas con la intención de influir en el nivel de los tipos de interés a largo plazo (véase recuadro 1).

La economía de *Colombia* registró una leve recuperación, al expandirse en tasa intertrimestral un 0,3% y un 0,7% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, aunque en términos interanuales el crecimiento se mantuvo en tasas ligeramente negativas en los dos trimestres (-0,4% y -0,5%, respectivamente). La leve recuperación del PIB en el primer semestre se derivó en parte de la mejora de la demanda externa neta, por la caída de las importaciones, manteniéndose una tónica general de debilidad de la demanda interna, particularmente del consumo privado. Los indicadores de actividad conocidos apuntarían a una persistencia de la debilidad iniciada antes de la crisis financiera global en los inicios del tercer trimestre del año. En este contexto, la inflación se redujo fuertemente desde el 8% a finales de 2008, al 3,2% en septiembre, cuarto mes consecutivo por debajo del intervalo objetivo del banco central ($5\% \pm 0,5\%$). El objetivo de inflación para 2010 se ha modificado a la baja hasta el 3% con un intervalo de $\pm 1\%$. El banco central, que fue el primero de la región en iniciar las bajadas de tipos de interés oficiales en diciembre de 2008, continuó reduciendo los tipos de interés, hasta situarlos en el 4,5% en junio (un descenso acumulado de 550 pb), y los mantuvo en las reuniones posteriores hasta septiembre, cuando realizó inesperadamente un nuevo recorte de 50 pb, hasta el 4%. El déficit de la cuenta corriente se moderó en el primer semestre del año, como consecuencia de la reducción del déficit de rentas y servicios, y fue ampliamente cubierto por las entradas de flujos financieros de largo plazo. Las tensas relaciones con Venezuela plantean riesgos de reducción de exportaciones y probablemente contribuyeron a la fuerte caída de agosto. En el plano fiscal, los ingresos fueron inferiores de lo previsto; en esta circunstancia, el Gobierno ha optado por mantener el gasto y revisar al alza el objetivo de déficit para 2009, hasta el 4% (frente al 3,7% anterior); el del sector público consolidado aumenta del 2,4% al 2,6% del PIB.

La economía de *Perú* estuvo en recesión en la primera mitad del año, como señalan las caídas intertrimestrales del 1,1% y 0,9% en los dos primeros trimestres del año. En términos interanuales, solo el segundo trimestre registró una tasa de variación negativa (de -1,1%, la primera desde el segundo trimestre de 2001), como consecuencia del desplome de la demanda interna (-5,5%), cuyo origen es la caída de la inversión privada. La aportación del sector externo fue positiva (3,7 pp en el primer semestre del año). La balanza por cuenta corriente presentó un superávit del 0,1% del PIB en el segundo trimestre de 2009, tras el déficit registrado en los cinco trimestres anteriores, dado el mayor superávit comercial y el menor déficit en balanza de rentas por los menores beneficios de las empresas mineras transferidos al exterior. El proceso de reducción de la inflación se ha agudizado en los últimos meses, y en los nueve primeros meses de 2009 la inflación acumulada se situó en el -0,08%. Aunque la inflación subyacente ha disminuido, el principal factor explicativo son los precios de los alimentos. En ese contexto, el banco central continuó reduciendo el tipo de interés oficial por un total

acumulado de 525 pb desde febrero hasta agosto, situándolo en el 1,25%. No obstante, la autoridad monetaria ha señalado que no prevé realizar nuevos descensos. En el plano fiscal, en los siete primeros meses del año el sector público no financiero presentó un superávit primario del 1,8% del PIB (5,4% en el mismo período de 2008). Asimismo, la ejecución del plan fiscal anunciado a finales de 2008 va retrasada, porque los Gobiernos regionales no están realizando la inversión pública a los ritmos previstos. Moodys situó en septiembre el *rating* de Perú en revisión al alza para alcanzar el grado de inversión.

La actividad en *Venezuela* registró una contracción del 2,4% interanual en el segundo trimestre de 2009, frente al leve crecimiento del 0,3% en el primer trimestre. Destaca la caída de la demanda interna en el segundo trimestre de 2009, consecuencia especialmente de la contracción del consumo privado y de la inversión. Además, como se observa en el gráfico 11, el sector público ha sido el impulsor del crecimiento en los ocho últimos trimestres. La balanza por cuenta corriente volvió a presentar un superávit en el segundo trimestre del año, gracias al aumento del valor de las exportaciones (donde los productos relacionados con el petróleo supusieron un 94% del total) y la reducción de las importaciones. La inflación se mantiene muy elevada (28,9% en septiembre), en parte como consecuencia de los efectos de la subida del IVA (3 pp en abril). En términos más estructurales, la dificultad para obtener divisas en el mercado regulado explica parte de las tensiones inflacionistas, y la política del Gobierno sigue tratando de orientarse al cierre de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo. La política monetaria se relajó, con sucesivas bajadas de los tipos de interés máximos para créditos y mínimos de depósitos, y encajes legales en moneda nacional, pero esto no se tradujo en aumentos del crédito. En el frente fiscal se advierte cierta restricción, puesto que el gasto público en términos reales se contrajo en mayor medida que los ingresos. Finalmente, en el terreno político el Gobierno reactivó el plan de nacionalizaciones y emitió una serie de leyes que refuerzan el control del sector petrolero, el petroquímico y el siderúrgico, además de concretar la adquisición de la filial del Banco Santander.

23.10.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE MÉXICO (2009). «Impacto del tipo de cambio en la estructura de costos de las empresas y en el proceso de formación de precios», recuadro del *Informe Trimestral sobre la Inflación*, abril-junio.
- DEVEREAUX y YETMAN (2003). *Price setting and Exchange Rate Pass through, theory and evidence*, Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers, n.º 222002.
- HUBBERT, K. (1956), «Energy from Fossil Fuels», *Science*.
- SIDAQUI y RAMOS FRANCIA (2008). «The monetary transmission mechanism in Mexico, recent developments», BIS Papers, n.º 35, pp. 363-394.