

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2010

Introducción

Las economías latinoamericanas abordan el primer semestre de 2010 en un clima de afianzamiento de la recuperación económica, después de que en el año 2009 la región experimentara la mayor caída de la actividad de los últimos treinta años (-2,1%). A pesar de dicha caída, existe la percepción generalizada de que el impacto de la crisis financiera global en América Latina ha sido comparativamente limitado, sobre todo si se tiene en cuenta la proclividad del área a las crisis y la profundidad alcanzada por estas en el pasado. Además, el descenso se explica, en gran parte, por la intensidad de la recesión en México (-6,5%) y, en menor medida, en Venezuela (-3,3%), que sesga a la baja la cifra agregada de la región, mientras que el descenso en la actividad en Brasil y Chile fue relativamente leve, y en el resto de economías (Argentina, Colombia, Perú y Uruguay) el PIB no llegó a retroceder (véase cuadro 1).

A lo largo del pasado año, América Latina experimentó una recuperación paulatina hasta retornar a tasas de crecimiento positivas, del 1,3% interanual en el cuarto trimestre, más de 5 puntos porcentuales (pp) por encima del mínimo registrado en el segundo trimestre, aunque en términos intertrimestrales se observaron crecimientos positivos ya desde ese segundo trimestre. La reactivación se ha asentado sobre dos pilares. Por un lado, el tirón de la demanda externa procedente de las economías asiáticas, que ha beneficiado fundamentalmente a los países exportadores de materias primas de América del Sur, y al que se ha sumado, en los últimos meses, cierta recuperación de otros mercados (como Estados Unidos). Y, por otro, la progresiva recuperación de la demanda interna, apoyada en el efecto expansivo de las políticas aplicadas durante la crisis, que siguieron operando durante todo 2009, aunque también en el buen comportamiento de los mercados laborales, el ciclo de inventarios y la mejora de la confianza. En línea con estos apoyos, los datos más recientes confirman una recuperación relativamente rápida en un numeroso grupo de países (Brasil, Chile, Perú e incluso México), mientras que tan solo Venezuela se mantendría en recesión. Sin duda, el hecho de que la crisis financiera global no se haya traducido en una crisis financiera en la región es un factor clave detrás de esta recuperación.

En consonancia con esta evolución, las perspectivas para 2010 se han revisado al alza en casi todos los países, anticipando una evolución más favorable que la de las economías desarrolladas, aunque no tanto como la de las economías asiáticas. No obstante, cabe matizar que la crisis ha supuesto una pérdida de producto importante en algunos países (véase gráfico 1). Las buenas perspectivas económicas, junto con el mantenimiento de diferenciales de tipos de interés positivos respecto a las economías desarrolladas, han permitido el retorno de los flujos de capital y una mejora generalizada de las condiciones de financiación, acompañada de la reactivación del proceso de acumulación de reservas —ya por encima de los niveles previos— y, en algunos casos, del restablecimiento de controles de capital. En contraste con este panorama general, persisten algunos puntos de vulnerabilidad, como lo muestran la sustancial devaluación del bolívar venezolano en el mes de enero, en un contexto de persistente recesión, o las circunstancias en torno al uso de las reservas internacionales de divisas para el pago de la deuda externa en Argentina.

La inflación en la región ha tendido a repuntar moderadamente desde comienzos de 2010, hacia tasas del 6,5% interanual en marzo, después de un año de descenso continuado hacia tasas cercanas al 5%. El aumento se ha debido en parte a efectos base, a la recuperación de los precios de la energía y de los alimentos (afectados en algunos países por factores climatológicos específicos), y al efecto puntual de subidas de impuestos indirectos y precios admi-

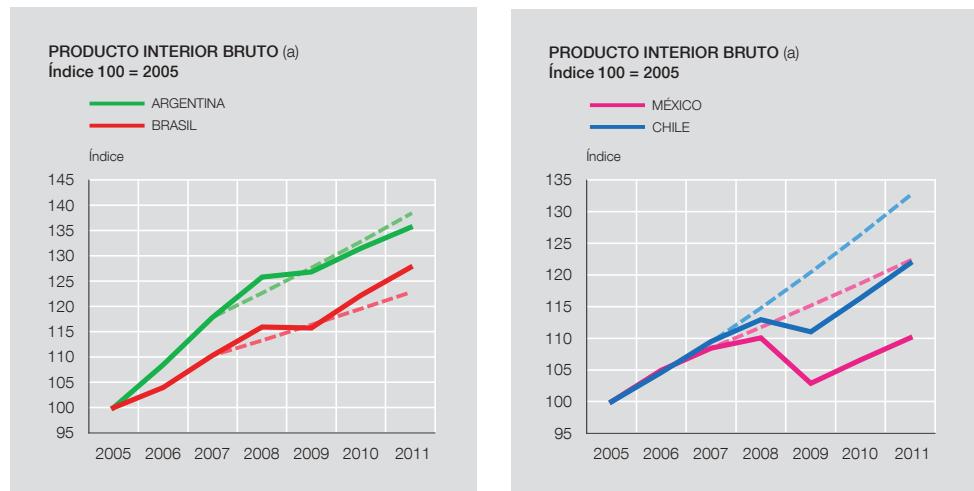
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 |
|---|------|------|------|------|-------|--------|-------|------|-------|--------|-------|------|
| | | | | I TR | II TR | III TR | IV TR | I TR | II TR | III TR | IV TR | |
| PIB (tasa interanual) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) | 5,8 | 4,2 | -2,1 | 5,3 | 5,6 | 5,0 | 0,8 | -2,8 | -4,0 | -2,6 | 1,3 | |
| Argentina | 8,7 | 6,8 | 0,9 | 8,5 | 7,8 | 6,9 | 4,1 | 2,0 | -0,8 | -0,3 | 2,6 | |
| Brasil | 6,1 | 5,1 | -0,2 | 6,3 | 6,5 | 7,1 | 0,8 | -2,1 | -1,6 | -1,2 | 4,3 | |
| México | 3,3 | 1,5 | -6,5 | 2,6 | 3,0 | 1,6 | -1,1 | -7,9 | -10,0 | -6,1 | -2,3 | |
| Chile | 4,6 | 3,7 | -1,5 | 3,7 | 5,1 | 5,2 | 0,7 | -2,1 | -4,5 | -1,4 | 2,1 | |
| Colombia | 7,5 | 2,4 | 0,4 | 4,2 | 3,7 | 2,9 | -1,0 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | 2,5 | |
| Venezuela | 8,1 | 4,8 | -3,3 | 4,9 | 7,2 | 3,8 | 3,5 | 0,5 | -2,6 | -4,6 | -5,8 | |
| Perú | 8,9 | 9,8 | 0,9 | 10,3 | 11,8 | 10,9 | 6,5 | 1,9 | -1,2 | -0,6 | 3,4 | |
| Uruguay | 7,2 | 8,7 | 2,7 | 7,6 | 10,2 | 9,4 | 7,6 | 2,8 | 0,9 | 2,6 | 4,3 | |
| IPC (tasa interanual) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) | 5,4 | 7,8 | 6,4 | 6,6 | 7,7 | 8,5 | 8,5 | 7,6 | 6,7 | 5,9 | 5,4 | 6,5 |
| Argentina | 8,8 | 8,6 | 6,3 | 8,5 | 9,1 | 8,9 | 7,8 | 6,6 | 5,5 | 5,9 | 7,1 | 9,7 |
| Brasil | 3,6 | 5,7 | 4,9 | 4,6 | 5,6 | 6,3 | 6,2 | 5,8 | 5,2 | 4,4 | 4,2 | 5,2 |
| México | 4,0 | 5,1 | 5,3 | 3,9 | 4,9 | 5,5 | 6,2 | 6,2 | 6,0 | 5,1 | 4,0 | 5,0 |
| Chile | 4,4 | 8,7 | 0,4 | 8,0 | 8,9 | 9,3 | 8,6 | 4,8 | 1,8 | -1,9 | -3,0 | 0,3 |
| Colombia | 5,5 | 7,0 | 4,2 | 6,1 | 6,4 | 7,7 | 7,8 | 6,6 | 4,8 | 3,2 | 2,4 | 1,8 |
| Venezuela | 18,8 | 31,4 | 28,6 | 26,3 | 31,0 | 34,6 | 33,4 | 29,5 | 28,2 | 28,7 | 28,1 | 28,2 |
| Perú | 1,8 | 5,8 | 2,9 | 4,8 | 5,5 | 6,1 | 6,6 | 5,6 | 4,0 | 1,9 | 0,4 | 0,8 |
| Uruguay | 8,1 | 7,9 | 7,1 | 7,7 | 7,6 | 7,6 | 8,6 | 8,2 | 6,7 | 7,1 | 6,3 | 7,1 |
| SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) (c) | -0,3 | -0,5 | -2,7 | 0,0 | -0,3 | -0,2 | -0,5 | -1,5 | -2,1 | -3,0 | -2,7 | |
| Argentina | 1,1 | 1,4 | -0,6 | 1,5 | 1,6 | 1,9 | 1,4 | 1,0 | 0,0 | -1,0 | -0,6 | |
| Brasil | -2,6 | -2,0 | -3,2 | -1,6 | -2,2 | -1,8 | -2,0 | -2,8 | -3,1 | -4,1 | -3,2 | |
| México | 0,0 | -0,1 | -2,3 | 0,0 | -0,3 | 0,0 | -0,1 | -1,4 | -1,7 | -2,4 | -2,3 | |
| Chile | 8,6 | 5,0 | -4,6 | 9,2 | 7,2 | 6,1 | 5,0 | 1,3 | -1,5 | -3,9 | -4,6 | |
| Colombia | -2,8 | -1,8 | -4,0 | -2,1 | -2,5 | -2,3 | -1,8 | -2,8 | -3,0 | -3,3 | -4,0 | |
| Venezuela | 3,0 | -1,2 | — | 3,4 | 1,7 | 0,9 | -1,2 | -2,2 | — | — | — | |
| Perú | 1,8 | 2,2 | -2,0 | 2,3 | 3,1 | 2,1 | 2,2 | 1,3 | -0,1 | -0,8 | -2,0 | |
| Uruguay | 0,0 | -1,5 | -1,7 | 1,0 | -0,3 | -1,0 | -1,5 | -2,1 | -2,2 | -2,2 | -1,7 | |
| DEUDA PÚBLICA (% del PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) | 33,8 | 30,8 | 35,8 | 31,7 | 31,6 | 30,4 | 30,8 | 31,2 | 32,8 | 35,5 | 35,8 | |
| Argentina | 52,6 | 44,7 | 47,9 | 52,4 | 50,4 | 45,8 | 44,7 | 41,9 | 44,2 | 46,1 | 48,0 | |
| Brasil | 45,1 | 38,4 | 42,9 | 40,8 | 41,8 | 40,0 | 38,4 | 39,1 | 41,2 | 43,2 | 42,9 | |
| México | 21,0 | 24,5 | 28,2 | 21,0 | 20,7 | 20,8 | 24,5 | 25,4 | 26,7 | 28,4 | 28,2 | |
| Chile | 4,1 | 5,2 | 6,1 | 3,6 | 3,9 | 4,5 | 5,2 | 5,0 | 4,9 | 5,8 | 6,1 | |
| Colombia | 32,9 | 33,4 | 35,5 | 32,6 | 32,6 | 32,8 | 33,4 | 36,8 | 35,2 | 34,0 | 35,5 | |
| Venezuela | 22,7 | 13,2 | — | 20,9 | 13,6 | 12,6 | 13,2 | 11,5 | 15,4 | 17,4 | — | |
| Perú | 29,8 | 24,1 | 26,7 | 27,6 | 25,3 | 23,9 | 24,1 | 24,8 | 26,1 | 26,9 | 26,7 | |
| Uruguay | 68,1 | 52,6 | 68,9 | 65,4 | 63,7 | 57,8 | 52,6 | 56,7 | 60,4 | 66,7 | 68,7 | |
| BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) (b) | 0,7 | -0,5 | -0,1 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | -0,5 | -0,7 | -0,6 | -0,7 | -0,1 | |
| Argentina | 2,8 | 2,2 | 3,7 | 2,8 | 2,2 | 2,8 | 2,2 | 2,1 | 3,3 | 3,6 | 3,7 | |
| Brasil | 0,1 | -1,7 | -1,5 | -0,6 | -1,1 | -1,5 | -1,7 | -1,5 | -1,2 | -1,2 | -1,5 | |
| México | -0,8 | -1,5 | -0,6 | -0,5 | -0,6 | -0,9 | -1,4 | -1,4 | -1,3 | -1,3 | -0,6 | |
| Chile | 4,5 | -1,5 | 2,6 | 3,3 | 2,4 | 0,6 | -1,4 | -2,0 | -1,4 | 0,7 | 2,6 | |
| Colombia | -2,8 | -2,8 | -2,8 | -2,2 | -2,0 | -2,1 | -2,8 | -2,8 | -2,8 | -2,8 | -2,8 | |
| Venezuela | 7,9 | 11,7 | 2,2 | 9,7 | 12,8 | 15,9 | 11,7 | 7,4 | 2,8 | -0,5 | 2,2 | |
| Perú | 1,3 | -3,7 | 0,2 | 0,3 | -1,3 | -2,4 | -3,7 | -3,3 | -1,9 | -0,8 | 0,2 | |
| Uruguay | -0,9 | -4,8 | 0,8 | -1,5 | -4,2 | -4,3 | -4,8 | -3,6 | -1,0 | -0,1 | 0,8 | |
| DEUDA EXTERNA (% del PIB) | | | | | | | | | | | | |
| América Latina (a) (b) | 19,9 | 17,6 | 20,5 | 19,9 | 19,0 | 18,2 | 17,4 | 18,7 | 19,6 | 20,9 | 20,5 | |
| Argentina | 47,8 | 38,3 | 38,4 | 46,6 | 44,6 | 40,6 | 39,2 | 37,4 | 38,2 | 39,3 | 38,4 | |
| Brasil | 14,1 | 12,1 | 12,6 | 14,1 | 13,3 | 12,3 | 11,8 | 12,2 | 13,3 | 14,1 | 12,4 | |
| México | 12,1 | 11,5 | 18,6 | 12,1 | 11,6 | 11,3 | 11,4 | 14,8 | 15,9 | 17,8 | 18,5 | |
| Chile | 34,0 | 38,0 | 44,7 | 33,4 | 35,1 | 37,5 | 37,6 | 40,0 | 42,1 | 45,3 | 45,0 | |
| Colombia | 21,4 | 19,1 | 23,2 | 18,6 | 18,7 | 18,7 | 19,1 | 20,2 | 20,0 | 22,1 | 23,2 | |
| Venezuela | 24,4 | 18,9 | 19,2 | 24,0 | 22,6 | 20,1 | 18,9 | 18,3 | 18,1 | 18,7 | 19,2 | |
| Perú | 30,6 | 27,3 | 28,0 | 31,6 | 30,0 | 28,2 | 27,3 | 27,5 | 28,0 | 28,4 | 28,0 | |
| Uruguay | 51,0 | 38,5 | 44,2 | 48,5 | 44,6 | 40,5 | 38,2 | 39,2 | 40,9 | 45,4 | 44,0 | |

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* y Datastream.

a. Para los años 2010 y 2011, previsiones de *Consensus*. Las líneas discontinuas representan el crecimiento desde 2008, si se hubiera mantenido la tendencia de la media histórica entre 1990 y 2008.

nistrados. En algunos países se aprecian también riesgos al alza, en un contexto de crecimiento más dinámico.

Esta fase de recuperación plantea, en el corto plazo, dos tipos de retos para las autoridades económicas de la región. El primero se refiere al diseño de una salida adecuada de las medidas aplicadas durante la crisis y la readaptación de los marcos de política económica a un entorno de mayor normalidad. En general, los estímulos aplicados en América Latina no han tenido el carácter extraordinario de los aplicados en las economías industrializadas, de forma que la discusión en torno a la salida se centra en el tono que deben adoptar las políticas de corte convencional, es decir, la política monetaria y, en menor medida, la política fiscal, además de la conveniencia o no de mantener los apoyos financieros externos. El impacto limitado de la crisis en América Latina ha llevado a reivindicar el marco de políticas económicas aplicado en muchos países y, en particular, los regímenes de objetivos de inflación, la acumulación de reservas y la flexibilidad controlada de los tipos de cambio, que durante la crisis permitieron reducir los tipos de interés y mitigar la volatilidad cambiaria a través de intervenciones (véase recuadro 1). Un segundo reto para la política económica se refiere a la gestión de las entradas de capitales, con la doble finalidad de evitar la sobrevaloración de activos (y del tipo de cambio) y los efectos negativos de la volatilidad de esos flujos.

Tras la crisis, la región se enfrenta también a otros retos de más largo plazo. Por un lado, las perspectivas de crecimiento en muchos países se verán afectadas negativamente por el menor crecimiento esperado en Estados Unidos (aunque, en parte, compensado por la diversificación comercial hacia Asia) y por un posible encarecimiento del capital, una vez que se normalicen las condiciones monetarias en los países industrializados. Además, no se puede olvidar que América Latina sigue muy rezagada en cuanto al nivel y crecimiento de la productividad, en relación con otras áreas emergentes. Todo ello refuerza la necesidad de impulsar las reformas estructurales que tras los años de bonanza, primero, y los de crisis, después, quedaron en un segundo plano. En el ámbito multilateral, cobra plena vigencia el debate sobre el papel de las instituciones financieras internacionales en la prevención de crisis y, en particular, sobre si pueden o no proporcionar eficazmente instrumentos que sustituyan, aunque sea parcialmente, al autoaseguramiento a través de la acumulación de reservas, que a raíz de la crisis parece haber incrementado su atractivo.

Los objetivos de inflación (OI) son un esquema de política monetaria adoptado cada vez por un mayor número de países, 27 en la actualidad, de los cuales 19 son emergentes². En América Latina, las principales economías, salvo Argentina y Venezuela, mantienen un esquema de OI, adoptado desde 1999.

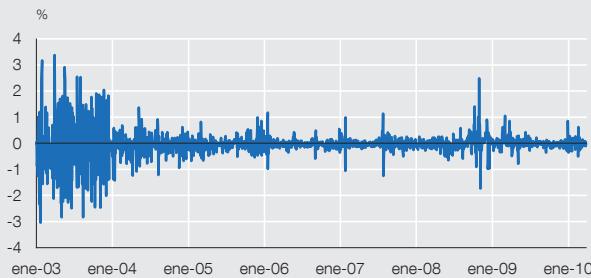
El esquema de OI supuso en estas economías sustituir, en general, el ancla externa proporcionada por el tipo de cambio por un ancla

1. Basado en J. C. Berganza y C. Broto (2010), «Inflation targeting and exchange rate volatility in emerging countries: Credibility vs. flexibility», mimeo. 2. Véanse International Monetary Fund (2005), «Does inflation targeting work in emerging markets?», en IMF, *World Economic Outlook*, septiembre, cap. IV, y J. S. Little y T. F. Romano (2009), *Inflation targeting – Central Bank Practice Overseas*, Public Policy Briefs, n.º 08-1, Federal Reserve Bank of Boston.

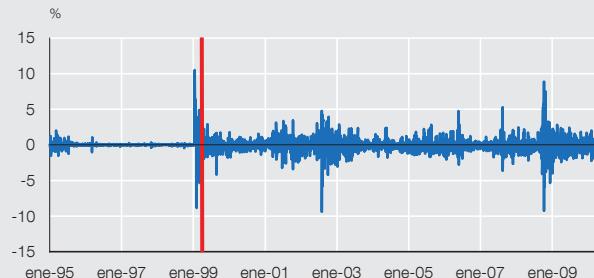
interna, basada en la credibilidad e independencia de las políticas monetarias. Esta credibilidad debería favorecer el anclaje de las expectativas de inflación, así como su reducción. En principio, la libre flotación del tipo de cambio nominal es una de las condiciones teóricas para el buen funcionamiento de este tipo de regímenes, ya que, en un contexto de movilidad de flujos de capitales, una política monetaria independiente no puede conjugarse con un tipo de cambio fijo o vinculado a otra moneda mediante intervenciones cambia-
rias (lo que se conoce habitualmente como «trinidad imposible»). Por este motivo, algunos autores argumentan que uno de los costes de la adopción de un OI es precisamente el incremento de la volatilidad de los tipos de cambio, lo que puede tener efectos negativos, que son particularmente relevantes para las economías emergentes, dadas sus mayores vulnerabilidades reales y financieras.

VARIACIÓN PORCENTUAL DIARIA DEL TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

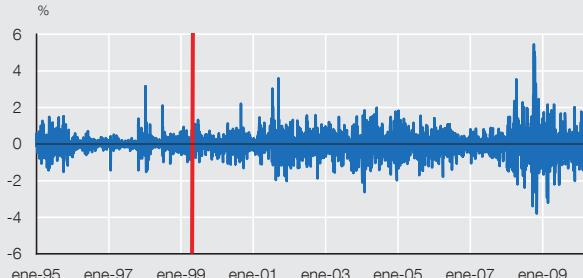
PESO ARGENTINO



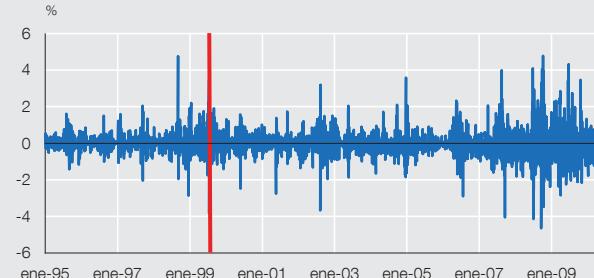
REAL BRASILEÑO



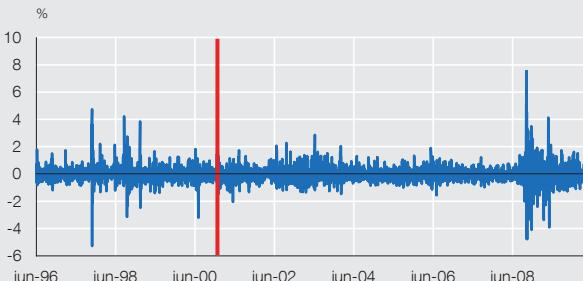
PESO CHILENO



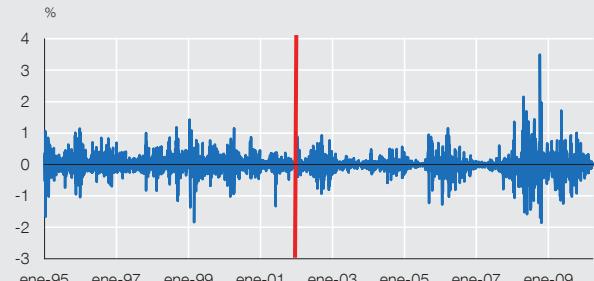
PESO COLOMBIANO



PESO MEXICANO



SOL PERUANO



FUENTES: Datastream, FMI (2005) y Banco de España.

De ahí que en las economías emergentes se suele observar lo que Calvo y Reinhart (2002)³ han denominado «miedo a flotar». De este modo, a pesar de las reservas teóricas al respecto, la mayoría de las economías emergentes con OI suelen llevar a cabo una gestión activa del tipo de cambio, para mitigar su volatilidad o, incluso, los movimientos de medio plazo, lo que se traduce en intervenciones en los mercados cambiarios. Este modo ecléctico de aplicar el esquema de política monetaria, que se ha denominado «OI flexible» generó un cierto debate sobre la validez y viabilidad de este tipo de esquemas frente a los llamados «OI puros», donde el tipo de cambio no entra en la función de reacción de los bancos centrales.

La literatura desarrollada en torno a esta cuestión está dividida en cuanto a si los OI (flexibles o no) han sido fundamentales en la reducción de la inflación observada en las economías emergentes en los últimos años, aunque hay un sesgo hacia una posición favorable [véase Mishkin y Schmidt-Hebbel (2006)]⁴. Sin embargo, la relación entre los OI y la volatilidad del tipo de cambio en economías emergentes y, más en particular, en América Latina apenas ha sido estudiada en la literatura, y no en los dos últimos años de crisis. En este contexto, la crisis económica y financiera iniciada en el verano de 2007 constituye un experimento natural muy interesante para examinar esta cuestión, que, además, puede ser útil para extraer algunas lecciones de política económica en un momento de debate sobre el papel de la política monetaria para promover la estabilidad financiera.

A modo de ilustración, el gráfico adjunto representa la variación porcentual (rendimiento) diaria del tipo de cambio nominal frente al dólar de los cinco países de la región que tienen OI, junto con la fecha de adopción del objetivo formal, así como la variación (rendimiento) correspondiente a Argentina, cuya moneda se vio muy influida en los primeros meses de la muestra por el efecto de la crisis de 2001. El gráfico muestra que en todos los países de la región con OI la volatilidad de su tipo de cambio con el dólar ha aumentado durante el período de crisis actual, cuyo inicio se fecha en el tercer trimestre de 2007, aunque el incremento de la inestabilidad cambiaria también se registró en países sin OI, como Argentina. También se puede observar que, salvo en el caso de Brasil, no es evidente la relación entre la adopción del OI y la volatilidad del tipo de cambio e, incluso en este caso, el resultado está sesgado por el régimen de tipo de cambio fijo previo.

Para analizar si la volatilidad del tipo de cambio fue significativamente diferente en países que mantienen un esquema de OI es

necesario un análisis más riguroso mediante una estimación econométrica. Por ello, se ha empleado un modelo de datos de panel que analiza la relación entre la volatilidad del tipo de cambio, la adopción de OI y las intervenciones en los mercados cambiarios para una muestra de países emergentes con y sin OI, con un foco especial en el período de crisis⁵. Además, se estudia el papel de las intervenciones en los mercados cambiarios para ver si su efecto sobre la volatilidad del tipo de cambio es distinto en los países con OI.

Del trabajo empírico se pueden extraer dos conclusiones principales para América Latina. En primer lugar, y en línea con el resto de economías emergentes, el seguimiento de un esquema de OI parece implicar una volatilidad del tipo de cambio significativamente mayor que en países que no han adoptado este mecanismo de política en todo el período analizado. La segunda conclusión es que, aunque esta mayor volatilidad del tipo de cambio para los países de la región que siguen OI se mantiene tras el estallido de la crisis, solamente para este grupo de países de la región las intervenciones en los mercados cambiarios han resultado efectivas a la hora de atenuar el incremento de la volatilidad del tipo de cambio. En cambio, en aquellos países que no tienen OI las intervenciones cambiarias no parecen haber tenido un efecto significativo sobre la volatilidad del tipo de cambio.

Estos resultados parecen respaldar el comportamiento de los regímenes de objetivos de inflación flexible en América Latina, sugiriendo incluso que la intervención cambiaria en períodos de particular estrés financiero puede ser más efectiva en mitigar la volatilidad del tipo de cambio que otros esquemas de política monetaria. Queda por constatar que estos episodios de fuertes intervenciones en los mercados cambiarios no han menoscabado la credibilidad de los bancos centrales, si bien, tal como se analiza en el texto principal, no se ha observado un desanclaje de las expectativas de inflación en estos países.

5. Se estudia una muestra que comprende los 18 países emergentes que, según el FMI, han adoptado OI formales y un grupo de control de 15 países que no han adoptado este mecanismo de política monetaria (de este grupo de control se excluyen países formalmente dolarizados o con tipo de cambio fijo). En este grupo de control aparecen los siguientes países latinoamericanos: Argentina, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica y Uruguay. Se analiza el período de 1995 a finales de 2009, así como la submuestra anterior y posterior al desencadenamiento de la crisis financiera que se fecha en el tercer trimestre de 2007. La variable que aproxima la volatilidad del tipo de cambio se calcula a partir de la volatilidad trimestral de los rendimientos diarios del tipo de cambio bilateral con el dólar. En las regresiones se añaden una serie de variables de control como la apertura comercial, la balanza de la cuenta corriente sobre PIB, el PIB per cápita y algunas medidas de volatilidad de variables financieras que aproximen factores de volatilidad global.

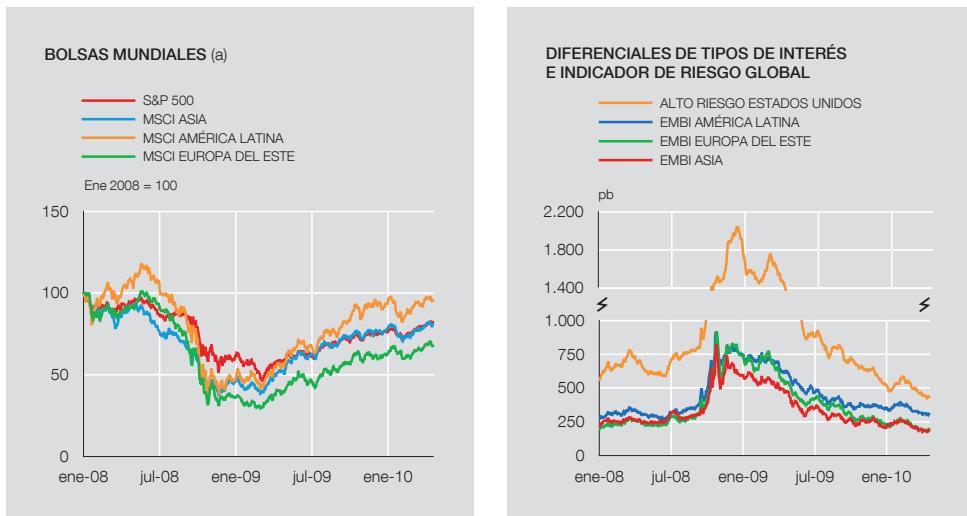
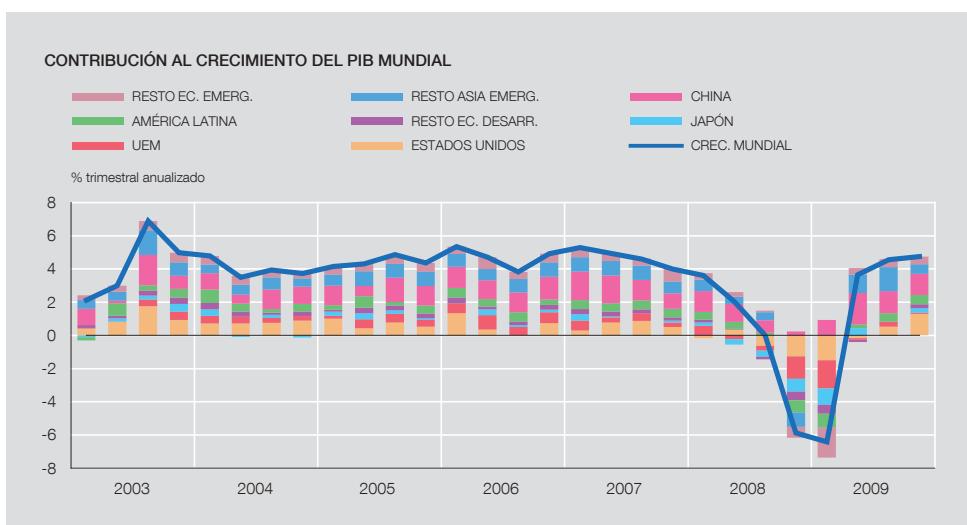
3. Véase G. Calvo y C. Reinhart (2002), «Fear of Floating», *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), pp. 379-408. 4. Véase F. Mishkin y K. Schmidt-Hebbel (2006), *Does It Make a Difference?*, Documento de Trabajo n.º 404, Banco Central de Chile.

Desde mediados de 2009, la economía mundial creció a un ritmo superior al esperado, no lejos del crecimiento promedio de los años anteriores a la crisis —en el entorno del 4,5% trimestral anualizado—, sostenida por las medidas de apoyo público, la progresiva mejora de la confianza y el gradual restablecimiento de los flujos comerciales y financieros. No obstante, la fase de recuperación no se está extendiendo por igual a los diferentes países y áreas, estando muy sesgada hacia Asia. Esta región supuso más de tres cuartas partes del crecimiento mundial en la segunda mitad de 2009, siendo la única zona del mundo que creció en el conjunto de 2009 (véase gráfico 2). En el ámbito de las economías latinoamericanas, este sesgo asiático del crecimiento tendió a favorecer a aquellos países de América del Sur con mayor interrelación comercial con esta área del mundo. En cambio, perjudicó en términos relativos a países como México, más integrado comercialmente con Estados Unidos. Con todo, la recuperación de esta economía desde el cuarto trimestre de 2009 (cuando alcanzó un crecimiento del 5,6% en tasa trimestral anualizada) proporcionó también un impulso externo importante a la economía mexicana. Europa y Japón, por su parte, registraron tasas de crecimiento algo más moderadas que Estados Unidos a finales de 2009, mientras que Europa del Este experimentaba una caída de la actividad superior a la de América Latina, en el conjunto del año, lastrada por el ajuste del sobreendeudamiento del sector privado.

Los mercados financieros internacionales continuaron evolucionando favorablemente durante los últimos seis meses, si bien su comportamiento no ha estado exento de episodios de inestabilidad, sobre todo a comienzos de 2010, cuando se acentuaron las incertidumbres en torno a la situación fiscal de algunos países europeos. Este episodio resulta indicativo de los riesgos existentes a pesar de la recuperación, y pone de manifiesto las dificultades que pueden surgir en la retirada de los distintos estímulos monetarios, financieros y fiscales. Por ello, es posible que regiones relativamente integradas en los mercados internacionales en lo comercial y financiero, como las latinoamericanas, puedan verse afectadas por el ritmo y el modo en que se desarrollen dichas estrategias de salida.

En la segunda parte de 2009 y el comienzo de 2010, los principales bancos centrales mantuvieron sus tipos de interés oficiales en niveles cercanos a cero, si bien fueron retirando progresivamente las facilidades de provisión de liquidez de carácter extraordinario. Los tipos de interés a largo plazo aumentaron hasta el entorno del 3,9% en Estados Unidos, unos 40 puntos básicos (pb) en los seis últimos meses, lo que se puede interpretar, por un lado, como un movimiento de normalización frente a la fuerte huida de los inversores hacia activos seguros durante la crisis y, por otro lado, como respuesta al importante incremento en el volumen de emisiones soberanas que se está produciendo, ante los crecientes niveles de endeudamiento público. En cuanto a los mercados cambiarios, la mejora de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y la incertidumbre asociada a la posición fiscal de algunas economías europeas determinaron una apreciación del dólar frente al euro en los últimos meses, en torno al 13%.

Los mercados emergentes evolucionaron, en gran medida, en línea con los mercados globales, beneficiándose hasta el mes de enero de la recuperación del apetito por el riesgo, aunque no fueron inmunes a los episodios de inestabilidad. Los diferenciales soberanos, aproximados por el EMBI+, disminuyeron unos 85 pb, hasta el entorno de los 255 pb, lo que supone niveles mínimos desde mayo de 2008. Por tanto, la subida de los tipos a largo en Estados Unidos no implicó un encarecimiento directo de la financiación en las economías emergentes, donde los diferenciales soberanos descendieron más, compensando por completo dicho aumento. Por regiones, los EMBI de América Latina, Europa del Este y Asia descendieron prácticamente en paralelo, aunque en Europa del Este la evolución fue marginalmente más favorable (una caída de unos 90 pb), tras las severas dificultades en el año



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Índices en dólares.

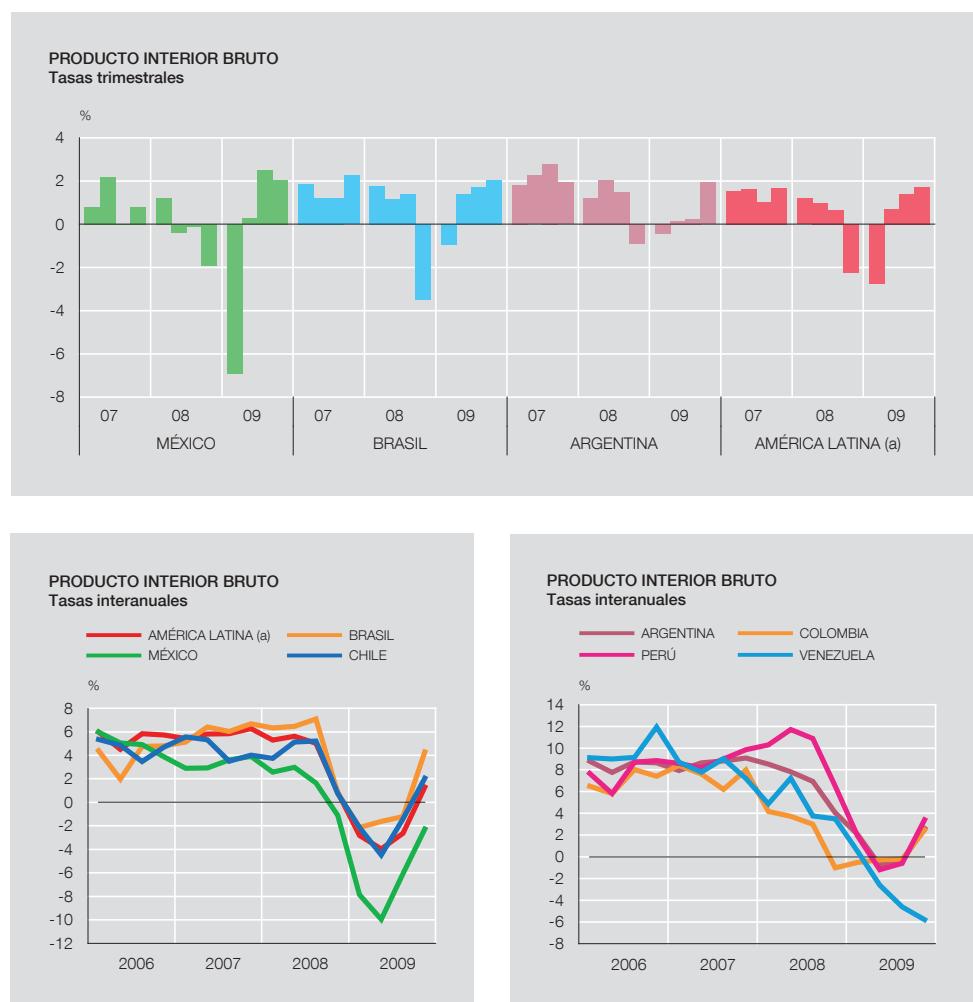
anterior. Las bolsas, aproximadas por los índices MSCI en dólares, también registraron ganancias similares a las de las economías desarrolladas (en torno a un 6%, en los últimos seis meses). Tanto el índice latinoamericano como el asiático se encuentran cerca de los máximos de 2008, previos a la crisis, mientras que el de Europa del Este se sitúa aún por debajo. A pesar del fortalecimiento del dólar frente a otras divisas principales (euro, libra, yen), muchas divisas emergentes —con la notable excepción del renminbi chino— tendieron a su vez a apreciarse frente a la divisa estadounidense.

Actividad y demanda

Los incipientes signos de recuperación de la actividad que se observaron en América Latina a partir del segundo trimestre se confirmaron y se generalizaron al conjunto de la región durante el segundo semestre de 2009, con la excepción de Venezuela. En tasas trimestrales, la actividad repuntó un 1,5% en el tercer trimestre y un 1,7% en el cuarto, ritmos suficientes como para permitir un retorno del crecimiento en tasa interanual a final de año (del 1,3%), desde el mínimo del -4% del segundo trimestre (véase gráfico 3). Con todo, en el conjunto de 2009 se produjo una importante caída de la actividad, del 2,1%, de la que México explica casi el 90%.

PIB LATINOAMERICANO
Tasas de variación trimestrales e interanuales

GRÁFICO 3



FUENTE: Estadísticas nacionales.

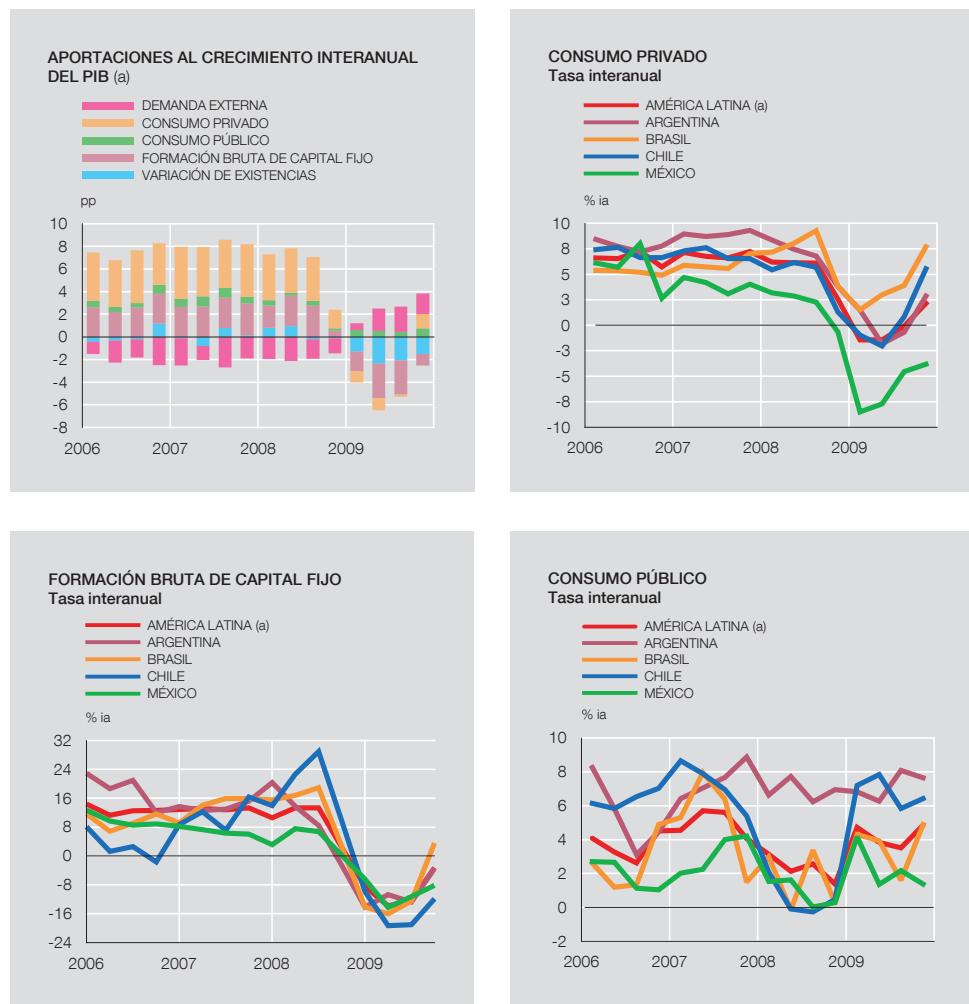
a. Agregado de las siete principales economías.

Por componentes de demanda, el descenso del PIB en el área se debió principalmente a una caída del 10,5% de la formación bruta de capital y, en menor medida, al descenso del consumo privado (-0,3%). La demanda externa, en cambio, contribuyó positivamente al crecimiento —por el desplome de las importaciones y, en menor medida, de las exportaciones—, mientras que el consumo público (4,6%) fue el único componente de la demanda interna que creció en 2009.

A partir del cuarto trimestre la recuperación tomó impulso, mostrándose particularmente robusta en Brasil (4,3% interanual) y Perú (3,4%), seguidos de Chile, Colombia y Argentina (en torno al 2%). Por el contrario, México y Venezuela se habrían mantenido a finales de año en tasas negativas de crecimiento interanual, si bien las tasas intertrimestrales (recogidas en el gráfico 3) muestran a México creciendo a ritmos similares a los de Brasil en los dos últimos trimestres del año pasado. En términos de composición, aunque en el cuarto trimestre la demanda externa supuso la principal contribución al crecimiento, en términos interanuales la demanda interna redujo de forma importante su aportación negativa, ya que tanto el consumo privado como el público contribuyeron positivamente al crecimiento, mientras que la formación bruta de capital y los inventarios redujeron su intensa contracción de trimestres previos (véase gráfico 4). Todo ello apunta a un cambio en la composición del crecimiento hacia la

CONSUMO PRIVADO, CONSUMO PÚBLICO E INVERSIÓN
Tasa interanual y puntos porcentuales

GRÁFICO 4



FUENTE: Estadísticas nacionales.

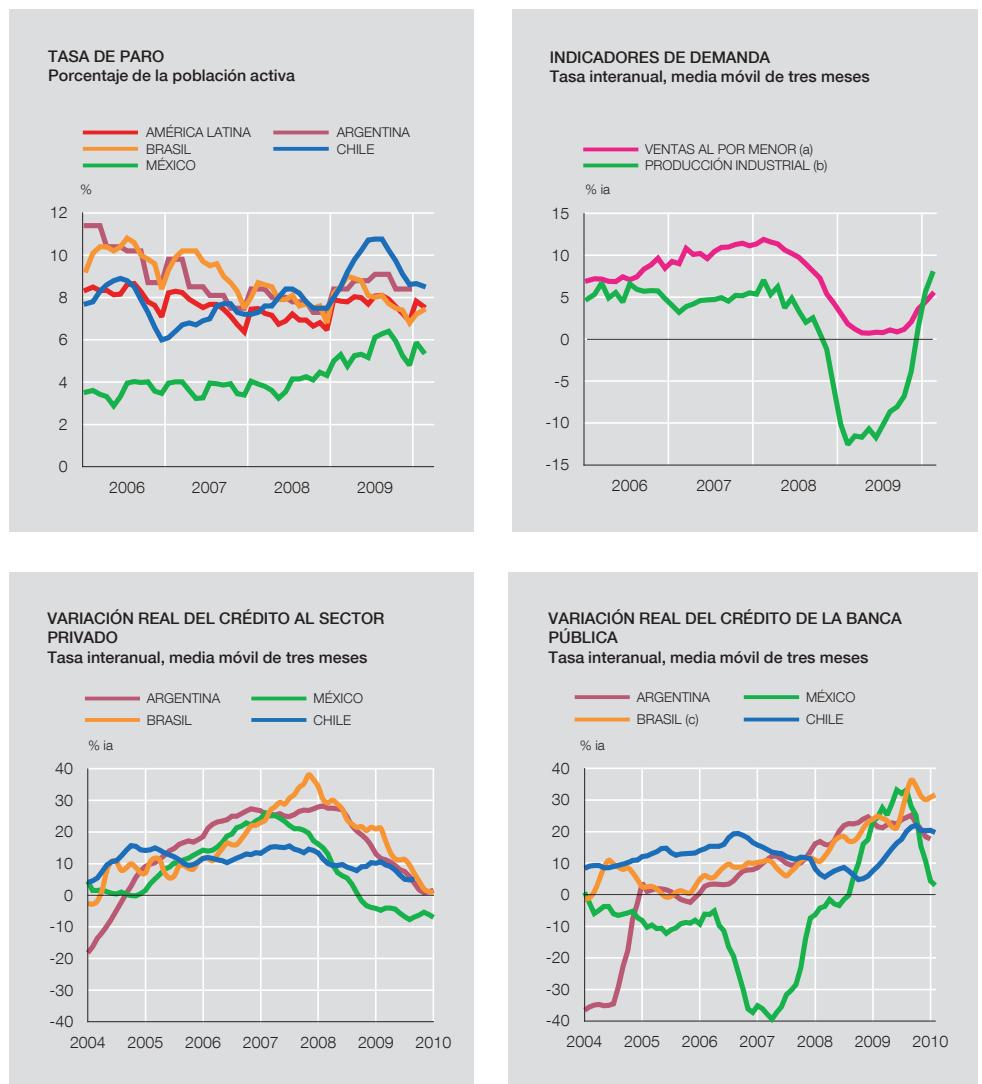
a. Siete mayores economías.

demanda interna, que resulta más evidente en las tasas intertrimestrales, donde el signo de las aportaciones ya ha cambiado.

El consumo privado recuperó tasas de crecimiento positivas (2% interanual en el cuarto trimestre), recuperación que fue, además, relativamente generalizada por países (con las excepciones de México, Colombia y Venezuela), si bien las diferentes condiciones de financiación y de los mercados laborales explican algunas divergencias. En particular, la relativa resistencia del mercado laboral en el conjunto de la región, donde la tasa de paro aumentó relativamente poco durante la crisis (unos 2 pp) y se estabilizó en torno al 8% de la población activa, y la aportación de la banca pública al sostenimiento del crédito al sector privado en algunos países (sobre todo en Brasil, donde mantiene una importante cuota de mercado, pero también en Chile y Argentina) sirvieron como soporte al consumo privado. En este sentido, aunque no se observa aún una nítida recuperación del crédito, este ha tendido a estabilizarse en los últimos meses tras la fuerte desaceleración registrada en 2008 y 2009 (véase gráfico 5); de no ser por el papel de la banca pública, el crédito al sector privado, medido en términos reales, estaría cayendo probablemente en muchos países. El crecimiento del consumo privado ha sido particularmente significativo en Brasil (un 7,7% interanual en el cuarto trimestre), impulsado por la resistencia del empleo ante la

INDICADORES DE EMPLEO, DEMANDA Y CRÉDITO
Media móvil de tres meses de la tasa interanual y porcentaje

GRÁFICO 5



FUENTE: Estadísticas nacionales.

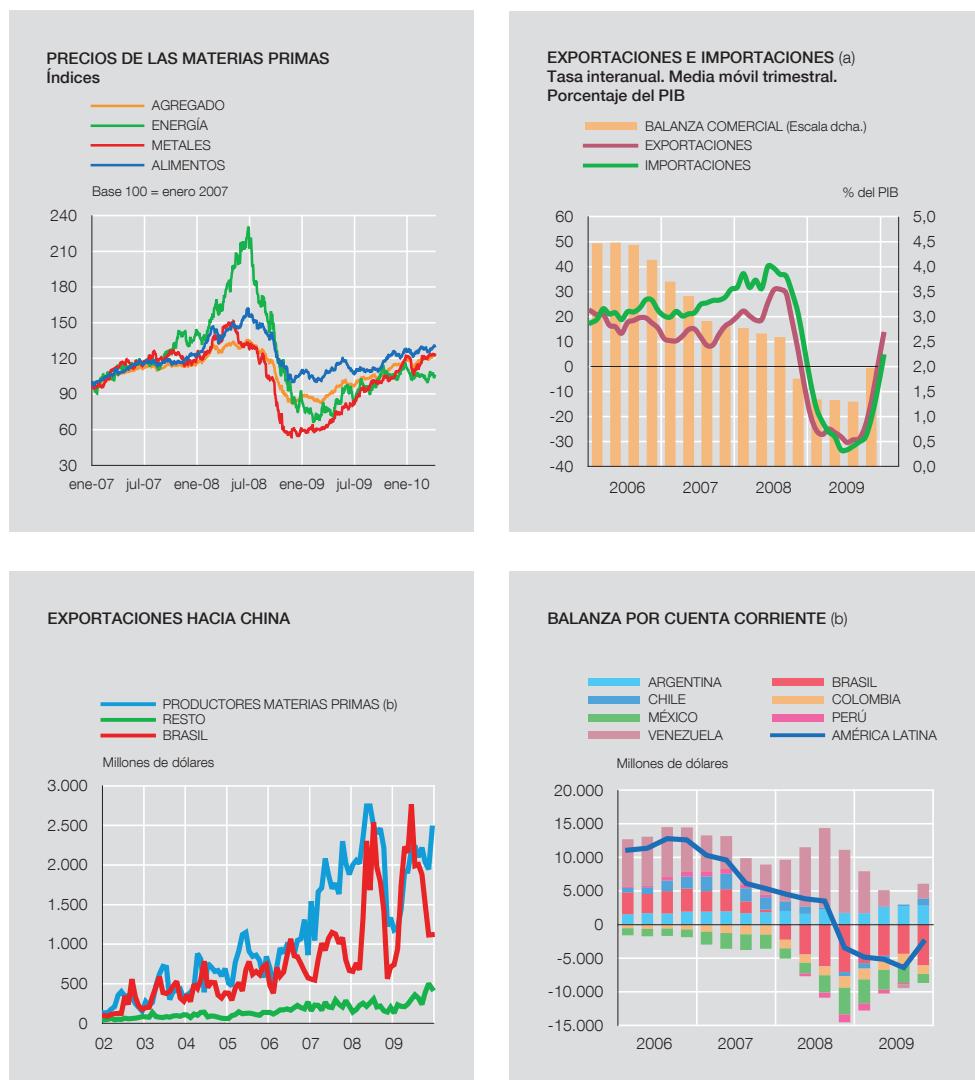
- a. Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
b. Ocho mayores economías.
c. A través de BNDES.

crisis (la tasa de paro cerró el año en un 6,8% en diciembre, mínimo histórico a pesar de la recesión) y por la mejora de las condiciones de financiación, apoyadas en la banca pública y el descenso de los costes de financiación en los mercados. En el extremo opuesto, el consumo privado cayó un 6,8% interanual en Venezuela, a lo que contribuyó el limitado acceso a la financiación en dólares de las empresas y la depreciación del tipo de cambio paralelo del bolívar. En México, el consumo privado cayó un 3,8% en el cuarto trimestre, por la debilidad del mercado de trabajo, por la continuada contracción del crédito al consumo (-20% interanual) y, de modo destacado, por el descenso de las remesas (que se sitúan en el mínimo de los seis últimos años).

Sin embargo, quizá el aspecto más notable de la evolución reciente de las cuentas nacionales haya sido la reactivación de la inversión. Después de haberse estabilizado en tasas negativas de dos dígitos en el segundo y tercer trimestres, la formación bruta de capital ha mostrado una cierta recuperación, terminando el año en tasas interanuales negativas mucho más mo-

CUENTAS EXTERIORES Y DETERMINANTES
Tasas de variación interanual, índices y miles de millones de dólares

GRÁFICO 6



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

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

deradas, en torno al -3%, aunque en algunos países, como Brasil, son ya positivas. En este sentido, factores como la recuperación de los precios de las materias primas (un 35% desde los mínimos de diciembre de 2008, aunque se sitúan todavía un 25% por debajo de los máximos), del comercio mundial, y los flujos de financiación exterior han contribuido a mejorar las perspectivas para la inversión e incluso a desbloquear planes que se vieron interrumpidos por la crisis. Por otra parte, el consumo público siguió creciendo en el cuarto trimestre (4,3% interanual), alcanzando tasas especialmente elevadas en Argentina y Chile.

Desde el punto de vista del sector exterior, el hecho más destacado ha sido el retorno a un superávit comercial, hasta el 2% del PIB de la región en 2009 (véase gráfico 6). El superávit comercial fue récord en 2009 en Argentina y Colombia y se mantuvo en Brasil; en México, el déficit se redujo. En Venezuela se redujo sustancialmente el superávit comercial del año, aunque la recuperación de los precios del petróleo contribuyó a cierta mejoría en los últimos trimestres. Tanto importaciones como exportaciones llegaron a caer en valor a tasas interanuales cercanas al -30% a mediados de 2009, y seguían manteniendo tasas negativas a finales de

ese año. No obstante, a comienzos de 2010 se ha observado en el conjunto de la región una apreciable recuperación de las exportaciones, hacia tasas de crecimiento del 10%, superior a la de las importaciones y en línea con la evolución de la demanda mundial. La recuperación de las exportaciones fue especialmente dinámica en los países exportadores de materias primas de América del Sur (Argentina, Chile y Perú), en los que las exportaciones a China (particularmente de metales y productos agrarios) suponen más de un 12% del total. En cambio, en México, aunque el sector exterior contribuyó positivamente al crecimiento, la demanda externa solo comenzó a reactivarse hacia el último trimestre del año, con la recuperación de la economía americana con la que está muy integrado. En este contexto, la balanza por cuenta corriente se ha mantenido prácticamente en equilibrio ($-0,1\%$ del PIB en 2009), aunque con importantes diferencias por países. Así, el déficit corriente tendió a ampliarse en Brasil en el segundo semestre, hasta un $-1,5\%$, ante el deterioro de las balanzas de rentas y servicios. México y Colombia registraron también déficit por cuenta corriente a finales de 2009 ($-0,6\%$ y $-2,8\%$, respectivamente), mientras que Argentina, Chile, Perú y Venezuela han mantenido superávit (que en este último país se ha reducido significativamente).

Finalmente, los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que el dinamismo de la economía se habría intensificado, o al menos, mantenido, a comienzos de 2010. La producción industrial se ha recuperado hacia tasas superiores al 5% interanual, similares a las registradas en el período 2006-2008, antes de la crisis, y han aumentado la utilización de la capacidad, los indicadores de confianza y las ventas al por menor.

Mercados financieros y financiación exterior

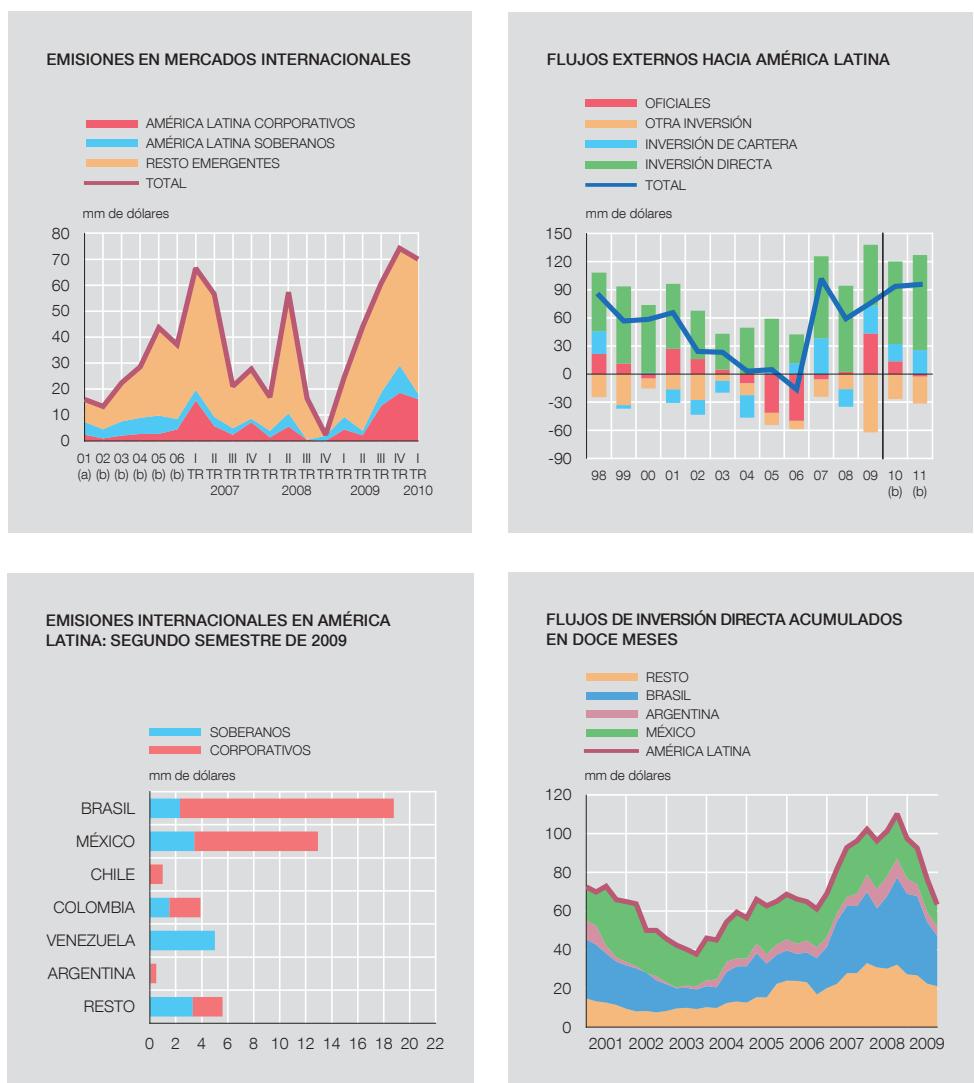
Los mercados financieros en América Latina consolidaron durante los seis últimos meses la recuperación iniciada en el mes de marzo de 2009, aunque fueron afectados de modo transitorio por los episodios de volatilidad global que tuvieron lugar primero en diciembre, con la renegociación de la deuda de un fondo de Dubai, y posteriormente, a comienzos de 2010, con el aumento de la percepción de riesgo soberano en algunos países de Europa, en particular, Grecia. Asimismo, se produjeron también episodios de inestabilidad específicos en algunos países de la región (concretamente, Venezuela y Argentina), que se tradujeron en una mayor volatilidad de los precios de los activos en estos mercados.

En este contexto, los flujos de capital se recuperaron con fuerza a finales de 2009, al igual que lo hicieron las emisiones en mercados internacionales tanto privadas como públicas (46 mm de dólares, el cuádruple que en la primera mitad de año). Sin embargo, en el conjunto del año los flujos netos de capital privado (41 mm de dólares, según el FMI) fueron inferiores a los de 2008 (véase gráfico 7), ya que el resurgimiento de los flujos oficiales maquilló la cifra total. La inversión extranjera directa siguió siendo el principal flujo de capital hacia la región (en torno a los 70 mm de dólares), aunque se desaceleró marcadamente (véase recuadro 2), mientras que las entradas de flujos de cartera volvieron a terreno positivo en 2009, tras la caída del año anterior. Por último, los flujos bancarios (incluidos en «otros flujos», en el gráfico 7) registraron una caída cercana a los 60 mm de dólares, mayor que el año anterior.

Los tipos de cambio de las principales divisas latinoamericanas mantuvieron en general una tendencia a la apreciación, si bien esta fue mucho menos pronunciada que la experimentada de marzo a septiembre del año pasado (véase gráfico 8). El real brasileño, el peso chileno y el peso colombiano se situaron en este período en niveles relativamente apreciados, solo en torno a un 10% inferiores a los máximos alcanzados a comienzos de 2008, antes de que la crisis se extendiera a las economías emergentes. La tendencia a la apreciación fue especialmente intensa hacia el mes de octubre, lo que fue contrarrestado por fuertes compras de reservas por parte de los bancos centrales, junto con la aplicación de medidas de corte prudencial y algunos controles de capital (véase cuadro 2). Entre ellos, particularmente rese-

FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS Y FINANCIACIÓN
Miles de millones de dólares y porcentaje

GRÁFICO 7



FUENTES: JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

a. Promedio trimestral.

b. Previsiones WEO (abril 2010) para 2010-2011.

ñable fue la reintroducción del impuesto sobre transacciones financieras con el exterior del 2% por parte de Brasil (IOF, por sus siglas en portugués), que se reveló efectivo, por lo menos en el corto plazo, a la hora de moderar los influjos de capital y estabilizar el tipo de cambio. En Perú también se reintrodujeron algunos encajes para las operaciones en divisas, ante la tendencia a la apreciación del sol. Por su parte, el peso mexicano se apreció en torno a un 10% en los seis últimos meses, la mayor apreciación en la región, posiblemente relacionada con la recuperación del dólar y la mejora de las perspectivas de crecimiento en América del Norte, aunque se sitúa aún relativamente depreciado respecto a los niveles previos a la crisis. En Argentina, el peso se mantuvo estable la mayor parte del período, registrando cierta tendencia a la depreciación a partir de final de año, en un contexto de renovadas salidas de capital relacionadas con factores de inestabilidad institucional (en particular, los asociados al uso de las reservas internacionales para amortizar deuda, que llevó a la dimisión del gobernador del banco central), que también afectaron al resto de variables financieras en ese país. Finalmente, a principios de enero el bolívar venezolano se devaluó un 50% y se estableció un nuevo sistema con dos tipos de cambio oficiales.

En este recuadro se describe la evolución reciente de los flujos de inversión de España en América Latina¹, poniendo especial énfasis en el comportamiento de la inversión directa (IED) como principal flujo de financiación a la región. Para ello, se utilizan los datos del Banco de España de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional (PII) desde 1999 hasta el último período publicado². En todos los casos, se analizan los datos de IED activa neta, es decir, las inversiones de residentes en el exterior menos las desinversiones.

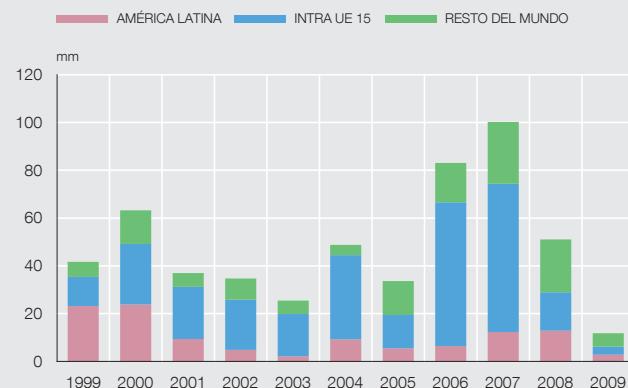
En los dos últimos años han tenido lugar importantes cambios tanto en términos de volumen como de composición en los flujos de inversión directa de España en el exterior, en paralelo con la reduc-

1. A lo largo del recuadro, salvo otra especificación, se utilizará el agregado de las siete economías más importantes de la región (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela), que supusieron el 88% de la inversión directa de España en América Latina en 2009. 2. En el caso de la balanza de pagos hasta diciembre de 2009 y para los datos de la PII hasta el cuarto trimestre de 2009. La desagregación geográfica para los años 2007-2009 es aún una estimación preliminar. Una revisión de los datos será publicada en la *Monografía Anual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional, 2009*, en el próximo mes de junio.

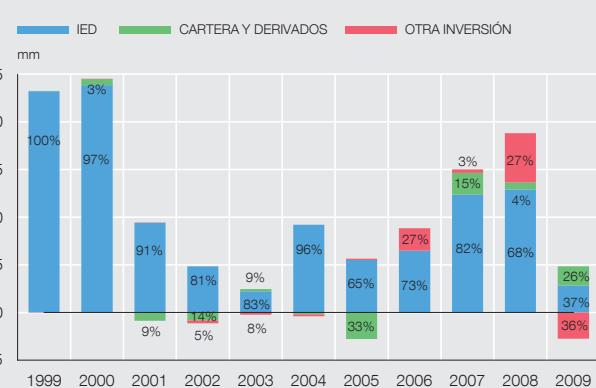
ción observada en los flujos de IED globales, a los que América Latina no ha sido ajena. La inversión directa de España en el exterior alcanzó un máximo en el año 2007, superando los 100 mm de euros. Sin embargo, durante 2008 y 2009 se produjo, en el contexto de la crisis financiera internacional, un marcado descenso de estos flujos, de prácticamente un 70%, tomando el promedio de los dos años respecto al máximo alcanzado en 2007, hasta situarse ligeramente por debajo de la media de la última década (31 mm de euros). Esta caída es consecuencia fundamentalmente de una disminución de la inversión dentro de la Unión Europea y, en menor medida, de la inversión al resto del mundo, como se observa en el gráfico 1. Las principales causas de esta evolución reciente son comunes, en gran medida, a la mayoría de los países: las restricciones de financiación en los mercados internacionales ya patentes desde el verano de 2007, el elevado endeudamiento de las sociedades no financieras, el agravamiento de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008, y el proceso de ajuste de la economía española.

En cambio, en contraste con la caída que la IED española hacia el exterior registró durante este período, la inversión directa hacia América Latina resistió inicialmente algo mejor, pues se mantuvo en 2008

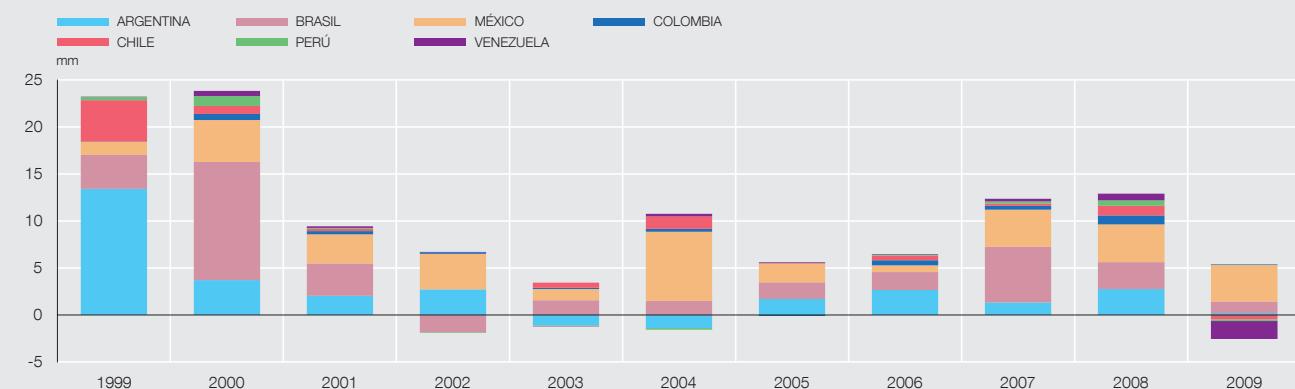
1 IED NETA ESPAÑOLA EN EL EXTERIOR POR REGIONES



2 FLUJOS FINANCIEROS DE ESPAÑA A LATINOAMÉRICA POR COMPONENTES (a)



3 IED DE ESPAÑA EN LATINOAMÉRICA POR PAÍSES



FUENTES: Balanza de Pagos, UNCTAD, Bureau of Economic Analysis y Banco de España.

a. Excluido Banco de España.

en niveles similares a los de 2007, en torno a 13 mm de euros, máximos desde el año 2001. Esta evolución está en línea con el comportamiento de la inversión extranjera directa mundial hacia América Latina en 2008 —que también alcanzó niveles récord en dicho año³—, lo que se ha atribuido en parte a la resistencia mostrada por el crecimiento económico en estos países el primer año de crisis, al mantenimiento de elevados precios de las materias primas durante buena parte de 2008, y probablemente también a la inercia característica en las decisiones de inversión exterior, que fueron tomadas en la época de auge previa a la crisis.

En el año 2009, sin embargo, se ha producido un fuerte descenso de la inversión directa de España en América Latina, que se ha situado en los 2,8 mm de euros. Este descenso obedecería tanto al deterioro del crecimiento y la inversión en España y en América Latina, como al endurecimiento de las condiciones de financiación en un contexto de mayor incertidumbre, además de algunos factores específicos. El nivel alcanzado es similar al del año 2003, que supuso el mínimo de la década tras las crisis latinoamericanas de comienzos de siglo, a pesar de lo cual la inversión directa hacia América Latina ha seguido representando una parte importante de la inversión directa en el exterior de España (un 25% en el promedio de 2008-2009), y se ha mantenido como el componente más estable de la cuenta financiera (véase gráfico 2). Además, la posición de inversión internacional en América Latina, en la que influyen no solo los flujos de inversión directa, sino también, entre otros, los efectos de valoración por tipo de cambio o de variación en los precios de los activos, aumentó a finales de 2009 hasta el 27% (120 mm de euros) de la posición total de inversión de España, ocupando Brasil, Argentina y México el segundo, sexto y séptimo lugar en la clasificación total de países, lo que subraya el mantenimiento de una sólida presencia en estos países.

3. 128 mm de dólares según la CEPAL (2009), «La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe, 2008» y 92,2 mm de dólares según el FMI (2010), *World Economic Outlook*, abril de 2010.

La desagregación de la inversión directa por países en los últimos años permite ilustrar un comportamiento diferenciado en esta visión regional (véase gráfico 3). Así, mientras que en 2008 la inversión directa experimentó un ligero aumento respecto a 2007 en la mayoría de los países latinoamericanos (con la excepción de Brasil, donde la inversión directa creció menos que en 2007), en 2009 la inversión se desaceleró en todos, a excepción de México, donde se mantuvo; en Venezuela, por su parte, se produjeron desinversiones notables (por valor de 2 mm de euros). Estas desinversiones están muy influidas por la venta de participaciones de empresas españolas en compañías venezolanas, en el contexto del programa de nacionalizaciones que este país lleva a cabo desde 2008. También se produjeron desinversiones, aunque de carácter muy reducido, en Chile y Perú. Así, si excluyéramos el efecto de Venezuela, la inversión directa española hacia América Latina en 2009 se situaría en torno al 65% de la realizada en media de la última década. En el resto de países, cabe destacar que, tanto en volumen absoluto como en proporción a su PIB y al total de la inversión extranjera directa recibida de España, la mayor inversión directa en 2009 se dirigió a Brasil y México. Ello contrasta con la evolución seguida hasta 2005, donde Chile y Argentina tenían mayor peso relativo⁴.

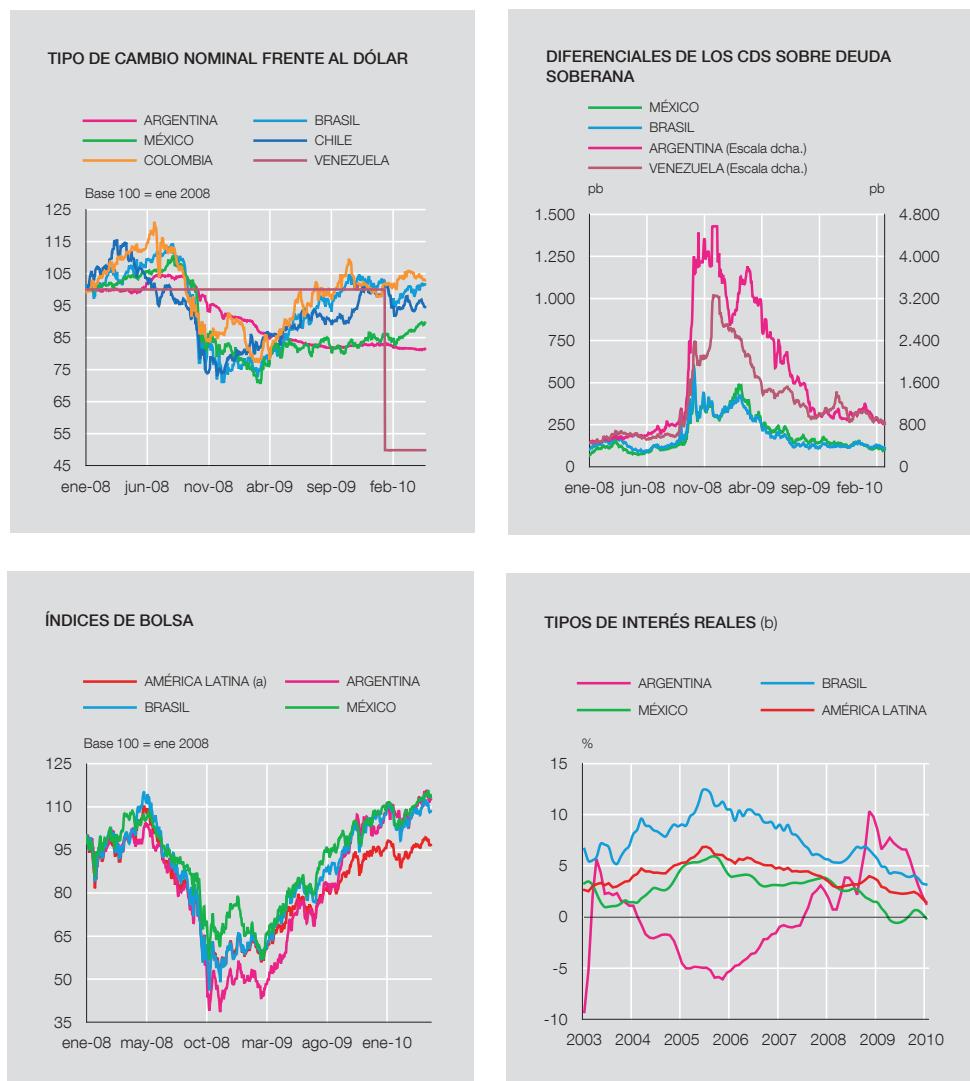
Finalmente, el elevado peso de la inversión en sectores como el de servicios financieros, telecomunicaciones y servicios públicos en el total de la inversión directa de España en América Latina hace que esta inversión esté ligada fundamentalmente al ciclo económico y a las perspectivas de crecimiento de la demanda interna en la región, aunque lógicamente también se vean influidas por la situación de la economía española. En este sentido, las perspectivas para 2010 se configuran como más positivas.

4. Véase Enrique Alberola y Juan Carlos Berganza (2008), «Una evolución cuantitativa y cualitativa de la IED española en América Latina en 1996-2005», en R. Casilda (ed.), *Globalización, inversiones y multinacionales españolas en América Latina: huellas y perspectivas*, pp. 319-338.

Los diferenciales soberanos medidos por el EMBI oscilaron en un rango relativamente estrecho, entre los 300 pb y los 375 pb durante todo el período, tras el fuerte descenso que habían registrado en el período de marzo-septiembre. La tendencia fue a la reducción, con un repunte de 75 pb en enero —relacionado con las dificultades en Grecia—, que posteriormente revirtió por completo. Por su parte, como factores específicos, cabe destacar la mayor volatilidad del EMBI y el CDS soberano en Argentina y Venezuela. En Argentina, el CDS soberano repuntó a finales de enero por encima de los 1.200 pb por el aumento de la incertidumbre institucional, para volver a reducirse hacia los mínimos al final del período, en un contexto de mejoría general de los mercados y perspectivas de resolución del canje con los *holdouts*, cuyas condiciones se hicieron públicas a mediados de abril (véase sección «Evolución económica por países»). En Venezuela, el CDS llegó a repuntar hasta 1.400 pb antes de final de año, coincidiendo con el cierre de bancos y la aparición de problemas energéticos, pero tendió a reducirse hacia el entorno de los 800 pb tras la devaluación a comienzos de año. Esta reducción podría reflejar, entre otros factores, que la devaluación mejora los

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

GRÁFICO 8



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a. Índice MSCI América Latina en moneda local.
b. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

ingresos en bolívares del sector público y, por tanto, la solvencia de este. En el resto de los países, los CDS fluctuaron con tendencia a la reducción, salvo en los momentos de mayor tensión en los mercados internacionales. En México, la reducción del CDS y el estrechamiento frente a Brasil tuvo lugar a pesar de que dos agencias redujeron la calificación de su deuda en noviembre y diciembre, argumentando una insuficiente reforma fiscal. En sentido contrario, en diciembre Moody's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana de Perú hasta grado de inversión. Finalmente, el seísmo registrado en Chile a finales de febrero de 2010 provocó un aumento del CDS soberano, que, aun así, sigue siendo el menor de la región, en torno a 70 pb.

En cuanto a las bolsas, el índice regional de América Latina saldó el período con ganancias en torno al 5% en moneda local, y parecido en dólares, lo que implica un movimiento similar al de Asia Emergente y al del promedio de países desarrollados, aunque muy inferior al registrado en el semestre anterior. Por países, todas las bolsas de la región han registrado ganan-

| MEDIDA | DESCRIPCIÓN | PAÍS (a) (en uso actualmente o en el pasado) |
|--|---|---|
| Medidas para desincentivar las entradas de capital de corto plazo (controles de capital) | Encajes bancarios sobre depósitos o deuda tomada en el exterior | AR, CO*, CL, PE* |
| | Período mínimo de tenencia para inversiones extranjeras | AR, CL, CO* |
| | Impuestos sobre flujos de entrada de cartera | BR* |
| | Impuestos sobre beneficios de operaciones con derivados | PE* |
| Provisiones | Provisiones dinámicas | CO*, PE* |
| Coeficiente de caja bancario | Mayores coeficientes durante períodos de fuertes entradas de capital y menores en períodos de salidas | BR*, CO*, PE* |
| | Coeficientes más altos para depósitos en moneda extranjera que en moneda nacional | AR (pre-OCT 08), PE* |
| Desequilibrios por tipo de moneda | Límites a la posición neta en moneda extranjera como porcentaje del patrimonio neto | CO, AR, BR, CL, PE |
| | Límites a la posición neta de contado y en derivados en moneda extranjera como porcentaje del patrimonio neto | CO* |

FUENTE: Banco de España.

* Medidas tomadas desde el año 2006 en adelante.

a. AR: Argentina, BR: Brasil, CL: Chile, CO: Colombia y PE: Perú.

cias —en torno al 10%—, salvo la de Perú —que se ha mantenido en niveles similares a los del inicio del semestre—, aunque fue la bolsa con mayor revalorización en 2009, doblando su índice.

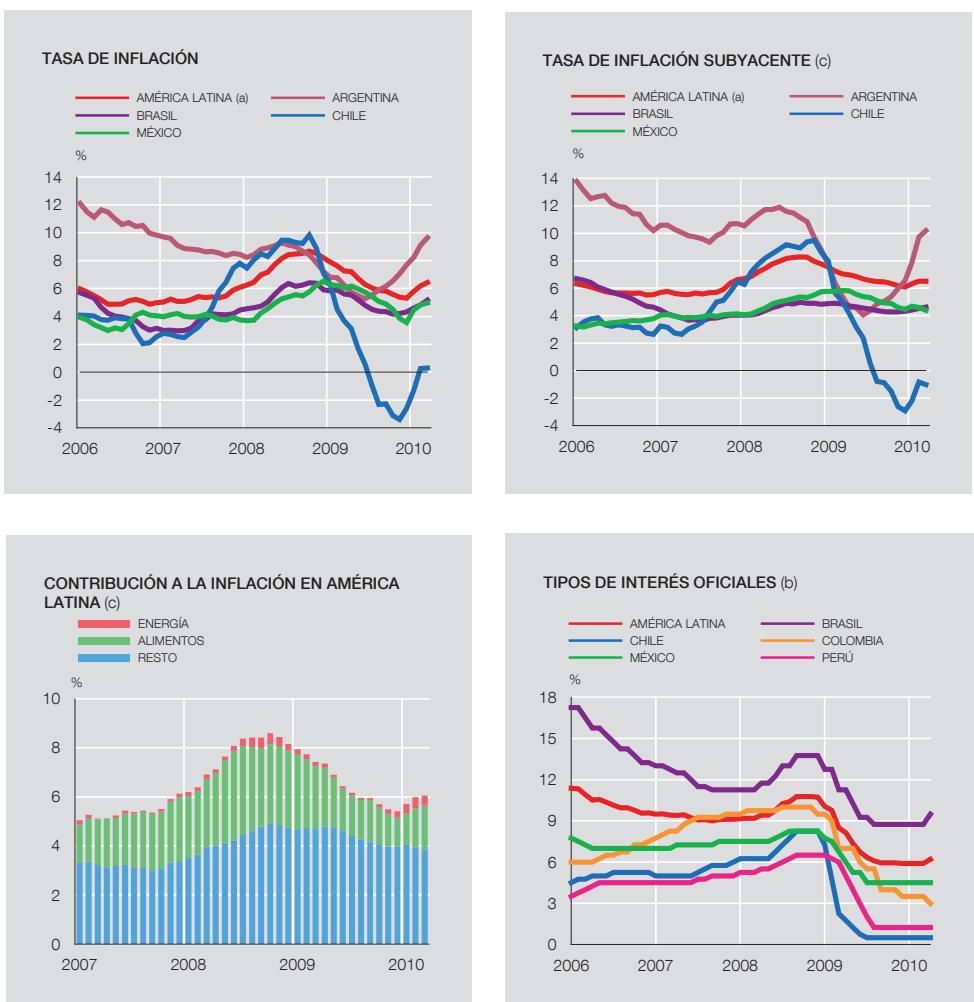
Precios y políticas macroeconómicas

La inflación en el conjunto de la región comenzó a repuntar a finales de 2009 desde tasas ligeramente superiores al 5%, tras agotarse el recorrido a la baja iniciado un año antes (véase gráfico 9). En América Latina, el proceso de desinflación de 2009 vino explicado en su mayor parte por la evolución de los precios de los alimentos (en particular, por la reversión del efecto base del alza de 2008), mientras que la inflación subyacente oficial, aunque se moderó, lo hizo en menor medida, a pesar de la apertura de brechas de producción considerables en varios países. En todo caso, dicha moderación en el crecimiento de los precios favoreció una mejora de las expectativas y permitió que la inflación se situara por debajo de los objetivos oficiales de los bancos centrales, hasta el punto de que en Chile y Colombia y Perú esto supuso quedar por debajo del límite objetivo mínimo (véase cuadro 3). Brasil y México cumplieron los objetivos, aunque la inflación se situara en el rango superior de la banda.

Entre diciembre de 2009 y marzo de 2010, sin embargo, los precios de consumo repuntaron hasta el 6,5% interanual en el agregado de la región. A nivel regional, este repunte se explica a partes iguales por los alimentos y la energía (que habían llegado a situarse en tasas interanuales muy bajas, inferiores al 1,5% y 0,5%, respectivamente), además de algunos factores puntuales, como elevaciones de impuestos y precios administrados en algunos países. Así, aunque existen importantes diferencias por países (véase sección «Evolución económica por países») y el componente subyacente —calculado a partir de los índices de precios nacionales, restando de forma homogénea los índices de alimentos y energía— se ha mantenido relativamente estable en tasas próximas al 4% (véase gráfico 9), el reciente aumento de los

INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 9



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.
c. Elaboración propia descontando del índice general los índices de alimentos y energía

precios ha venido acompañado de un moderado pero constante aumento de las expectativas de inflación medidas por las encuestas desde finales de 2009.

En este contexto, las políticas monetarias se mantuvieron extraordinariamente laxas durante todo el año pasado. No obstante, dada la recuperación de la actividad, el progresivo cierre de las brechas de producto en algunas economías, el sesgo relativamente expansivo que en general mantienen aún las políticas fiscales, la sensibilidad de la inflación a los precios de las materias primas y el repunte de la misma, algunos países han comenzado a deshacer las medidas expansivas de políticas monetaria, alguna de carácter extraordinario, aplicadas durante la crisis. Así, por ejemplo, Brasil anunció en febrero que revertiría progresivamente la mayor parte de la reducción de los encajes bancarios efectuada durante la crisis, lo que supone un importante drenaje de liquidez y subió el tipo de interés oficial en 75 pb, hasta el 9,50% a finales de abril. En cambio, se ha vuelto a dotar de recursos al banco público BNDES, y el tipo de interés de este, al que se financian muchas grandes empresas, se ha mantenido en un nivel históricamente bajo del 6%. Chile anunció en noviembre que retiraría gradualmente la facilidad extraordinaria de liquidez a plazo antes de mayo. Por su parte, las líneas de swap de Brasil y México con la Reserva Federal no se renovaron

| | 2009 | | | 2010 | | 2011 | |
|----------|-----------|--------|--------------|----------|------------------|----------|------------------|
| | Objetivo | dic-09 | Cumplimiento | Objetivo | Expectativas (a) | Objetivo | Expectativas (a) |
| Brasil | 4,5 ± 2 | 4,3 | Sí | 4,5 ± 2 | 4,8 | 4,5 ± 2 | 4,7 |
| México | 3 ± 1 | 3,6 | Sí | 3 ± 1 | 5,2 | 3 ± 1 | 3,9 |
| Chile | 3 ± 1 | -2,6 | No | 3 ± 1 | 3,7 | 3 ± 1 | 3,2 |
| Colombia | 4,5 a 5,5 | 2,0 | No | 3 ± 1 | 3,8 | 3 ± 1 | 3,8 |
| Perú | 2 ± 1 | 0,3 | No | 2 ± 1 | 2,2 | 2 ± 1 | 2,5 |

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecast*.

a. *Consensus Forecasts* de marzo de 2010.

a su vencimiento en febrero, lo que puede interpretarse también en la misma clave de retirada de medidas excepcionales y normalización del funcionamiento de los mercados.

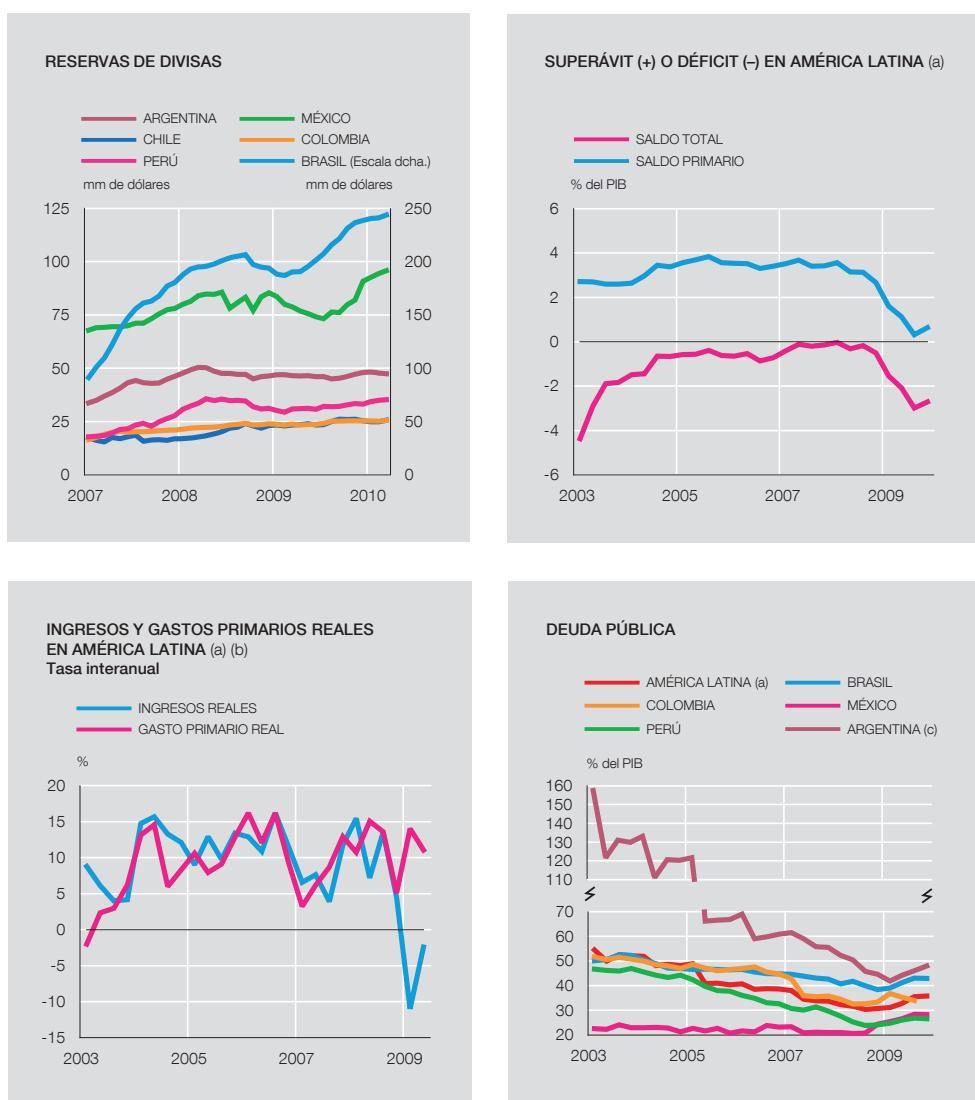
Los mercados financieros anticipan que algunos bancos centrales de la región (entre ellos, notablemente Brasil) revertirán progresivamente las intensas bajadas de tipos instrumentadas durante la crisis, pudiendo complementarlas con medidas alternativas, como los coeficientes de caja. La situación no es, sin embargo, homogénea. El mantenimiento de brechas de producto amplias (México), la naturaleza transitoria de los *shocks* recibidos (Chile, Colombia) u otras consideraciones (Venezuela, Argentina) hacen pensar que el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales no comenzará de forma simultánea en todos los países y que en algunos de ellos podría dilatarse en el tiempo; de hecho, Colombia bajó nuevamente sus tipos de interés oficial hasta el 3% a finales de abril.

Una segunda consideración respecto al posible endurecimiento de la política monetaria es la de si, en un contexto como el actual de recuperación de los flujos de capital, la gestión de los tipos de interés podría enfrentarse de nuevo al dilema de acentuar las presiones apreciadoras que se han intentado evitar, sobre todo a la vista de las perspectivas de mantenimiento de una elevada liquidez en los países desarrollados. En este sentido, aunque solo algunos países (Brasil, Perú) han limitado la entrada de flujos con determinados controles de capital, la mayoría ha optado por acumular reservas por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis (véase gráfico 10). Ratios de idoneidad tradicionales (como la proporción sobre importaciones o sobre la deuda externa a corto plazo), pero también otras más exigentes, muestran que las reservas se sitúan ya, en general, en niveles muy elevados (véase cuadro 4).

Todo ello plantea una discusión sobre la capacidad del FMI de sustituir a la acumulación individual de reservas como mecanismo de seguro frente a eventuales crisis. Reconociéndose, en general, que la acumulación de reservas como mecanismo de aseguramiento es costosa y poco eficiente, y que genera crecientes distorsiones, los países que acumulan señalan como principales ventajas la autonomía respecto a su uso, la constatación de que durante una crisis el volumen de reservas necesario para dar confianza y evitar una huida de capitales es mucho mayor de lo que indican las ratios de idoneidad habituales, y, por todo ello, la necesidad de mantener márgenes muy amplios (incluso como para reemplazar por completo la salida de flujos de capital durante un tiempo). Además, algunos consideran que la acumulación obedece también a un segundo objetivo, que es el de moderar una excesiva volatilidad (y/o apreciación) del tipo de cambio, algo que no se consigue con el recurso al FMI. Frente a esta valoración, consideran que las características de los instrumentos alternativos multilaterales, como la Línea de Crédito Flexible del FMI (FCL, por sus siglas en inglés), su corto plazo, la magnitud del importe que se consideraría necesario en algunos paí-

RESERVAS DE DIVISAS Y PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO
Miles de millones, tasas de variación interanuales y porcentaje del PIB

GRÁFICO 10



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

b. Deflactado por el IPC.

c. Excluida la deuda no presentada al canje en 2005.

ses, y su imperfecta sustituibilidad respecto a las reservas a los ojos de las agencias de *rating* pueden no ser suficientes. Por todo ello, líneas como la FCL son valoradas como útiles, si bien se considera que tienen un carácter complementario y los países parecen seguir mostrando una preferencia por el autoaseguramiento. En este sentido, países como Colombia o México han decidido renovar total o parcialmente dicha línea con el FMI, al tiempo que México anuncia que acumulará reservas, lo que supone un cambio respecto a su política previa.

Finalmente, en este contexto, la evolución de las cuentas fiscales se configura como un factor relevante en 2010, año en el que se ha iniciado un ciclo electoral en muchos países (Chile, Colombia, Brasil, Venezuela y Perú) y que continuará en 2011 (Perú y Argentina). En 2009, la posición fiscal se debilitó como consecuencia del desplome cíclico de los ingresos y, en algunos países, del impulso del gasto. El superávit primario del 3% que existía en 2008 ha desaparecido prácticamente y el saldo presupuestario ha pasado de equilibrio a un déficit del 2,7% en el conjunto de la región (véanse cuadro 1 y gráfico 10). Las ratios de deuda pública sobre el

| | 2008 | PIB | Exportaciones + importaciones | Pasivos de inversión en cartera | Pas. de invers. en cartera + otra invers. | Deuda externa a corto plazo | M2 | Base monetaria |
|-----------|------|------|-------------------------------|---------------------------------|---|-----------------------------|-------|----------------|
| Argentina | 13,8 | 35,0 | 236,0 | 56,5 | 214,6 | 72,0 | 128,9 | |
| Brasil | 12,3 | 50,7 | 67,1 | 48,0 | 497,0 | 33,0 | 239,7 | |
| México | 8,7 | 15,4 | 40,9 | 31,0 | 259,9 | 16,9 | 183,3 | |
| Chile | 13,6 | 18,0 | 112,6 | 33,1 | 153,8 | 22,5 | 285,0 | |
| Colombia | 9,7 | 30,3 | 142,4 | 48,5 | 416,4 | 27,5 | — | |
| Venezuela | 10,4 | 27,9 | 244,8 | 88,5 | 194,8 | — | — | |
| Perú | 23,7 | 49,3 | 157,5 | 65,9 | 482,8 | — | 396,8 | |
| Corea | 21,6 | 23,5 | 80,1 | 40,4 | — | 15,5 | — | |
| China | 45,0 | 76,1 | 1.209,2 | 371,3 | 1.317,1 | 28,5 | — | |
| India | 20,5 | 48,1 | 264,8 | 83,3 | 585,1 | — | — | |
| Malasia | 41,1 | 24,4 | 141,6 | 84,4 | — | 33,7 | — | |
| Polonia | 11,2 | 15,8 | 75,5 | 28,2 | 90,7 | 21,6 | — | |
| Hungría | 21,7 | 15,8 | 57,3 | 22,8 | 123,4 | 40,8 | 159,4 | |
| Rusia | 24,6 | 52,0 | 370,2 | 77,6 | 563,6 | 76,0 | — | |

FUENTES: FMI (IFS y WEO) e IIF.

PIB aumentaron en torno a 5 puntos del PIB regional (hasta el 35,8% del PIB en el agregado), quebrando la tendencia a la baja de los últimos años, aunque el aumento fuera mucho más moderado que el de las economías industrializadas (en torno a 17 puntos de producto).

Esta situación no parece plantear riesgos a corto plazo, salvo excepciones, pero sí podría influir sobre la política monetaria y más específicamente sobre el equilibrio y la secuencia de las estrategias de salida. Así, dado que los paquetes fiscales expansivos fueron en América Latina (con la excepción de Chile y, en cierto modo, Perú) mucho más limitados que en las economías industrializadas, la necesidad de diseñar una estrategia de salida o consolidación fiscal sería ahora también menor. Sin embargo, el dinamismo que muestran algunas economías en los últimos meses probablemente aconsejaría un endurecimiento de la política fiscal ahora que la recuperación lo permite, que a su vez restaría presión sobre la política monetaria e indirectamente sobre el tipo de cambio. Aunque la situación presenta claras divergencias por países, los presupuestos para 2010 tienen, en general, un carácter continuista (en Brasil y Colombia no se prima la consolidación de gastos) o incluso procíclico (en el caso de Argentina y Perú) en un año en el que el ciclo electoral puede añadir alguna dificultad a la contención del gasto. Chile, que había previsto retirar la mayor parte de las medidas de estímulo fiscal en 2010 (aunque no volvía aún a la regla de superávit estructural del 0,5%), ha anunciado un fondo de reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto de más de 5 puntos de PIB. México sería la principal excepción, tras haber anunciado un presupuesto que incluye una subida del IVA y un recorte de gastos con el objetivo de conseguir una reducción del déficit del Estado hasta el 0,75% en 2010. Todo ello hace pensar que, aunque pueda haber diferencias por países, en el conjunto de la región probablemente tienda a revertir antes el impulso monetario que el fiscal.

Procesos de integración comercial y políticas estructurales

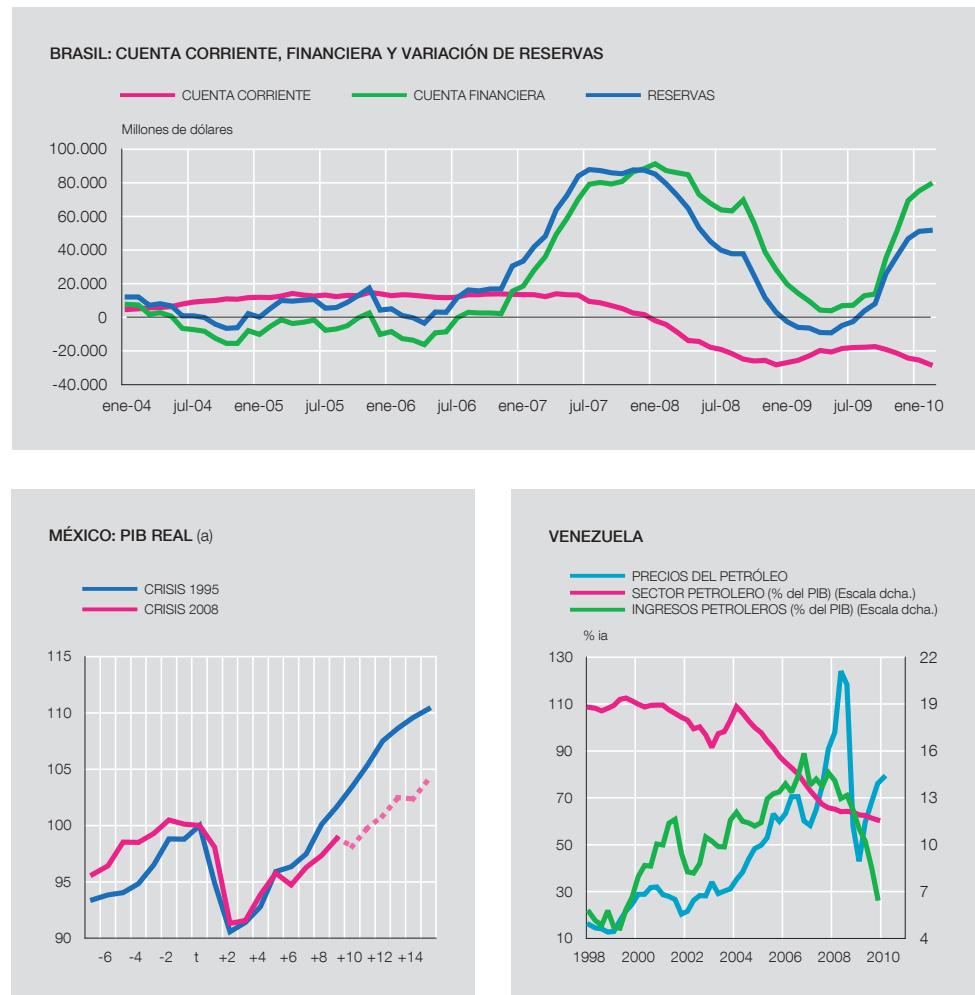
En un contexto de caída del comercio a nivel mundial en 2009, los procesos de integración comercial en América Latina han vuelto a manifestar la dualidad presente en la región desde hace ya varios años. Así, Chile, Colombia y Perú han profundizado en su estrategia de acuer-

dos bilaterales, en especial con países asiáticos. A lo largo del período examinado, Chile firmó acuerdos de libre comercio con Turquía y Malasia, mientras que Perú hizo lo propio con Singapur, Tailandia, China, Canadá y los países de la EFTA (Suiza, Islandia, Liechtenstein y Noruega). Perú y Colombia alcanzaron, a primeros de marzo de 2010, un acuerdo de libre comercio con la Unión Europea que se ratificará en la cumbre conjunta de mayo. En Colombia se prorrogó el ATPDEA con Estados Unidos. Por el contrario, Mercosur y la Comunidad Andina han seguido afrontando serios obstáculos, incluyendo la aplicación de restricciones al comercio entre los propios miembros y la falta de acuerdo sobre la adhesión definitiva de Venezuela. En sentido positivo, a la iniciativa de utilizar moneda local en los intercambios entre Argentina y Brasil se podría sumar Uruguay en breve, si bien esta iniciativa aún abarca muy pocas operaciones (apenas un 1,6% del comercio bilateral). También cabe señalar que se realizaron las primeras operaciones en sucres entre los países del ALBA (Alternativa Bolivariana para las Américas), una unidad común de intercambio.

En el ámbito de las reformas estructurales tampoco se produjeron avances sustanciales. Venezuela licitó nuevas explotaciones petrolíferas con las nuevas reglas establecidas para la entrada del sector privado nacional o extranjero en este tipo de negocios en el país (participación mayoritaria del Estado, financiación previa de la petrolera estatal y no utilización de las reservas como colateral para endeudamiento), y se reforzó el control estatal del sector financiero con la nacionalización de varios de los bancos intervenidos a finales de año. En el ámbito de las medidas adoptadas a nivel internacional cabe mencionar que tanto Brasil como Chile y México se comprometieron a ampliar la financiación que otorgan al Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, se puede señalar que Chile se convirtió, además, en el segundo país latinoamericano en ingresar en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE).

Evolución económica por países

La reactivación del crecimiento económico de *Brasil* se prolongó los dos últimos trimestres del año (1,3% y 2% trimestral, respectivamente), de manera que la caída interanual del PIB se moderó en el tercer trimestre, y la actividad repuntó fuertemente, hasta un 4,3%, en el cuarto. La recuperación vino impulsada por la demanda interna (que aportó más de 5 puntos al crecimiento), con una fuerte expansión del consumo privado y el retorno de la inversión a tasas de crecimiento positivas tras el intenso ajuste experimentado durante los tres trimestres anteriores. La demanda externa restó algunas décimas al crecimiento en el último trimestre por la recuperación de las importaciones. Los indicadores del primer trimestre de 2010 apuntan a una aceleración adicional de la actividad. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo, alcanzando mínimos históricos a finales de 2009, aunque posteriormente repuntó algunas décimas, posiblemente por factores estacionales. La recuperación de la economía se produjo en un contexto de moderación de la inflación hasta diciembre dentro del rango de objetivos del banco central. Sin embargo, el incipiente repunte de los precios (5,2% en marzo en buena medida por los precios de los alimentos, dado que la tasa subyacente se mantuvo prácticamente estable) y cierto aumento en las expectativas de inflación plantearon el debate acerca de la retirada de los estímulos económicos. En este contexto, el banco central anunció un calendario para la progresiva elevación de los encajes bancarios, revirtiendo en gran medida el descenso instrumentado durante la crisis, e inició el ciclo de elevación de los tipos de interés oficiales con una subida de 75 pb, hasta el 9,50% a finales de abril. En el ámbito de la política fiscal se prolongaron determinadas exenciones fiscales, introduciéndose otras, y se anunció la dotación de nuevos recursos al banco de desarrollo. Las cuentas públicas siguieron deteriorándose, en parte por factores cíclicos, de manera que el superávit primario cerró el año en el 2,1% del PIB, por debajo del objetivo del 2,5% del Gobierno, y el déficit público se amplió en consonancia. El superávit primario ha registrado cierta mejoría a comienzos de año, por la moderación del gasto y el aumento de ingresos, pero la proximidad de las elecciones presidenciales (octubre) puede limitar la contención del gasto este año. En todo caso, el proyecto de



FUENTES: Banco Central de Brasil, Banco de México y Banco Central de Venezuela.

a. Base 100 en el último trimestre de 1994 y en el tercer trimestre de 2008. En línea discontinua, previsiones de las encuestas del Banco de México.

presupuesto para 2010 tiene como objetivo un superávit primario para el sector público consolidado del 3,3% del PIB, superior al registrado en el año 2009. La balanza por cuenta corriente registró en 2009 un moderado déficit, del 1,6% del PIB, aunque a comienzos de 2010 mostró un claro deterioro por la significativa recuperación de las importaciones, reflejo de la pujanza de la demanda interna. En la segunda mitad de 2009 se observó un fuerte repunte de los flujos financieros hacia Brasil, particularmente de cartera, que generaron importantes presiones apreciadoras (véase gráfico 11). En este contexto, las autoridades introdujeron un impuesto sobre las entradas de flujos financieros en bonos y bolsa (IOF, por sus siglas en portugués), y se mantuvo la notable acumulación de reservas internacionales (que se ha moderado a comienzos de 2010). En este favorable entorno exterior, Brasil accedió en condiciones favorables a los mercados internacionales, y no renovó la línea swap con la Reserva Federal, que venció en febrero. Además, Brasil ha comprado 10.000 millones de dólares en bonos del FMI, y se ha comprometido a comprar bonos adicionales por valor de 4.000 millones.

En México, la actividad registró en el segundo semestre una marcada recuperación, con tasas de crecimiento trimestrales del 2,5% y 2%. Aun así, las tasas interanuales se mantuvieron fuertemente negativas (-6,1% y -2,3%) y el año se cerró con la mayor caída del PIB desde 1932. La reactivación fue mucho más vigorosa a partir del mes de noviembre, coincidiendo

con la recuperación de la actividad industrial en Estados Unidos, y se apoyó en las manufaturas (inicialmente el automóvil, posteriormente también otros sectores), en tanto que la construcción se mantuvo débil. La desagregación del PIB confirma a su vez una recuperación impulsada por la demanda externa, en tanto que el consumo privado y la inversión, pese a cierta mejoría, siguieron en tasas interanuales negativas. Los indicadores del primer trimestre apuntan a una cierta aceleración de la actividad, que seguiría basándose en la demanda exterior. Así, mientras que las exportaciones y la producción industrial han dado señales de renovado dinamismo, los indicadores de confianza del consumidor y las ventas al por menor y la inversión bruta se encontrarían aún en niveles muy bajos. En este contexto, pese a que las perspectivas de crecimiento para 2010 y 2011 han aumentado significativamente en los últimos meses, la caída de la actividad de 2009 supone que el país registrará una brecha de producción negativa hasta finales de 2011 (véase gráfico 11). Las tasas de inflación cedieron a partir de octubre gracias a efectos base positivos, hasta situarse dentro del rango objetivo del Banco de México a finales de 2009. La inflación subyacente fue más elevada. En los primeros meses de 2010 la inflación se ha incrementado más de un punto (hasta el 5%) como consecuencia del aumento de los impuestos indirectos, pero el efecto debería ser puntual. El Banco de México mantuvo el tipo de interés oficial en el 4,5% alcanzado en julio, nivel en el que se espera que se mantenga en los próximos meses. Las cuentas del sector público empeoraron sustancialmente en 2009, pasando del equilibrio a un déficit del -2,1%, el peor dato desde 1990, o, en el caso del superávit primario, del 1,8% del PIB al -0,1%. El descenso de los ingresos petroleros propició la reforma fiscal y la subida de impuestos de 2010. Estas medidas no evitaron la rebaja de la calificación soberana por parte de Fitch y Standard and Poor's y, a finales de marzo, el Ejecutivo presentó un nuevo plan de ahorro plurianual, de alcance moderado. La balanza corriente registró un déficit en 2009 del 0,6% del PIB, frente al 1,7% de 2008, y ello a pesar de que en el tercer trimestre se registró un fuerte deterioro derivado de que la balanza comercial pasó de superávit a déficit, por el fuerte incremento de las importaciones. La inversión exterior directa recibida fue un 75% más baja que la del primer semestre, que ya era bastante reducida en comparación con años previos. Por el contrario, las entradas de cartera aumentaron fuertemente en el semestre, compensando por completo las salidas de finales de 2008 y primeros de 2009. La línea swap con la Reserva Federal no fue renovada, pero ante el retorno de los flujos de cartera el Banco de México decidió recomponer sus reservas de divisas, al tiempo que se renovaba la FCL con el FMI (47 mm de dólares).

En Argentina, el PIB creció un 1,9% intertrimestral en el último trimestre de 2009, tras el 0,2% del tercero (-0,3% y 2,6%, respectivamente, para la tasa interanual). El rasgo más destacable fue la mejoría de la demanda interna, impulsada por la recuperación del consumo privado y el consumo público. La inversión se mantuvo en tasas negativas. La demanda externa tuvo también una aportación positiva al crecimiento en los tres últimos meses de 2009. La inflación, al contrario que en el resto de la región, se elevó durante el semestre, regresando al entorno del 9,7% en marzo, según las cifras oficiales, en un contexto de mantenimiento de políticas fiscales y monetarias fuertemente expansivas y de gradual depreciación cambiaria. En un contexto de menores presiones en la balanza de capitales, el Banco Central redujo el tipo de interés de los pasos pasivos a siete días en 25 pb en octubre, hasta el 9,5%, tras los recortes de 125 pb entre julio y septiembre. El superávit por cuenta corriente aumentó en 2009 en 1 punto de PIB (3,7%), gracias al mayor superávit comercial. Por el contrario, la inversión exterior directa se redujo a la mitad, registrando el nivel más bajo desde 2004, mientras que las salidas de cartera se moderaron hacia final de año después de haber sido muy intensas durante trimestres, pero aumentaron de nuevo a comienzos de este año con motivo del aumento de la incertidumbre institucional. En 2009, el superávit fiscal primario del Gobierno federal fue del 1,5% del PIB (3,1% en 2008), mayor de lo esperado,

gracias en buena medida a la contabilización como ingresos, en diciembre, de parte de los derechos especiales de giro, consecuencia de la ampliación de recursos del FMI. Los ingresos públicos durante 2009 crecieron apoyados en las contribuciones a la Seguridad Social (en gran parte por la nacionalización de las AFJP —Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones—) y el gasto primario aumentó en mayor medida. La evolución de las cuentas fiscales de las provincias fue mucho más negativa, lo que motivó que el Ejecutivo flexibilizara por dos años la regla de responsabilidad fiscal de las provincias. En el semestre se derogó, igualmente, la ley que impedía al país reabrir el canje de deuda externa realizado en 2005, tras lo cual se presentó una nueva oferta para los tenedores de bonos que no se aco-gieron a la oferta previa (*holdouts*) por una cuantía de unos 20.000 millones de dólares de capital, más unos 10.000 millones de intereses devengados. Los bonos ofrecidos son los mismos que en el canje de 2005, si bien no se incluyen los pagos atrasados desde 2005 de los cupones ligados a la evolución del PIB argentino. Asimismo, los inversores minoritarios recibirán en efectivo los intereses devengados. Finalmente, la iniciativa del Gobierno de creación de un fondo para afrontar el pago de la deuda externa con reservas internacionales, que ya ha sido utilizado por una cuantía superior a los 1.100 millones de dólares, se saldó con la sustitución del gobernador del banco central.

En Chile, el PIB se contrajo un 1,4% interanual en el tercer trimestre del año, pero aumentó un 2,1% en el último. La mejoría de la demanda interna, gracias a la recuperación del consumo privado (5,5% interanual a finales de año) y el mantenimiento de tasas de crecimiento del consumo público muy elevadas fueron los principales factores responsables de la recuperación. La demanda externa contribuyó también positivamente al crecimiento, pero de forma más moderada. Los datos de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre apuntaban a una aceleración del crecimiento, pero el terremoto sufrido a finales de febrero ha cambiado sustancialmente las perspectivas. El banco central estima que la pérdida de capital productivo asciende al 3%, lo que ha llevado a revisar a la baja en algunas décimas la previsión de crecimiento para 2010, y de forma similar, al alza, para 2011. La inflación, por su parte, fue más volátil que en otros países de la región, lo que quedó reflejado en una disminución desde el 9,9% de octubre de 2008 al -2,3% en noviembre de 2009, y un repunte posterior hasta el 0,3% en marzo de 2010. Con el terremoto, confluyen temporalmente sobre la inflación un *shock* de oferta por la escasez de productos con uno de demanda por el efecto riqueza negativo, lo que podría hacer que los precios repuntaran algo más en 2010 para reducirse en 2011. El banco central mantuvo los tipos oficiales en el 0,5%, y comenzó a retirar la facilidad extraordinaria de liquidez que adoptó durante la crisis. La balanza por cuenta corriente registró un superávit del 2,8% del PIB en 2009, frente al déficit del 1,5% en 2008, como consecuencia tanto del aumento del superávit comercial (8,5% del PIB) como de la reducción del déficit de rentas. El déficit público, por su parte, se situó en el 4,5% del PIB (0,9% estructural) como consecuencia de la aplicación de una política fiscal fuertemente contracíclica. La deuda pública se ha situado en el 6,3% del PIB, poco más de un punto por encima de la tasa de 2008, mientras que el Fondo de Estabilización Económica y Social acumulaba 11.285 millones de dólares (6,5% del PIB) a finales de 2009, tras disminuir durante el año en algo más de 5 puntos de PIB, que financiaron el plan de estímulo fiscal. Antes del terremoto, el presupuesto para 2010 retiraba la mayor parte de las medidas de impulso, aunque no volvía, por segundo año consecutivo, a la regla de superávit estructural del 0,5%. Sin embargo, tras el terremoto se han reorientado las prioridades hacia el gasto en reconstrucción, que supondría en torno a 5 puntos de PIB en varios años, y que se financiará con elevaciones temporales de impuestos, reasignaciones presupuestarias, el fondo soberano y emisiones en moneda local y extranjera. En estas circunstancias, el banco central ha indicado que el tipo de interés oficial se mantendrá en tanto se observa el impacto del terremoto sobre la actividad y la inflación, pero que podría situarse en torno al 5% en un horizonte de dos años.

Tras cuatro trimestres registrando tasas interanuales negativas, la economía de Colombia mostró una apreciable recuperación a finales de 2009, al expandirse un 1,1% intertrimestral (0,4% previo y la tasa más alta desde finales de 2007), lo que situó la tasa interanual en el 2,5%. El fuerte crecimiento de la inversión, el repunte del consumo privado y la fortaleza del consumo público compensaron en parte la debilidad de las exportaciones, lastradas por las restricciones comerciales de Venezuela, que habrían restado hasta un punto de crecimiento en 2009. La inflación continuó moderándose, situándose a finales de año en el 2%, por debajo del objetivo del Banco Central (3,5%-5,5%). El Banco Central redujo los tipos de interés en 50 pb en el mes de noviembre y otros 50 pb en abril, hasta el 3%, tras anunciar en marzo que intervendría en el mercado de divisas con compras de 20 millones de dólares al día. Asimismo, se renovó parcialmente (por 3,5 mm de dólares) la FCL con el FMI. En el sector exterior, el déficit de la cuenta corriente se amplió en el segundo semestre de 2009, hasta el 2,2% del PIB, derivado de un incremento del déficit de la balanza de rentas. El sector público registró un déficit del 4,1% del PIB en 2009, frente al 2,3% de 2008, mientras que para 2010 se prevé un déficit de hasta el 4,5% del PIB, por la caída de ingresos y pese a la revisión a la baja del gasto público. Sin embargo, las necesidades de financiación externas estarían cubiertas con la emisión realizada a comienzos de abril.

La economía de Perú se reactivó sustancialmente en la segunda mitad del año. En términos interanuales, en el cuarto trimestre se registró una tasa de variación positiva (3,4%), tras dos trimestres consecutivos de retrocesos. La mejoría se derivó del buen comportamiento de la demanda interna, que fue impulsada por el impacto rezagado del paquete de estímulo fiscal y por una política monetaria notablemente expansiva. La aportación del sector externo siguió siendo fuertemente positiva. Las señales de recuperación de la demanda interna privada a comienzos de 2010 se han reafirmado y han favorecido que las previsiones de crecimiento para 2010 en Perú estén entre las más altas de la región. Por su parte, la inflación alcanzó su mínimo en diciembre y aumentó al 0,8% en marzo, aunque se mantiene todavía por debajo del rango objetivo (1%-3%). En este contexto, el banco central mantuvo inalterados los tipos oficiales en el 1,25%, si bien el tono de los últimos comunicados hace prever un posible endurecimiento de la política monetaria en un contexto de renovado dinamismo de la economía. Entre tanto, se ha reintroducido en enero el encaje en moneda extranjera para créditos de menos de dos años, y se estableció un impuesto a las ganancias en dólares derivadas de operaciones de futuro. A partir de febrero se intervino sustancialmente en el mercado de divisas. La balanza por cuenta corriente presentó un superávit del 0,2% del PIB en 2009, tras el déficit del 3,7% en 2008, por el mayor superávit comercial derivado del desplome de las importaciones y el menor déficit en balanza de rentas. En el plano fiscal, el déficit primario se situó en el 0,7% del PIB (superávit del 3,6% en 2009) como consecuencia de la aplicación de una política fiscal anticíclica.

Venezuela registró en el cuarto trimestre de 2009 una caída del PIB del 5,8% (-4,6% previo), y ello a pesar de que los precios del petróleo se mantuvieron durante casi todo el año por encima de su media histórica (véase gráfico 11). El factor que explicaría esta contracción es la caída del sector petrolero, por el recorte de la producción de la OPEP, la debilidad de la demanda de su principal socio comercial, Estados Unidos, y las dificultades financieras por las que atravesó la petrolera estatal en la primera parte del año. La demanda interna restó más de 24 pp al crecimiento en el último trimestre, en un contexto de desplome de la inversión y fuerte caída del consumo privado. Además, los problemas del sector bancario en el último trimestre de 2009 (fueron intervenidas diversas entidades financieras que suponen el 12% de los activos del sistema, y varias casas de bolsa), junto con el incremento de las aportaciones al fondo de garantía de depósitos, podrían haber ocasionado una caída del crédito adicional. Las tasas de inflación se mantienen por encima del 25%, impulsadas por la fuerte deprecia-

ción del tipo de cambio paralelo. Las dificultades en frenar esta depreciación propiciaron que a principios de enero se devaluara la paridad oficial desde 2,15 a 4,3 bolívares por dólar, y se creara un nuevo tipo de cambio preferencial para importaciones de determinados bienes de 2,6 bolívares por dólar. A pesar de ello y de las medidas paralelas instrumentadas para aumentar la oferta de dólares en el mercado, el tipo de cambio en el mercado paralelo sigue fuertemente depreciado respecto a la nueva paridad central, alcanzando nuevos máximos históricos a mediados de abril. El efecto de la devaluación sobre la actividad es incierto, por el nuevo sistema dual, pero probablemente el impacto inflacionista será significativo. En cualquier caso, los ingresos petroleros del Estado medidos en moneda local aumentarán. Conviene destacar, por último, que en 2009 se registró una salida neta de inversión exterior directa de 3.100 millones de dólares (0,9% del PIB).

30.4.2010.