

Introducción

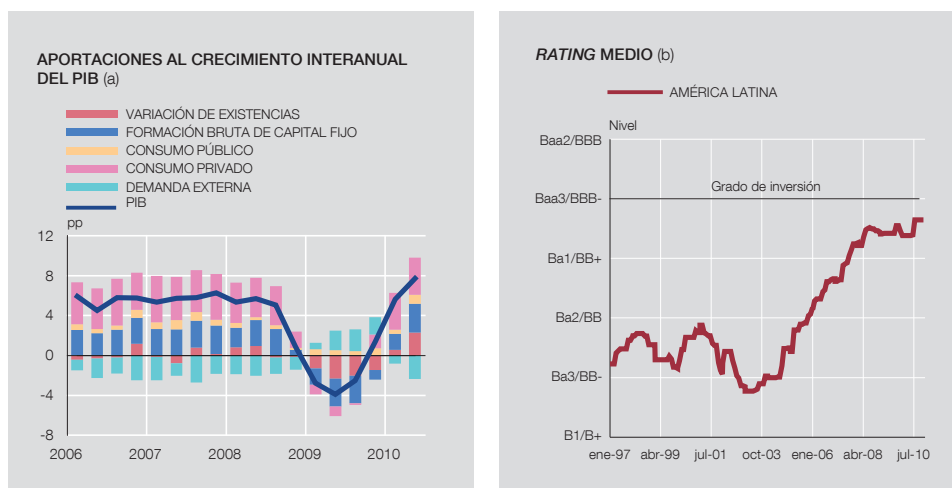
Durante el primer semestre de 2010, la recuperación económica en América Latina se afianzó con un ritmo de crecimiento mayor que el esperado, como consecuencia del dinamismo de las demandas internas en la mayoría de los países. Así, en el primer trimestre se registró una tasa de crecimiento interanual del 5,6% en el conjunto de la región¹, elevándose al 7,7% en el segundo. Aunque este crecimiento interanual está influido por un efecto base favorable, el crecimiento intertrimestral promedio fue del 1,7%, por encima del que venía observándose durante el primer semestre de 2008, antes de la crisis. Apenas hubo excepciones a esta tendencia general y, de hecho, tan solo Venezuela mantiene una situación de recesión, mientras que México se sitúa en una posición algo más rezagada en la presente fase de recuperación. La demanda interna aportó 10 puntos porcentuales (pp) al crecimiento interanual agregado de la región en el segundo trimestre, y la demanda externa restó 2,3 pp, lo que se tradujo en una ampliación del déficit corriente hasta el 0,3% del PIB. No obstante, este desequilibrio exterior fue menor de lo que cabría esperar dada la fortaleza de la demanda de importaciones, debido en parte al elevado nivel de los precios de las materias primas, que a su vez contribuyó a la robustez de la recuperación (véanse gráfico 1 y cuadro 1).

La evolución de los precios resultó también relativamente favorable. La tasa de inflación promedio tendió a estabilizarse algo por encima del 6%, tras repuntar a comienzos de 2010 hasta el 6,6%. Aunque esta evolución esconde amplias diferencias por países, cabe destacar que la inflación ha convergido hacia el objetivo en la mayoría de los países que mantienen regímenes de objetivos de inflación, y ello a pesar del cierre de las brechas de producción. Esta relativa moderación ha terminado, además, por trasladarse a las expectativas, si bien con diferente intensidad por países.

La solidez de estos resultados contribuye a explicar que ni las turbulencias derivadas de la crisis fiscal y soberana en algunos países del área del euro, entre abril y junio, ni los temores posteriores de que se iniciara una nueva fase de desaceleración en Estados Unidos, hayan tenido un impacto duradero en los mercados financieros latinoamericanos, o hayan deteriorado las perspectivas de crecimiento para 2010 y 2011. Más bien al contrario, las previsiones de crecimiento han seguido revisándose al alza, lo que resulta indicativo de la resistencia que muestra la región, que, entre otros factores, se ha beneficiado de una reorientación comercial hacia Asia, asociada a la fuerte demanda de materias primas de esta región. En este contexto, las calificaciones crediticias de cinco países (Chile, Colombia, Uruguay, Ecuador y Argentina) fueron revisadas al alza. Con este trasfondo netamente favorable, con diferenciales de tipos de interés positivos frente a las economías industrializadas, y en un contexto de estímulo monetario extraordinario y potencialmente creciente en Estados Unidos, la entrada de flujos de capital (principalmente, de cartera) se ha reactivado en las últimas semanas y empieza a plantear dificultades en la gestión macroeconómica de varios países, principalmente por su impacto sobre los tipos de cambio, la liquidez interna y la política monetaria. Por el momento, las presiones están siendo mitigadas a través de una mayor acumulación de reservas y algunos países han impuesto medidas administrativas (Brasil y Perú).

Desde el punto de vista de las políticas económicas, cabe destacar que en los últimos seis meses algunos países comenzaron a revertir parcialmente el estímulo monetario desplega-

1. Los datos promedio a los que se refiere este Informe se calculan con la información correspondiente a siete países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.



FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream y Banco de España.

a. Siete mayores economías.

b. Media de los ratings de las tres principales agencias, ponderados por el PIB en PPP de cada país.

do durante la crisis. Así, en mayo y junio, respectivamente, los bancos centrales de Perú y Chile comenzaron el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales que Brasil había iniciado ya en abril. En cambio, Colombia y México mantuvieron sus tipos de intervención sin cambios, y Argentina siguió aplicando una política monetaria expansiva. Recientemente, el proceso de subidas se ha interrumpido en Brasil y Perú, mientras que en Chile se ha moderado el ritmo de elevación del tipo de interés oficial, en lo que pueden haber influido las presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio antes comentadas. En el ámbito de las políticas fiscales, el saldo público como porcentaje del PIB mostró pocos cambios respecto al semestre anterior, a escala regional, manteniéndose un déficit en torno al 2,5% del PIB. Sin embargo, en varios países se produjo una mejora en los saldos primarios, que se explica casi exclusivamente por el efecto del ciclo. Desde una perspectiva más estructural, cabe destacar la resolución del segundo canje de deuda en Argentina, que representa un avance en la normalización de su situación de impago (a falta de resolver la deuda pendiente con el Club de París), y la presentación por parte del Gobierno colombiano de una regla fiscal diseñada para gestionar los ingresos esperados por el auge en el sector minero-energético en la próxima década.

Las perspectivas para América Latina son, en conjunto, favorables, aunque se espera cierta desaceleración en el segundo semestre de 2010, debido, en parte, al moderado endurecimiento de las políticas monetarias. Las condiciones externas, caracterizadas por una política monetaria muy laxa y más prolongada en el tiempo de lo que se esperaba en Estados Unidos, y por un fuerte crecimiento en Asia, se configuran como muy expansivas para la región, ante lo cual las políticas nacionales deberían adoptar una orientación más restrictiva. De hecho, el principal riesgo que se aprecia es, probablemente, que las políticas económicas no reaccionen adecuadamente y terminen adoptando un sesgo procíclico. En concreto, las autoridades se enfrentan al dilema de actuar más decididamente para prevenir el sobrecalentamiento de sus economías o, por el contrario, adoptar una posición menos activa para protegerse del riesgo de una caída en la economía mundial y evitar acciones, sobre todo en el ámbito monetario, que puedan inducir flujos de capitales aún mayores.

	2007	2008	2009	2008		2009				2010		Septiembre
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
PIB (tasa interanual):												
América Latina (a)	5,8	4,2	-2,0	5,0	0,8	-2,9	-4,0	-2,5	1,4	5,6	7,7	
Argentina	8,7	6,8	0,9	6,9	4,1	2,0	-0,8	-0,3	2,6	6,8	11,8	
Brasil	6,1	5,1	-0,2	7,1	0,8	-2,1	-1,6	-1,2	4,3	9,0	8,8	
México	3,3	1,5	-6,5	1,6	-1,1	-7,9	-10,0	-6,1	-2,3	4,3	7,6	
Chile	4,6	3,7	-1,5	5,2	0,7	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,5	6,5	
Colombia (d)	6,9	2,7	0,8	3,1	-1,5	-0,4	-0,2	0,9	3,0	4,2	4,5	
Venezuela	8,1	4,8	-3,3	3,8	3,5	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	-5,2	-1,9	
Perú	8,9	9,8	0,9	10,9	6,5	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,1	10,1	
Uruguay	7,5	8,5	2,9	9,4	7,6	2,6	1,1	2,8	4,7	8,8	10,4	
IPC (tasa interanual):												
América Latina (a)	5,4	7,8	6,4	8,5	8,5	7,6	6,7	5,9	5,4	6,1	6,6	6,3
Argentina	8,8	8,6	6,3	8,9	7,8	6,6	5,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1
Brasil	3,6	5,7	4,9	6,3	6,2	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	4,7
México	4,0	5,1	5,3	5,5	6,2	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7
Chile	4,4	8,7	0,4	9,3	8,6	4,8	1,8	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	1,9
Colombia	5,5	7,0	4,2	7,7	7,8	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3
Venezuela	18,8	31,4	28,6	34,6	33,4	29,5	28,2	28,7	28,1	27,4	31,9	28,5
Perú	1,8	5,8	2,9	6,1	6,6	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,1	2,4
Uruguay	8,1	7,9	7,1	7,6	8,6	8,2	6,7	7,1	6,3	6,7	6,9	6,3
SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB):												
América Latina (a) (c)	-0,4	-0,5	-2,6	-0,2	-0,5	-1,5	-2,0	-2,8	-2,6	-2,6	-2,5	
Argentina	1,1	1,4	-0,6	1,9	1,4	1,0	0,0	-1,0	-0,6	-0,8	-0,4	
Brasil	-2,7	-1,9	-3,3	-1,8	-2,0	-2,8	-3,1	-4,2	-3,3	-3,4	-3,4	
México	0,0	-0,1	-2,3	0,0	-0,1	-1,4	-1,7	-2,4	-2,3	-1,8	-2,3	
Chile	8,6	5,0	-4,6	6,1	5,0	1,3	-1,5	-3,9	-4,6	-3,8	-1,0	
Colombia	-2,8	-1,8	-4,3	-2,3	-1,8	-2,8	-3,0	-3,3	-3,8	-3,6	-4,3	
Venezuela	3,1	-1,2	-5,4	0,9	-1,2	-2,2	-1,4	-1,3	-0,6	-	-	
Perú	1,8	2,2	-2,0	2,1	2,2	1,4	0,1	-0,7	-1,8	-1,3	-1,0	
Uruguay	0,0	-1,5	-1,7	-1,0	-1,5	-2,1	-2,2	-2,2	-1,7	-2,0	-1,1	
DEUDA PÚBLICA (% del PIB):												
América Latina (a)	33,8	30,8	35,0	30,4	30,8	31,4	33,1	34,6	34,9	34,6	34,5	
Argentina	52,6	44,7	47,9	45,8	44,7	41,9	44,2	46,1	48,0	48,0	47,1	
Brasil	45,1	38,4	42,8	40,0	38,4	39,1	41,2	43,2	42,8	42,0	41,4	
México	21,0	24,5	28,2	20,8	24,5	25,4	26,7	28,4	28,2	28,5	28,7	
Chile	4,1	5,2	6,1	4,5	5,2	5,0	4,9	5,8	6,1	6,8	7,4	
Colombia	32,9	33,4	35,5	32,8	33,4	36,8	35,2	33,6	35,1	34,6	35,4	
Venezuela	22,8	13,6	22,6	12,6	13,2	13,5	18,1	20,4	22,6	22,6	26,8	
Perú	29,8	24,1	26,7	23,9	24,1	24,8	26,1	26,9	26,7	25,0	23,5	
Uruguay	68,1	52,9	68,9	57,8	52,6	56,7	60,5	67,3	69,1	65,4	58,6	
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB):												
América Latina (a) (b)	0,7	-0,5	-0,3	0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	
Argentina	2,8	2,1	3,7	2,8	2,2	2,0	3,3	3,6	3,7	3,0	2,4	
Brasil	0,1	-1,7	-1,5	-1,5	-1,7	-1,5	-1,2	-1,2	-1,5	-1,8	-2,2	
México	-0,8	-1,5	-0,6	-0,9	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4	-0,7	-0,5	-0,5	
Chile	4,5	-1,5	2,6	0,6	-1,4	-2,0	-1,4	0,7	2,6	2,6	1,6	
Colombia	-2,9	-2,8	-2,2	-2,1	-2,8	-2,9	-2,8	-2,7	-2,1	-2,1	-2,3	
Venezuela	7,9	12,0	2,3	15,9	11,7	7,6	2,9	-0,5	2,4	5,0	6,1	
Perú	1,3	-3,7	0,2	-2,4	-3,7	-3,3	-1,9	-0,8	0,2	0,1	-0,2	
Uruguay	-0,9	-4,8	0,7	-4,3	-4,8	-3,6	-1,1	-0,2	0,7	0,6	0,9	
DEUDA EXTERNA (% del PIB):												
América Latina (a) (b)	19,9	17,6	20,5	18,2	17,4	18,7	19,6	21,0	20,6	19,9	19,7	
Argentina	47,8	38,3	38,0	40,6	39,2	37,4	38,2	38,9	38,0	37,4	-	
Brasil	14,1	12,1	12,6	12,3	11,8	12,2	13,3	14,1	12,4	12,1	11,6	
México	12,1	11,5	18,6	11,3	11,4	14,8	15,9	17,8	18,6	18,2	17,7	
Chile	34,0	38,0	44,7	37,5	37,6	40,0	42,1	45,3	45,0	42,2	42,2	
Colombia	21,4	19,1	23,2	18,7	19,1	19,9	19,7	21,9	22,9	18,8	19,4	
Venezuela	24,6	19,4	19,7	20,1	18,9	18,8	18,6	19,3	19,7	21,1	24,5	
Perú	30,6	27,3	28,0	28,2	27,3	27,5	28,0	28,4	28,0	27,2	25,4	
Uruguay	51,0	38,5	44,7	40,5	38,2	39,2	40,9	45,4	44,5	40,7	36,7	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

b. Media móvil de cuatro trimestres.

c. Sin Venezuela.

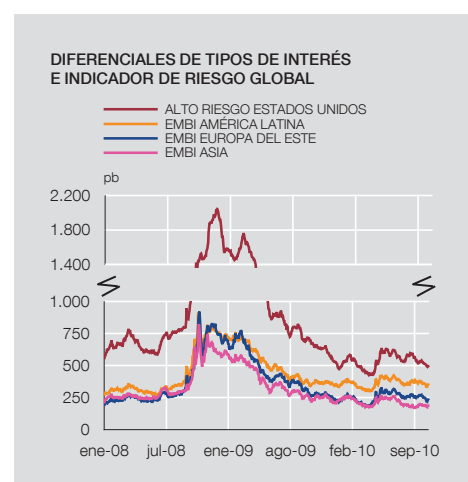
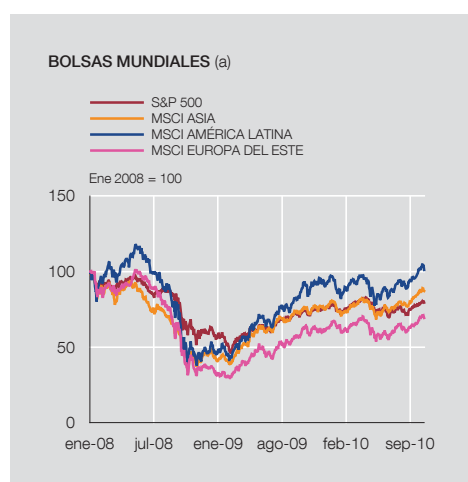
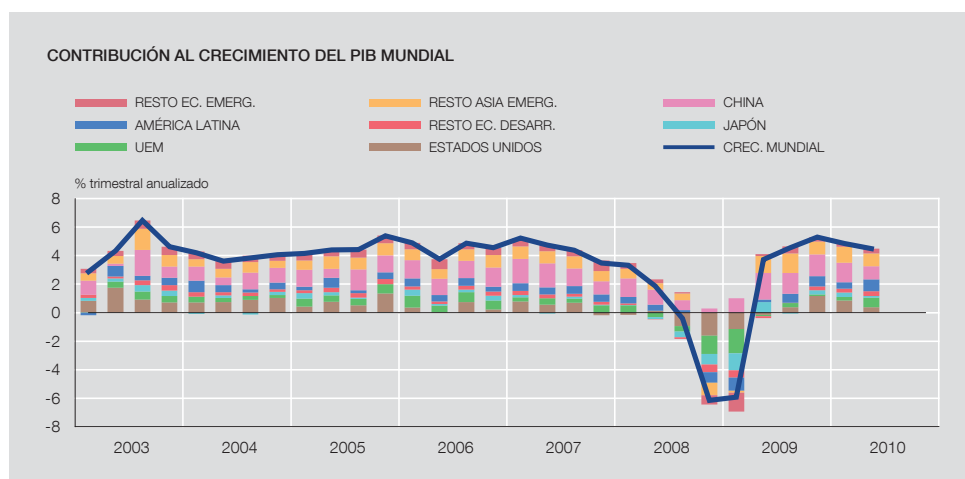
d. Serie ajustada de estacionalidad.

Tras un primer trimestre del año en el que la economía mundial mostró un importante dinamismo, creciendo a tasas del 4,5% interanual, desde finales del segundo trimestre comenzaron a aparecer algunos síntomas de debilidad en las economías desarrolladas, siendo más acusados en la economía estadounidense. Estos indicios de fragilidad eran hasta cierto punto esperados, ya que la recuperación se había apoyado en gran medida en una recomposición del ciclo de existencias y, además, se mantenían importantes dudas sobre la capacidad de la demanda privada de tomar el relevo una vez fueran disminuyendo los efectos expansivos de los estímulos fiscales que previamente habían sostenido la actividad. Así, en Estados Unidos el crecimiento se frenó desde el 3,7% intertrimestral anualizado del primer trimestre al 1,7% del segundo, mientras que en Japón la actividad se desaceleró también hasta un 1,5%, tras haberse expandido un 5% en el primer trimestre. El área del euro, en cambio, mostró un perfil diferente, creciendo un 3,9% en el segundo trimestre, desde el 0,8% previo, por el fuerte repunte de Alemania. Sin embargo, también en la UEM aparecieron síntomas de ralentización en el inicio del tercer trimestre.

Las economías emergentes, por su parte, sostuvieron en conjunto un apreciable dinamismo durante este período —especialmente notable en países asiáticos como China e India, pero también en Brasil—. En todo caso, las señales de desaceleración que se produjeron respondieron más a medidas de política dirigidas a evitar un excesivo ritmo de expansión (véase gráfico 2). Así, algunas medidas orientadas al enfriamiento del mercado inmobiliario en China tuvieron efecto, y se tradujeron en un retorno de los indicadores de actividad hacia tasas más sostenibles, aunque todavía elevadas. De este modo, el perfil de distribución del crecimiento económico mundial, con preponderancia de Asia, tendió a favorecer precios de las materias primas elevados y relativamente estables durante los seis últimos meses, lo que a su vez supuso un impulso importante para América Latina como región exportadora. El precio del crudo se movió en un rango estrecho entre los 70 y 80 dólares durante buena parte del último semestre, aunque repuntó por encima de estos niveles hacia el final del período. Los precios de los metales se acercaron a sus máximos anuales y los de las materias primas agrícolas subieron también tras el verano, en parte como consecuencia de las restricciones comerciales impuestas por Rusia.

En este contexto, la recuperación que los mercados financieros internacionales habían experimentado en los primeros meses del año se ha visto frenada en los seis últimos meses. Entre mayo y junio, el factor dominante fue la incertidumbre relativa a la situación fiscal en el área del euro. La publicación de los *stress tests* de las entidades bancarias europeas en julio favoreció cierta mejoría, pero el foco de atención se trasladó poco después a las dudas sobre la sostenibilidad de la actual recuperación en las economías desarrolladas. Esta situación se tradujo en una mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados, así como en un movimiento de huida hacia activos más seguros, que ha tendido a atenuarse posteriormente, si bien permanecen activos algunos focos de vulnerabilidad fiscal en Europa.

En el ámbito de la política monetaria, los principales bancos centrales mantuvieron sus tipos de interés oficiales cercanos a cero. Sin embargo, frente a las expectativas existentes tan solo hace seis meses sobre un posible comienzo de la estrategia de salida de las medidas excepcionales, el debilitamiento de las economías ha traído consigo un retraso en las expectativas de normalización de los niveles de tipos de interés, e incluso ha llevado recientemente al Banco de Japón a adoptar nuevas medidas extraordinarias, mientras que en Estados Unidos y en Reino Unido se plantea la posibilidad de ampliar el estímulo cuantitativo. En este contexto, los tipos de interés a diez años en Estados Unidos, que habían tendido a la normalización (al alza) hasta el mes de abril, disminuyeron sensiblemente en los meses posteriores [más de 150 puntos básicos (pb), hasta niveles cercanos al 2,50%], pese al fuerte volumen de emisiones soberanas.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Índices en dólares.

nas. En los mercados cambiarios, el dólar funcionó inicialmente como activo refugio y se fortaleció frente al euro hasta el mes de julio, dada la creciente incertidumbre asociada a la deuda soberana de algunas economías europeas. No obstante, parte del movimiento apreciatorio del dólar tendió a corregirse desde agosto por las dudas sobre el crecimiento en Estados Unidos y por la creciente probabilidad de nuevos estímulos monetarios; en septiembre, el fortalecimiento del yen propició la primera intervención del Banco de Japón en los mercados de cambios en más de cinco años. Esta intervención pone de manifiesto la creciente sensibilidad de muchos países, incluidas algunas economías desarrolladas, al riesgo de sobrevaloración de los tipos de cambio, así como el mayor activismo para mitigarla, a través de la acumulación de reservas y, de modo cada vez más generalizado, del establecimiento de controles de capital en las economías emergentes.

Los mercados emergentes evolucionaron a grandes rasgos en línea con los mercados globales y, aunque no fueron ajenos a los episodios de volatilidad y mayor aversión al riesgo del semestre, sí mostraron una mayor resistencia relativa. Los diferenciales soberanos, aproximados por el EMBI+, se ampliaron moderadamente durante el episodio de turbulencias generadas por la situación fiscal en Europa, para después reducirse hasta el entorno de los 280 pb, muy cercanos a los mínimos del año y al nivel que mantenía este diferencial antes de la crisis financiera global.

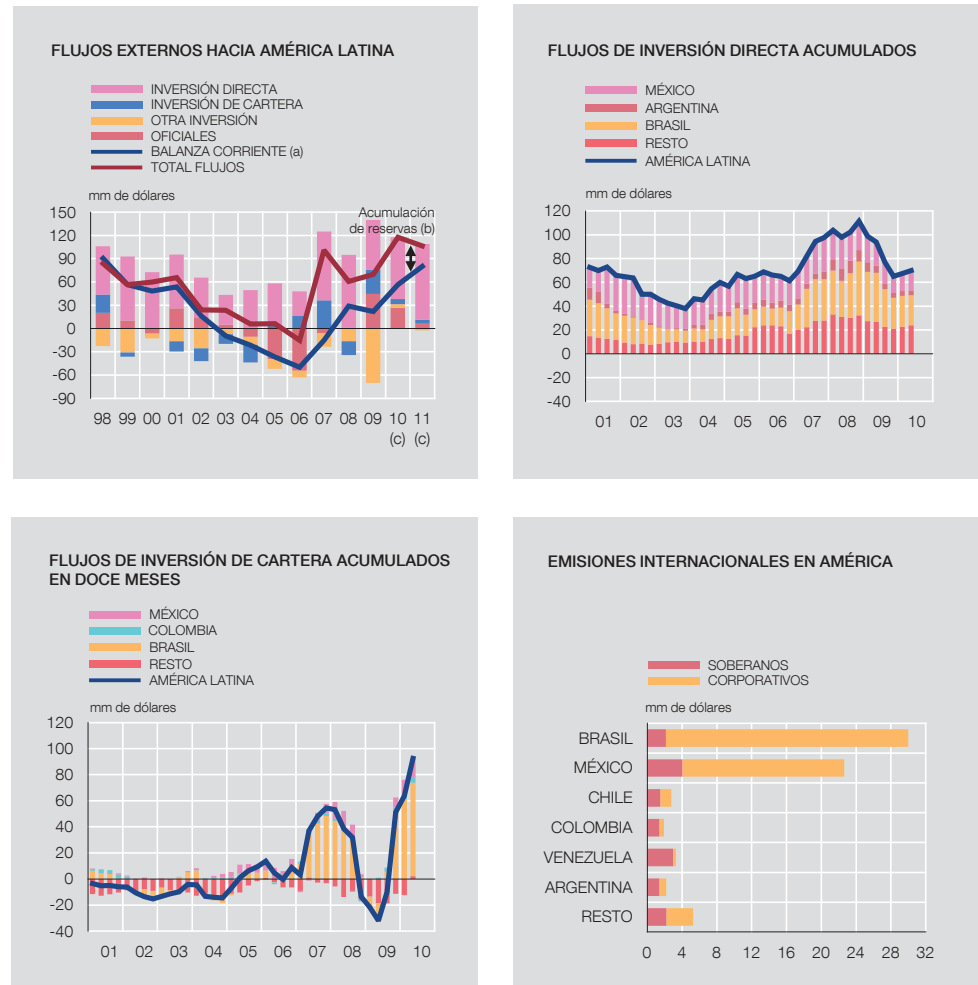
Por regiones, se observó un comportamiento algo mejor del EMBI asiático que los correspondientes a América Latina y a Europa del Este. Las bolsas, aproximadas por los índices MSCI en dólares, tendieron a estabilizarse hasta el mes de agosto, pero experimentaron importantes subidas en septiembre y en octubre. El índice bursátil de Europa del Este mostró, sin embargo, una evolución peor que la del resto de regiones y sigue más lejos de los niveles previos a la crisis de 2008 que los de las otras áreas. Pese a que el dólar funcionó como activo refugio en algunos episodios de inestabilidad del semestre, las divisas de las regiones emergentes tendieron a recuperarse, y cerraron el período en niveles de apreciación cercanos a los máximos del año. Por su parte, el renminbi chino se apreció muy gradualmente (por encima del 2%) frente al dólar, a pesar del anuncio, realizado en junio, de una mayor flexibilidad de la divisa.

Mercados financieros y financiación exterior

Los aspectos más destacados de la evolución de los mercados financieros latinoamericanos en los últimos seis meses fueron, inicialmente, su notable resistencia ante las tensiones desencadenadas, primero, por las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda soberana de algunos países europeos y, posteriormente, por el debilitamiento de la economía americana. A pesar de dicha resistencia, los mercados latinoamericanos no fueron completamente inmunes y experimentaron un cierto aumento de la volatilidad entre mayo y junio, acompañado de una moderada depreciación en algunos tipos de cambio —en particular, del real brasileño, el peso colombiano y el peso chileno, que previamente venían apreciándose con fuerza—, de una ampliación de los diferenciales soberanos y de una cierta caída en las bolsas. A partir de julio, los mercados retomaron una tendencia alcista que se ha intensificado en todos los segmentos (bolsa, bonos, mercados cambiarios) en las últimas semanas, en particular a partir de la intervención del Banco de Japón en los mercados de cambios, a mediados de septiembre, y coincidiendo con el aumento de las expectativas de nuevos estímulos monetarios en Estados Unidos.

De hecho, durante los últimos meses ha tenido lugar una cierta recomposición de los flujos de capital, en una doble dirección. Por un lado, hacia los mercados emergentes, en particular aquellos con favorables perspectivas de crecimiento y diferenciales positivos en los tipos de interés, como los latinoamericanos. Por otro, a favor de los flujos de cartera y, con cierto retraso, de la inversión extranjera directa, que, aunque se ha recuperado desde los mínimos de la crisis, se sitúa muy por debajo de los niveles previos a ella. Así, cabe destacar que los flujos de inversión de cartera acumulados en los últimos doce meses en América Latina ya se situaban en el segundo trimestre (últimos datos disponibles) en máximos históricos (cerca de 100 mm de dólares), concentrándose mayoritariamente en Brasil. Sin embargo, los flujos de inversión directa en términos acumulados hasta la misma fecha se situaban algo por encima de los 60 mm de dólares, con una distribución más proporcional entre Brasil, México y el resto de América Latina (véase gráfico 3). En este contexto, se ha producido también un fuerte aumento del volumen de emisiones internacionales tanto públicas como privadas, tras el cierre temporal de los mercados durante esos meses de primavera.

Los tipos de cambio de la mayoría de las divisas latinoamericanas (pero especialmente del real brasileño, del peso colombiano y del peso chileno), que habían tendido a fortalecerse a partir del verano, han intensificado su ritmo de apreciación, situándose en octubre en niveles cercanos a los máximos de 2008. Desde principios de año, el peso colombiano acumula una apreciación de más de un 15% frente al dólar, apreciación que ha sido algo más moderada en los casos del peso chileno, el real brasileño y el sol peruano, pero que, si se cuenta desde los mínimos de 2008, supera el 40% en Brasil y el 30% en Chile y en Colombia (véase gráfico 4). En cambio, el peso mexicano se ha mantenido relativamente estable durante todo el período —salvo en el momento de mayor inestabilidad en Europa, cuando tendió a apreciarse— y el peso argentino mantuvo su gradual pero constante tendencia a la depreciación (20% acumulado desde mediados de 2008, 5% en lo que va de año).



FUENTES: JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

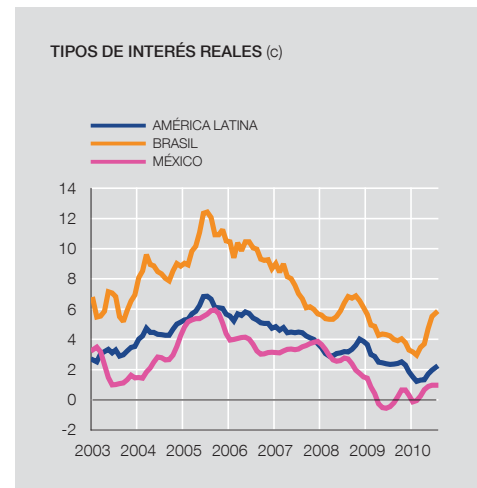
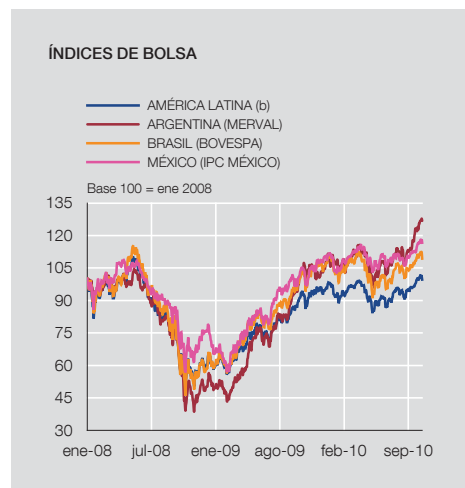
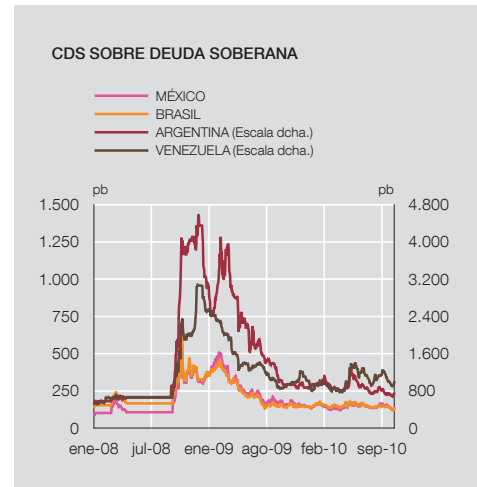
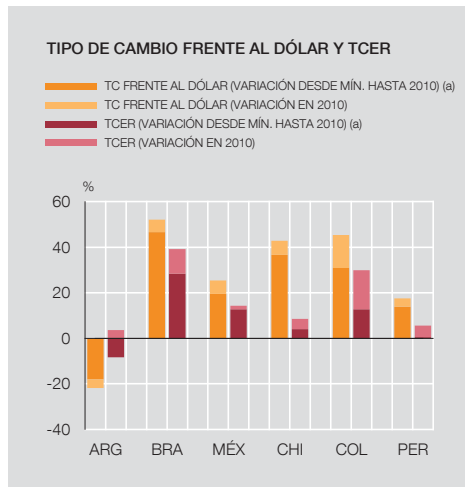
- a. Un signo positivo indica un déficit por cuenta corriente.
- b. Diferencia entre los flujos de inversión y el saldo (-) en cuenta corriente.
- c. Previsiones WEO (octubre de 2010) para 2010-2011.

La apreciación de los tipos de cambio, en paralelo con la subida de las bolsas y el estrechamiento de los diferenciales soberanos, ha reabierto de nuevo en los países afectados la discusión sobre el riesgo que plantean el fuerte aumento de las entradas de capital y la excesiva apreciación de los tipos de cambio, y sobre cómo gestionarlos, principalmente tras las discusiones infructuosas al respecto en el seno de las asambleas del FMI. En este contexto, Brasil aumentó en octubre el impuesto sobre transacciones financieras (IOF) del 2% al 4%, y posteriormente al 6% para los flujos de inversión de renta fija, una medida equivalente a la introducción de un control de capitales vía precios; Perú introdujo diversos controles de capital e incluso países como Chile, tradicionalmente inclinados a no intervenir en el mercado de cambios, han dejado la puerta abierta a su consideración, como último recurso. En este contexto, la acumulación de reservas ha proseguido, de forma que estas se sitúan en máximos históricos, y algunos países están moderando el ritmo de subida de los tipos de interés oficiales (Brasil, Perú y Chile).

De la evolución de los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS), cabe destacar la estabilidad mostrada por estos en Brasil, México y Chile (donde oscilaron en un rango estrecho entre los 100 pb y 150 pb en los dos primeros, y por debajo de los 100 pb en

SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS, TIPOS DE INTERÉS REALES, TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y TCER
Puntos básicos, índices y nivel

GRÁFICO 4



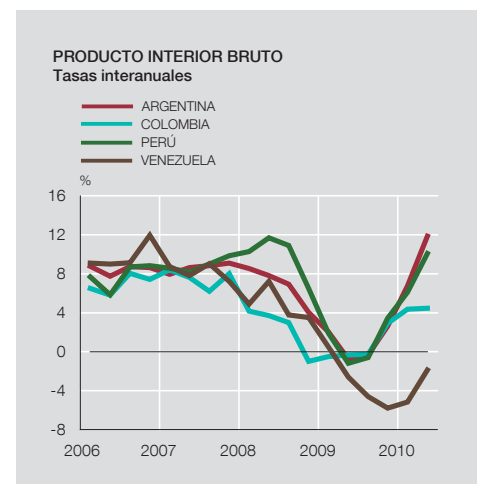
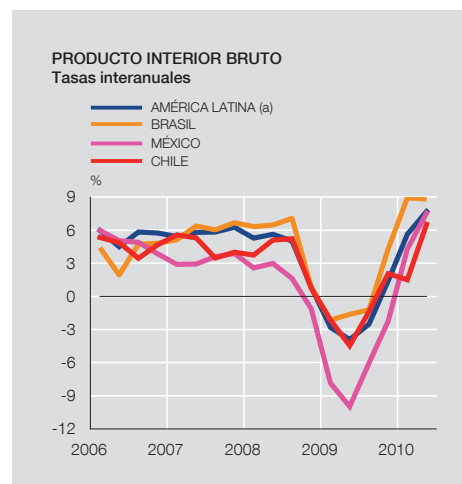
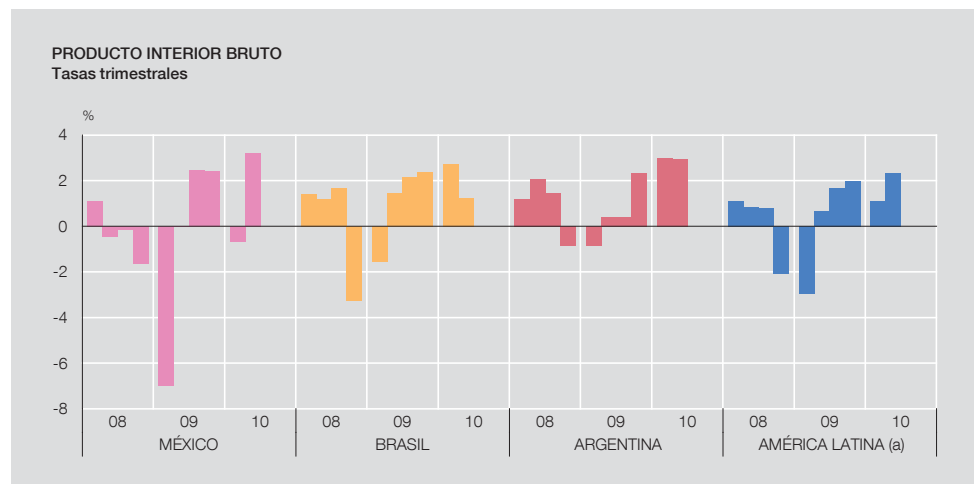
FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a. Mínimo valor desde la quiebra de Lehman Brothers (15.9.2008). Para Argentina se considera el valor en esa fecha concreta.
 b. Índice MSCI América Latina en moneda local.
 c. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación.

el último), y, en cambio, la fuerte ampliación experimentada por las primas de riesgo en Venezuela y en Argentina (donde los CDS llegaron a alcanzar los 1.400 pb en junio, fuertemente afectados por la crisis soberana europea). En Argentina, estos han retornado recientemente hacia los mínimos de los últimos años (500 pb), tendencia que se inició a partir de la resolución del canje de la deuda impagada en junio. Sin embargo, en Venezuela el deterioro económico, las elecciones y las restricciones en el mercado de cambios propiciaron que los CDS se mantuvieron en niveles cercanos a los máximos hasta muy recientemente. En lo que respecta a la evolución de las bolsas, cabría destacar que las de Argentina, México y Brasil cedieron en torno a un 15% entre mayo y junio, pero se recuperaron gradualmente desde esa fecha, hasta situarse en septiembre nuevamente en torno a máximos del año, alcanzando en el caso de Argentina un máximo histórico. Con todo, las bolsas que experimentaron mayores ganancias han sido las de Chile y Colombia (más de un 30% desde comienzos de año).

Actividad y demanda

El crecimiento económico sorprendió al alza en la mayor parte de las economías de América Latina en la primera parte del año. Al mismo tiempo, la contribución de la demanda interna al



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

crecimiento interanual de la región fue aumentando, hasta superar los 10 pp (aunque con una aportación importante de las existencias), mientras que la demanda externa detrajo más de dos puntos en el segundo trimestre. Esta composición replica el patrón previo a la crisis, aunque de un modo mucho más acusado.

Todas las economías —con las excepciones de México y, sobre todo, de Venezuela, que sigue en fase recesiva— mostraron un fuerte dinamismo en el primer semestre. El primer trimestre registró un fuerte aumento en el ritmo de crecimiento interanual de la región, de más de cuatro puntos, hasta el 5,6%, que estuvo en cierto modo sesgado al alza por un efecto base (la tasa intertrimestral fue del 1,1%). Sin embargo, en el segundo trimestre la aceleración de la actividad fue más clara, con un crecimiento intertrimestral del 2,3%, que llevó la tasa interanual al 7,7%. Cabe destacar el dinamismo mostrado por la economía de Brasil, que creció a ritmos cercanos al 9% interanual en ambos trimestres, apoyada en la fortaleza de la demanda interna (véase gráfico 5), y que sirvió como impulso a sus socios comerciales más cercanos: Argentina (que creció un 11,8% interanual en el segundo trimestre) y Uruguay (10,4% interanual), algo que no era habitual en el pasado (véase recuadro 1). En los últimos meses se ha observado, sin embargo, una cierta moderación en Brasil (principalmente, en el sector industrial, afectado por el fin de algunas exenciones fiscales a la inversión), aunque

La integración exterior de las economías latinoamericanas ha experimentado en los últimos años una importante reorientación, en particular de su comercio¹. Así, desde finales de los años ochenta, pero especialmente en la segunda mitad de la presente década, la región ha registrado un incremento de la apertura comercial de sus economías (medida como suma de exportaciones e importaciones sobre el PIB), hasta el 46% en el año 2010 o acompañada de una mayor diversificación de los países de destino de sus exportaciones, como atestigua el descenso acusado de los índices Herfindahl que miden la concentración del comercio exterior².

Las principales tendencias en la reorientación comercial exterior de la región se presentan en el gráfico 1 y en el cuadro 1. Como se puede observar, Estados Unidos sigue siendo el principal socio comercial de América Latina, si bien su importancia relativa ha disminuido sustancial-

mente en la última década. En particular, Estados Unidos ha pasado de representar en el año 2000 el 55% de las exportaciones e importaciones de los nueve principales países latinoamericanos, al 38% en 2010. Este espacio ha sido ocupado, en buena medida, por las economías emergentes de Asia, cuya cuota pasó del 4,9% al 14,7% en el mismo período; y, dentro de estas, por China, que aumentó desde el 1,3% del comercio exterior de la región al 9,3%. Entre dichas fechas, el comercio intrarregional ha pasado del 14,4% al 17,6%. Estos resultados generales están influidos, sin embargo, por las cifras de México, el mayor exportador e importador de la región, que en la década de los ochenta estaba ya muy ligado a Estados Unidos (63% de exportaciones e importaciones) y poco al resto de América Latina (5,8%), y que aumentó su dependencia tras la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte en 1995 (hasta el 81,5% en las exportaciones en 2010)³. En una situación similar se encuentran los países de Centroamérica y el Caribe, cuya dependencia comercial de Estados Unidos aumentó hasta el

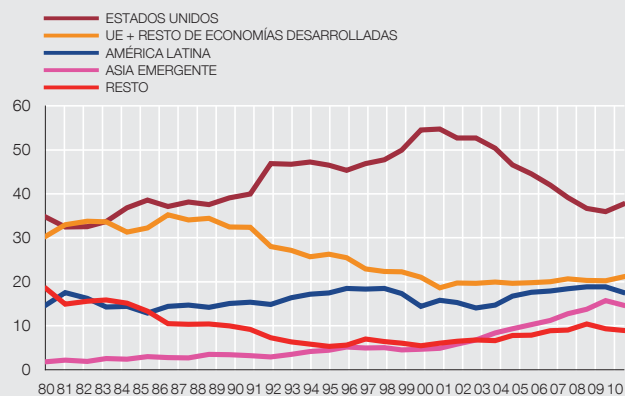
1. En el recuadro se hace referencia a la integración comercial. La integración financiera de la región, medida como los activos y pasivos frente al exterior, prácticamente no ha aumentado desde el año 2000 (del 98% del PIB al 102% en 2009). 2. Estos índices estarían por debajo, por ejemplo, de los calculados para España (en torno a 10 para las exportaciones y 7,5 para las importaciones).

3. Eliminando México del análisis, las tendencias descritas anteriormente son aún más claras: Estados Unidos representa el 19% del comercio exterior de la región sin México, una cuota parecida a la de Asia emergente (18%), y por detrás del comercio intrarregional (25,6%) y de la UE (24,2%).

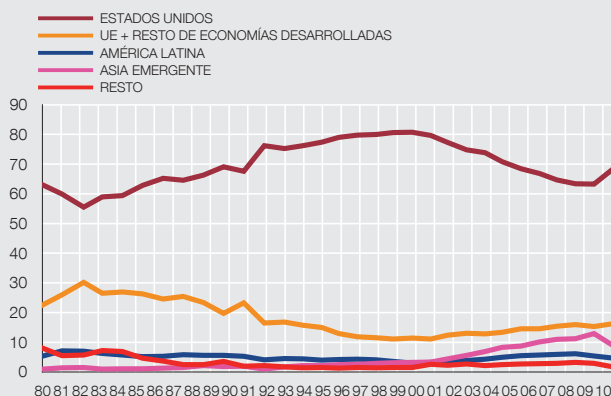
LA REORIENTACIÓN COMERCIAL DE AMÉRICA LATINA

GRÁFICO 1

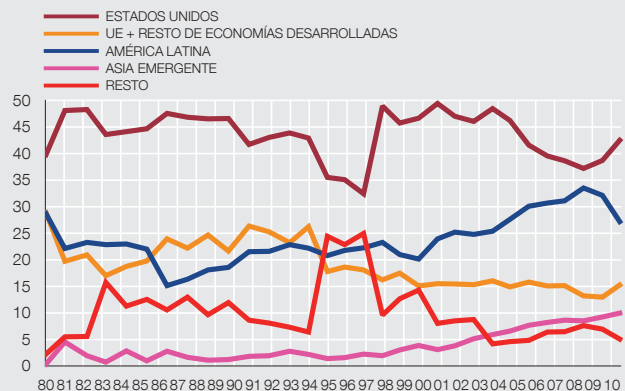
AMÉRICA LATINA: INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



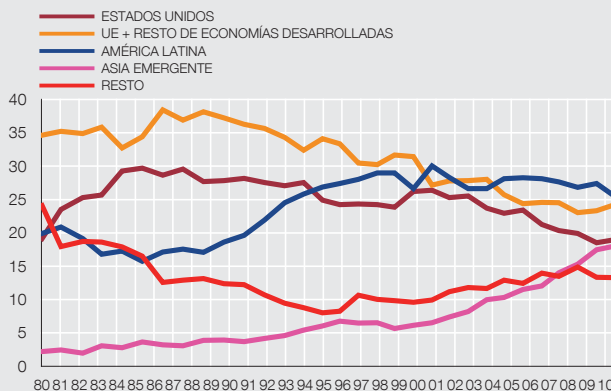
MÉXICO: INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



CENTROAMÉRICA Y CARIBE (b): INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



AMÉRICA DEL SUR (c): INTEGRACIÓN COMERCIAL (a)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. Porcentaje del total de exportaciones e importaciones con cada país/bloque representado
- b. República Dominicana, Guatemala, Costa Rica, Honduras, El Salvador, Nicaragua, Jamaica, Haití y Bahamas
- c. Argentina, Brasil, Uruguay, Colombia, Chile, Perú, Venezuela y Ecuador.

49,2% en el 2000, y registró un nuevo repunte tras la firma de varios acuerdos de libre comercio con el vecino del Norte, que complementan al conjunto de tratados contenidos en CAFTA + DR⁴. En todo caso, in-

4. Por sus siglas en inglés, Tratado de Libre Comercio de América Central y la República Dominicana.

cluso en estos países, el peso de Asia emergente —y, en concreto, de China— ha crecido sustancialmente en los últimos años, si bien se encuentra aún en niveles relativamente bajos (4,6% del total). En cambio, la evolución del comercio exterior en los principales países de Sudamérica ilustra el aumento del comercio intrarregional y el alcance de la diversificación hacia Asia, hasta el punto de que desde 2004

REORIENTACIÓN COMERCIAL: PRINCIPALES SOCIOS

CUADRO 1

	EXPORTACIONES						IMPORTACIONES						ÍNDICE HERFINDAHL (a)		% DEL PIB	
	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.		
Argentina																
1980-1990 EEUU	11,8	Holanda	10,0	Brasil	8,2	EEUU	20,3	Brasil	13,9	Alemania	10,2	4,1	8,9	9,0	6,2	
2006-2010 Brasil	19,0	China	8,0	Chile	7,7	Brasil	32,5	EEUU	12,8	China	10,7	6,3	14,0	23,7	19,0	
Brasil																
1980-1990 EEUU	25,0	Holanda	6,6	Japón	6,4	EEUU	18,8	Irak	10,7	A. Saudí	9,5	8,2	7,2	10,1	7,9	
2006-2010 EEUU	14,3	Argentina	8,7	China	8,6	EEUU	15,6	China	11,3	Argentina	8,4	4,7	5,9	13,2	12,1	
México																
1980-1990 EEUU	62,2	España	6,7	Japón	6,4	EEUU	64,7	Alemania	5,2	Japón	5,0	39,9	42,6	16,6	13,6	
2006-2010 EEUU	81,5	Canadá	2,9	Alemania	1,5	EEUU	50,1	China	10,9	Japón	5,4	66,5	27,1	28,1	29,7	
Chile																
1980-1990 EEUU	19,4	Japón	11,8	Alemania	10,7	EEUU	21,2	Japón	9,0	Brasil	8,6	7,9	7,5	27,2	26,5	
2006-2010 China	15,0	EEUU	12,5	Japón	9,9	EEUU	18,8	China	11,6	Argentina	10,0	6,5	7,7	44,0	33,8	
Colombia																
1980-1990 EEUU	35,5	Alem.	14,2	Holanda	5,2	EEUU	35,2	Japón	9,9	Alemania	6,7	15,8	15,0	14,9	13,9	
2006-2010 EEUU	36,1	Venezuela	15,6	Ecuador	4,2	EEUU	29,1	China	9,6	México	8,4	16,3	11,3	17,3	21,2	
Venezuela																
1980-1990 EEUU	40,8	Canadá	5,0	Ant. Hol.	4,5	EEUU	46,0	Alemania	7,0	Japón	6,4	17,9	23,0	27,5	22,2	
2006-2010 EEUU	38,9	Ant. Hol.	8,1	China	3,7	EEUU	26,5	Colombia	13,1	Brasil	9,9	16,2	10,9	29,2	22,3	
Perú																
1980-1990 EEUU	30,0	Japón	12,5	R. Unido	5,1	EEUU	31,5	Japón	7,7	Alemania	7,1	11,7	12,2	16,7	16,2	
2006-2010 EEUU	20,2	China	14,1	Canadá	8,7	EEUU	22,1	China	10,6	Brasil	8,5	8,5	8,6	27,2	22,4	
Ecuador																
1980-1990 EEUU	51,4	Japón	3,9	Panamá	3,8	EEUU	32,5	Japón	11,4	Alemania	7,9	27,0	13,6	25,6	24,7	
2006-2010 EEUU	43,3	Perú	9,5	Chile	6,0	EEUU	23,2	Colombia	10,6	Venezuela	9,8	21,0	9,2	35,7	36,6	
Uruguay																
1980-1990 Brasil	19,4	EEUU	10,8	Alemania	8,9	Brasil	20,4	Argentina	12,3	EEUU	9,3	7,4	8,4	21,8	19,6	
2006-2010 Brasil	17,4	China	8,2	Argentina	7,5	Argentina	19,7	Brasil	17,8	China	9,9	6,1	10,1	28,4	30,0	
América Latina																
1980-1990 EEUU	36,6	Japón	5,9	Alemania	4,6	EEUU	36,6	Alemania	6,7	Japón	6,3	14,7	15,1	14,5	12,0	
2006-2010 EEUU	43,2	China	5,4	Brasil	2,7	EEUU	33,1	China	10,6	Brasil	5,3	19,6	13,3	22,4	21,1	
América Latina sin México																
1980-1990 EEUU	27,6	Japón	5,7	Alemania	5,7	EEUU	26,2	Alemania	7,3	Japón	6,8	9,3	9,2	13,6	11,3	
2006-2010 EEUU	20,8	China	8,1	Brasil	3,8	EEUU	18,9	China	10,3	Brasil	8,3	6,2	6,7	20,1	17,7	

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a. Suma del cuadrado de las cuotas de cada socio comercial en el total del comercio exterior de cada país o región. El índice está acotado, por tanto, entre 0 y 100.

América Latina es el principal origen y destino de las exportaciones e importaciones de Sudamérica, y la cuota de Asia emergente aumenta (fundamentalmente, por China) desde el 6,5% en 2000 al 18% en 2010.

Los factores que han impulsado esta reorientación han sido, por un lado, el desarrollo, con sus altibajos, de los acuerdos comerciales regionales más avanzados, como el MERCOSUR⁵, junto con la nueva estrategia de buscar acuerdos comerciales bilaterales con la cuenca del Pacífico seguida por algunos países andinos, como Chile, Perú y, en menor medida, Colombia; por otro lado, el fuerte y prolongado incremento de la demanda (y de los precios) de las materias primas —principales productos de exportación de buena parte de

América Latina—⁶, que ha tenido carácter global, pero que ha sido mucho más intenso por parte de Asia, y en concreto de China. La salida de este país a los mercados de productos básicos lo ha convertido en el primer importador del mundo tanto de materias primas agrarias (17,4% del total de importaciones mundiales) como de metales (20,7% del total), así como el tercero de petróleo (6,7% del total, detrás solo de Estados Unidos y de Japón)⁷. La bonanza de las materias primas a partir del año 2003 ha elevado, igualmente, su valor

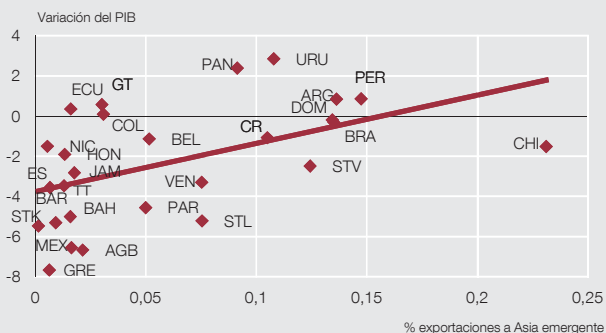
5. El aumento del comercio intrarregional se ha basado, en cambio, fundamentalmente, en manufacturas —y, dentro de estas, en las de bienes de consumo de tecnología media, como los automóviles—, lo cual podría explicar el descenso de la cuota de la región a partir de la crisis de 2008.

6. Brasil es el noveno exportador mundial de materias primas agrarias y el quinto de alimentos; Venezuela, el noveno de combustibles fósiles, y Chile, el quinto de metales. 7. En comercio bilateral de productos básicos, China aparece como el primer socio comercial en Brasil (20,9% del total de exportaciones de materias primas en los cinco últimos años, frente al 8,9% de las exportaciones generales); en Argentina es el primer destino del aceite de soja (30,9% del total), semillas de soja (79,2%), petróleo (42,8%) y cuero (35%); en Perú, más del 87% del comercio con China son materias primas, y China es el primer socio comercial en la mayoría de los metales, como cobre (38% del total) o plomo (60% total). En Chile, el 43% de todo el cobre exportado se dirige a China.

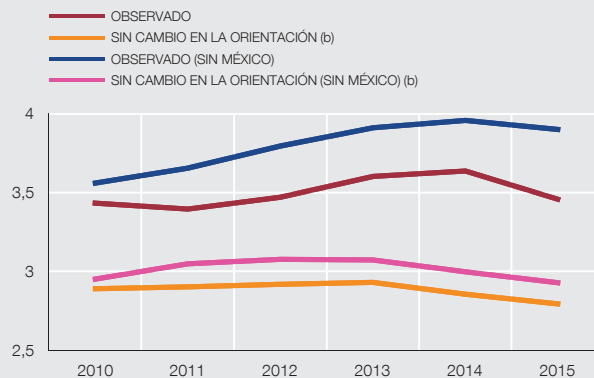
REORIENTACIÓN COMERCIAL: PERSPECTIVAS Y RIESGOS

GRÁFICO 2

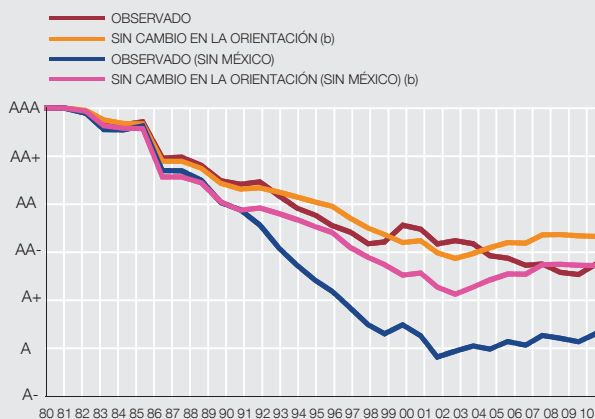
AMÉRICA LATINA: VARIACIÓN DEL PIB Y COMERCIO EXTERIOR



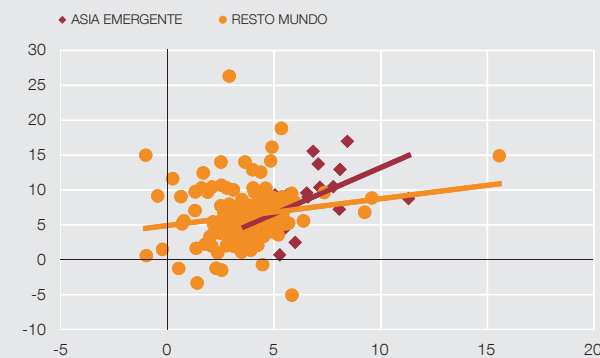
AMÉRICA LATINA: CRECIMIENTO DEL PIB DE SOCIOS COMERCIALES (c)



AMÉRICA LATINA: RIESGO PONDERADO DE LOS SOCIOS COMERCIALES (a)



RELACIÓN CRECIMIENTO DEL PIB Y DE LAS IMPORTACIONES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a. Rating de los socios comerciales de la región ponderado por su participación en el comercio.
- b. Manteniendo la estructura comercial de los ochenta-noventa para todo el período.
- c. Crecimiento del PIB de los socios comerciales de la región ponderado por su participación en el comercio.

en el total de las exportaciones (del 25% al 34,1%, o del 55,6% al 64,4% para los países andinos), lo que explica, por tanto, buena parte del aumento de la apertura de la región⁸. En este contexto, China tiene un importante potencial adicional que desarrollar, a pesar del fuerte incremento observado en la cuota de comercio latinoamericano, dado que ningún país de la región ha firmado acuerdo alguno de libre comercio extensivo con el gigante asiático⁹.

Esta reorientación del comercio exterior ha favorecido a la región durante la crisis financiera internacional, dado que a la rápida recuperación de la actividad ha contribuido la reactivación de la demanda externa, una vez que el comercio mundial —especialmente, en Asia— comenzó a crecer de nuevo y los precios de las materias primas se recuperaron de su desplome. La estructura geográfica del comercio exterior explicaría también en parte la heterogeneidad del impacto de la crisis en la región, con México y Centroamérica, los países más dependientes del comercio con Estados Unidos, registrando recesiones sin precedentes desde los años treinta y, en cambio, descensos del PIB relativamente reducidos en comparación con el pasado para los países que han aumentado su comercio con Asia (véase gráfico 2).

De cara al futuro, la nueva estructura del comercio exterior puede ayudar a consolidar la demanda exterior de América Latina, dado que la reorientación se produce hacia economías más dinámicas y que se prevé que sean los motores del crecimiento mundial en los próximos años. Así, en el gráfico 2 se presenta una estimación del cre-

cimiento del PIB en los países con los que comercia la región, lo que puede constituir un indicador de crecimiento potencial de los mercados de exportaciones latinoamericanos hasta el año 2015. Así, si los países latinoamericanos hubieran mantenido la estructura comercial de la década de los ochenta, el crecimiento del PIB de sus socios sería 0,6 pp inferior en media entre 2010 y 2015 al que registraría con la estructura actual. Si se excluye México del cálculo, la diferencia es aún mayor, cercana a los 0,8 pp en media. Además, estos nuevos socios comerciales de América Latina registran una mayor elasticidad de las importaciones al crecimiento del PIB que el resto del mundo (véase gráfico 2), y necesitan casi el doble de energía que los desarrollados para generar 1.000 dólares de PIB, productos en los que están especializados, entre otros, los países latinoamericanos.

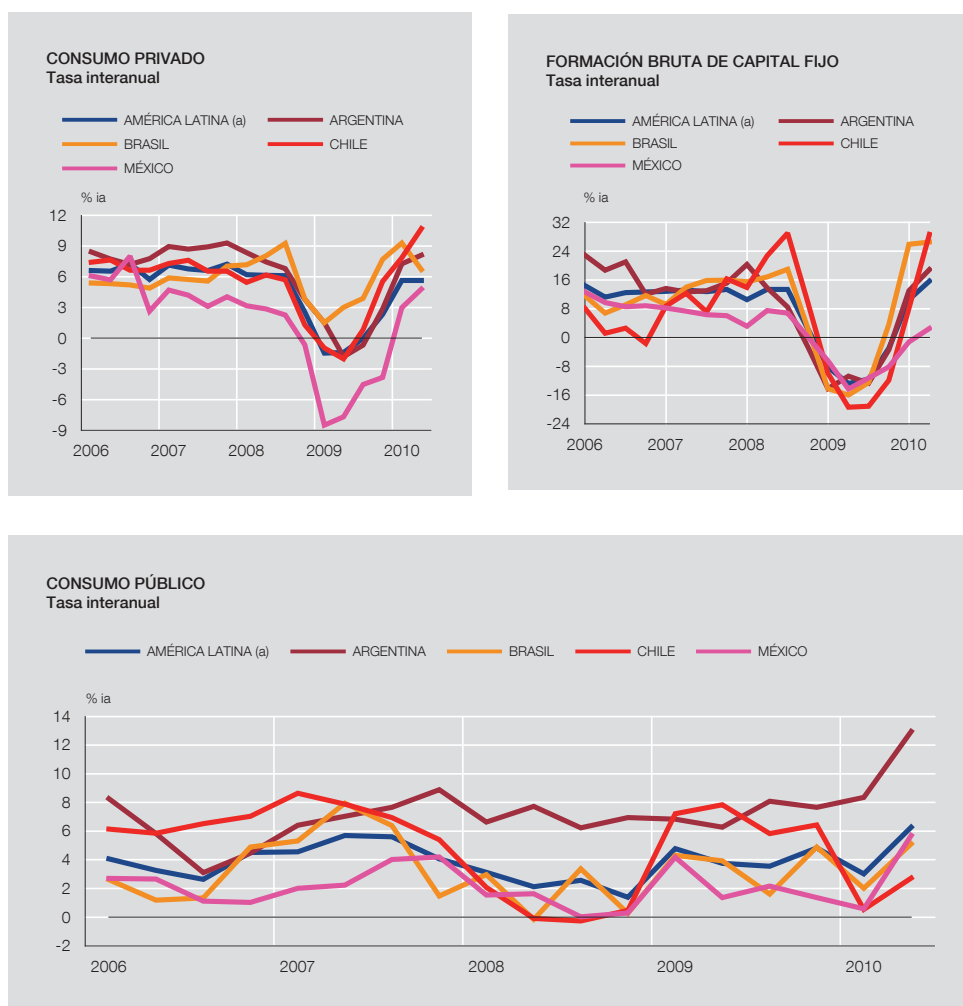
Por otro lado, la nueva estructura de comercio exterior implica, igualmente, un riesgo algo mayor, como se aprecia en el gráfico 2. Así, la calificación soberana (en media ponderada por el peso de los países en el comercio exterior) del grupo de países con el que comercia América Latina es más baja que si la región hubiera mantenido la estructura geográfica de exportaciones e importaciones de la década de los ochenta, si bien es cierto que el riesgo sigue siendo reducido y que, tras la crisis, las perspectivas de riesgo de los países asiáticos han mejorado relativamente las de los países avanzados. Por último, otro elemento de debilidad que cabe señalar es que todas estas tendencias podrían consolidar un modelo exportador basado en las materias primas, que, como la historia demuestra, puede en algunos casos ir en detrimento del desarrollo de otros sectores más dinámicos y, en última instancia, limitar las posibilidades de crecimiento. Romper esta tendencia es uno de los retos principales a los que se enfrenta la región en los próximos años.

8. CEPAL (2010), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe*. 9. Chile en 2005 y, más recientemente, Perú y Costa Rica en 2010 han sido los pioneros en buscar un acuerdo de este tipo.

manteniendo tasas de crecimiento elevadas, en un contexto de fortaleza del mercado de trabajo (la tasa de paro se situó en mínimos del 6,7% de la población activa en agosto), continuado impulso del crédito de la banca pública (que crece en torno a un 30% interanual) y favorables indicadores de confianza de empresarios y consumidores². Por su parte, en Chile (con un crecimiento del 6,5% interanual en el segundo trimestre) y en Perú (10,1%) la actividad alcanzó tasas muy elevadas, principalmente como consecuencia de la recuperación de la demanda interna y, más específicamente, de la inversión. Por el contrario, México siguió mostrando una recuperación más bien débil, dependiente del exterior y ligada al ciclo industrial estadounidense, y con una contribución escasa de la demanda interna. En este contexto, aunque en el segundo trimestre la actividad mostró un crecimiento importante (2,3% intertrimestral, 7,6% interanual), parte de él puede atribuirse a un efecto base y a una acumulación de existencias relativamente importante (véase la sección final sobre evolución económica por países).

El análisis de la composición del PIB por el lado de la demanda identifica los motores del crecimiento a escala regional: por un lado, la fuerte recuperación de la formación bruta de capital

2. Sin embargo, por el momento, dicha desaceleración sirvió de marco para justificar, junto con otras razones de tipo estructural, la interrupción del ciclo de elevación de los tipos de interés en Brasil a finales de agosto.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

(que anotó un crecimiento cercano al 17% interanual en el segundo trimestre) y, por otro, la expansión del consumo privado (5,8% interanual) (véase gráfico 6), cuyos determinantes principales mantuvieron, con escasas excepciones, un comportamiento muy positivo durante todo el período. La inversión fue espoleada por la mejora de las perspectivas de crecimiento, que ha dado lugar a una revisión al alza de los indicadores de confianza empresarial, la subida de los precios de las materias primas, el descenso de los tipos de interés reales y la mayor disponibilidad de financiación (tanto externa como interna, con la gradual tendencia a la recuperación del crédito). Estos factores permitieron superar, en términos generales, el parón en las decisiones de inversión que se produjo entre finales de 2008 y 2009. Aun así, las tasas de inversión sobre PIB se mantienen, en promedio, unos 3 pp por debajo de los máximos que alcanzaron a comienzos de 2008, en un contexto de cierre gradual de las brechas de producción. Además de ello, en algunos países se produjeron *shocks* específicos (la cosecha agrícola récord y el impulso de la exportación de manufacturas a Brasil en Argentina, el terremoto sufrido por Chile y el rebote posterior de la inversión) que permiten explicar en buena parte la pauta mostrada por la inversión en esos países.

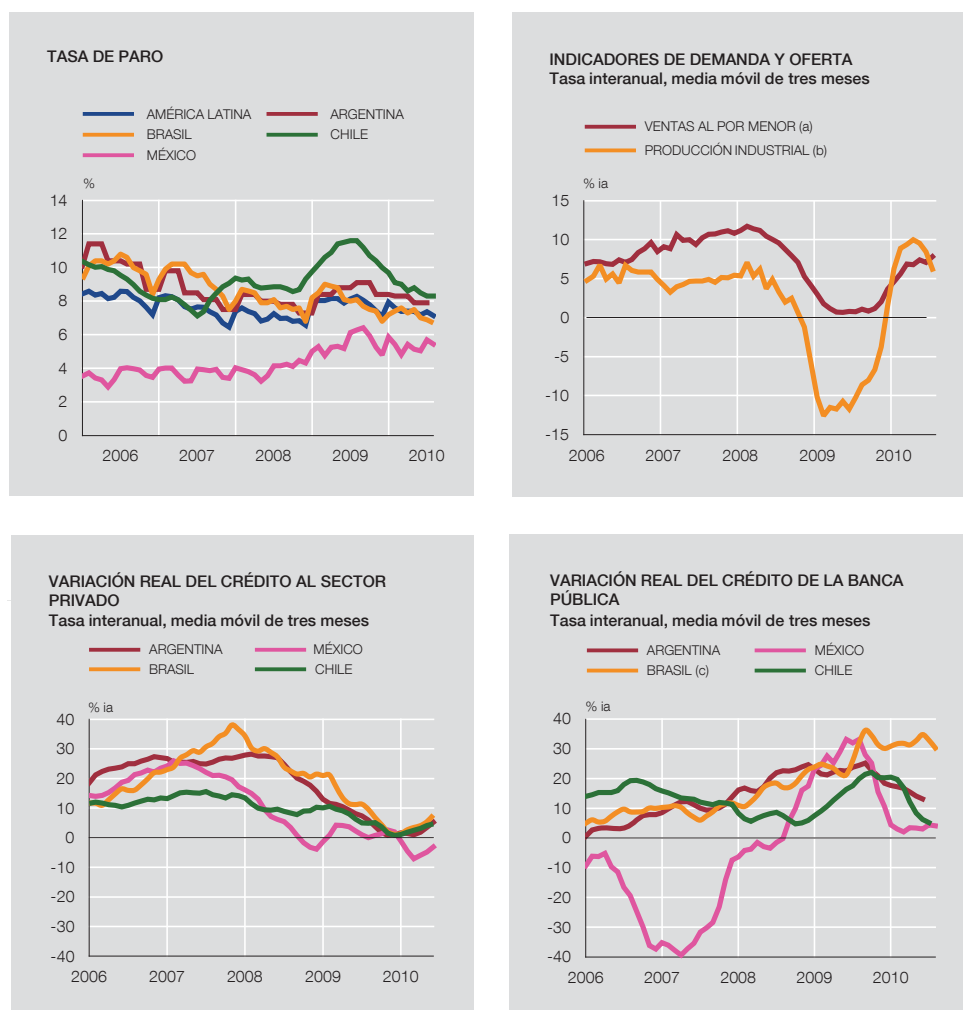
En lo que respecta a la evolución del consumo privado, cabe destacar la importante resistencia mostrada por este en la mayor parte de los países, que cabría relacionar con el mejor

comportamiento de los mercados laborales respecto a crisis anteriores, con la no caída del salario real y probablemente también con la rápida recuperación de la confianza. En este sentido, aunque se observaron diferencias importantes entre los países, cabría destacar que la elasticidad de la tasa de paro a la variación del PIB fue menor que en anteriores recesiones³. En segundo lugar, si bien se produjeron una reducción del empleo asalariado privado y un aumento del trabajo por cuenta propia y del trabajo familiar no remunerado —interrumpiéndose así el proceso de reducción relativa del sector informal observado en los años previos—, no hubo una precarización generalizada del trabajo asalariado⁴ (una notable excepción sería México). Un factor explicativo crucial es que muchos de los Gobiernos de la región tuvieron capacidad de poner en práctica políticas macroeconómicas anticíclicas, cuando en crisis anteriores se vieron obligados a adoptar políticas de ajuste. Parte de estas políticas tuvo un impacto positivo sobre el empleo —por ejemplo, aumentos de la inversión pública, programas de empleo de emergencia (creación de empleos temporales para desocupados en trabajos de mantenimiento o construcción de infraestructura de utilidad social), programas dirigidos a la retención en el empleo, políticas de protección social (extensión de la duración de los seguros de desempleo), etc.—. Por otro lado, a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, los salarios reales no disminuyeron, dadas la baja inflación y la rigidez a la baja de los salarios nominales. En este sentido, cabe destacar que, con cierto retraso respecto a la recuperación mostrada por la actividad, también el crédito al sector privado está recuperándose en la mayor parte de los países (véase gráfico 7), a pesar de la gradual retirada de la banca pública (excepto en Brasil). En México, sin embargo, los determinantes principales del consumo siguieron presentando una significativa debilidad: los ingresos en pesos por remesas se mantienen por debajo de su nivel de hace un año, el crédito para consumo continuó cayendo y el empleo formal se mantuvo por debajo del nivel de octubre de 2008, en un contexto de continuado crecimiento del empleo informal.

La contribución negativa de la demanda externa al crecimiento es otra novedad importante del último semestre. A pesar de que las exportaciones experimentaron un importante aumento en valor, cercano al 30% interanual, en gran parte como consecuencia del aumento del precio de las materias primas, ligado a su vez a la robustez de la demanda de Asia, el dinamismo de la demanda interna tendió a traducirse en un deterioro de la balanza comercial agregada, dado que el crecimiento de las importaciones superó el 45% en junio, moderándose posteriormente. Así, la balanza comercial ha mantenido todavía un superávit ligeramente superior al 2% del PIB regional gracias al impacto favorable de los términos de intercambio (aunque es deficitaria en Brasil y, en menor medida, en México). A pesar del peor comportamiento del déficit de rentas y servicios, el déficit corriente sigue siendo muy reducido (0,3% del PIB a escala regional en el segundo trimestre). Por países, se observa una diferenciación muy nítida entre los países que mantienen un superávit corriente relativamente amplio (principalmente, Venezuela y Argentina) y aquellos en los que la balanza corriente es negativa —especialmente, Brasil, donde el déficit corriente (2,2% del PIB) ha vuelto a registros desconocidos desde 2002, tras el deterioro de los últimos trimestres (véase gráfico 8)—. En cualquier caso, en el conjunto de la región, la intensa afluencia de flujos de capital está permitiendo financiar el déficit corriente holgadamente y, además, acentúa la acumulación de reservas.

Los indicadores de mayor frecuencia del tercer trimestre apuntan a una cierta desaceleración de la actividad a escala regional, en parte como resultado de un efecto base menos favorable, pero también de la moderada restricción de la política monetaria en algunos países. De esta forma, el máximo cíclico en las tasas de crecimiento interanuales podría haberse alcanzado ya

3. Véase Banco Mundial (2010), *From Global Collapse to Recovery*, en la parte dedicada a los mercados de trabajo en América Latina. 4. Véase OIT (2010), *Panorama Laboral 2009. América Latina y el Caribe*.



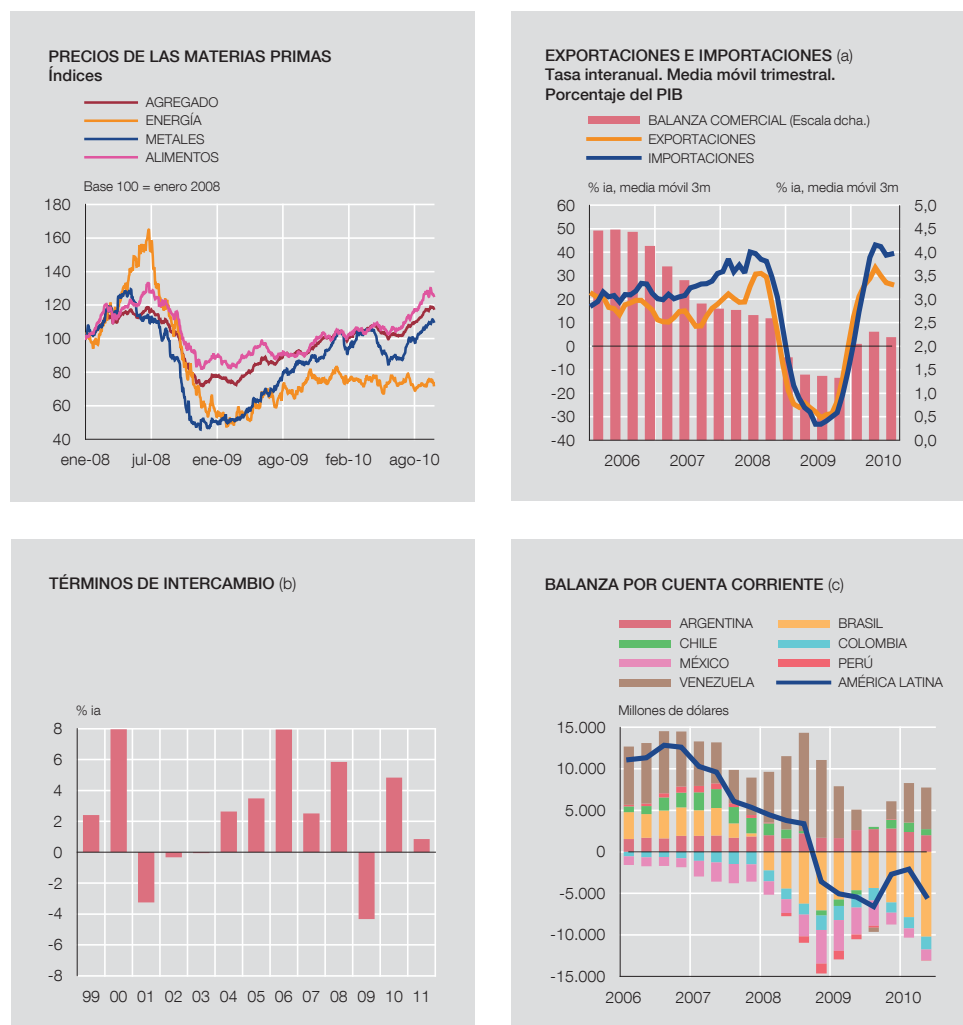
FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

en el segundo trimestre. Chile (donde el impulso de la reconstrucción tras el terremoto está aún por llegar) y Venezuela (donde las tasas podrían cambiar a signo positivo) serían las principales excepciones a esta tendencia general.

Precios y políticas macroeconómicas

Tras el repunte experimentado hasta el segundo trimestre del año, la inflación medida en el promedio de la región tendió a estabilizarse en tasas del 6,3% interanual en agosto y septiembre, mostrando, en general, un comportamiento más favorable de lo esperado, aunque con importantes diferencias entre países. Dicha estabilización reflejó la moderación experimentada por el crecimiento de los precios de los alimentos y, en menor medida, de la energía, y el mantenimiento de los precios en el resto de los componentes (que serían una aproximación a la inflación subyacente) (véase gráfico 9). En las principales economías con objetivos de inflación (Brasil y México), los precios de consumo convergieron hacia el objetivo central del banco central, situándose en el primer caso la inflación en el 4,7% interanual en septiembre, lo que supone una cesión de cinco décimas respecto a principios de año; y en el segundo, en el 3,7% interanual, 1,3 pp por debajo de los niveles de principios de año. La principal diferencia entre ambos es que en México bajó también la inflación subyacente y, en cambio, en Brasil se



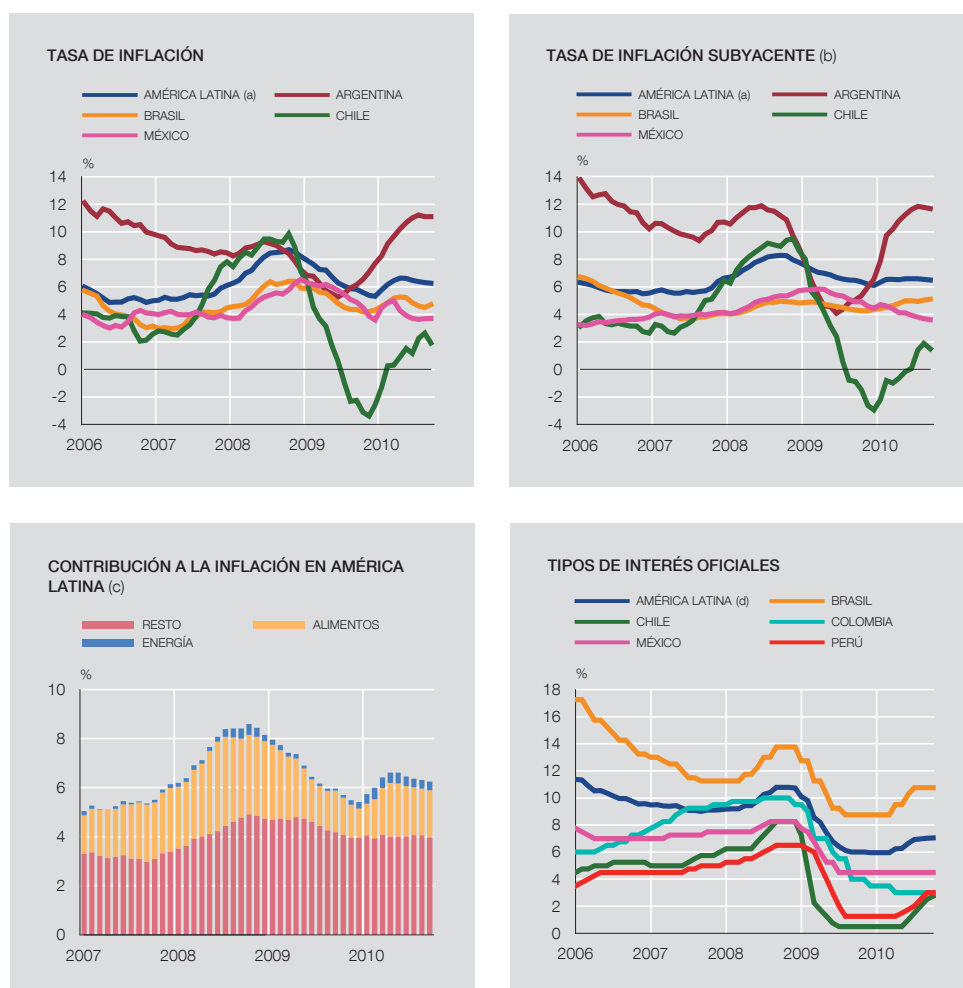
FUENTES: Estadísticas nacionales, IIF, bancos centrales y Banco de España.

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

mantuvo estable, aunque relativamente elevada. En Chile, Perú y Colombia los precios siguieron una trayectoria más dispar (al alza en los dos primeros casos, y a la baja en el último), pero los tres se mantuvieron igualmente dentro del rango de objetivos (véase cuadro 2). Tan solo Argentina anotó una apreciable aceleración de la tasa de inflación oficial, por encima del 11% interanual (otras medidas sitúan la inflación muy por encima de este nivel), mientras que en Venezuela esta se mantenía en niveles muy elevados, en torno al 30%.

En este contexto, tres de los bancos centrales de la región que mantienen objetivos de inflación elevaron sus tipos de interés oficiales. Brasil inició el ciclo de subida en abril, acumulando hasta agosto un ascenso de 200 pb (hasta el 10,75%), seguido de Perú en mayo (acumulando 175 pb hasta septiembre, cuando inició una pausa) y de Chile en junio (225 pb). En México y en Colombia los tipos oficiales se mantuvieron estables, en un contexto de mayor holgura en las brechas de producción.

Tanto la mejoría en el comportamiento de la inflación desde abril en Brasil como el endurecimiento de la política monetaria en Brasil, Chile y Perú contribuyeron a mejorar las expectativas



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Agregado de las siete principales economías.
- b. Medidas oficiales.
- c. Elaboración propia descontando del índice general los índices de alimentos y energía.
- d. Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación.

INFLACIÓN
Tasas de variación interanual

	2010			2011	
	Objetivo	Septiembre	Expectativas (a)	Objetivo	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	4,7	5,3	4,5 ± 2	5,0
México	3 ± 1	3,7	4,6	3 ± 1	3,9
Chile	3 ± 1	1,9	3,7	3 ± 1	3,2
Colombia	3 ± 1	2,3	3,1	3 ± 1	3,8
Perú	2 ± 1	2,4	2,7	2 ± 1	2,5

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

- a. Expectativas de *Consensus Forecasts* de septiembre de 2010 para final de año, como el objetivo.

de inflación en estos países, tras el deterioro ocurrido en la primera parte del año. Sin embargo, desde una perspectiva de más largo plazo, la evolución reciente de los precios plantea algunas consideraciones. Por un lado, cabría destacar que la inflación ha sido, en general, moderada, en un momento de elevado crecimiento y progresivo cierre de las brechas de producción. Por otro, los precios de las materias primas, que tradicionalmente son un determinante importante de presiones en los precios al consumo de América Latina por su condición de región exportadora, no han ocasionado mayores tensiones en este período, a pesar de su tendencia al alza (más de un 25% desde principios de año el índice de precios de los alimentos, y un 20% el índice general de precios de las materias primas). Es cierto que dichos aumentos se trasladan con algún retraso a los precios de consumo y que han podido verse contenidos, en parte, por la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio en Brasil, Chile y Colombia, pero quizá no en su totalidad. Además, las políticas fiscales y cuasifiscales (por ejemplo, el crédito público) no han adoptado, en prácticamente ningún país, un carácter netamente restrictivo (véase recuadro 2). Finalmente, se constata que, a pesar del endurecimiento de la política monetaria en estos tres países, los tipos de interés reales han seguido siendo extraordinariamente bajos en términos históricos, y aún más en México y en Colombia. Todos estos factores harían pensar que, a pesar del favorable comportamiento reciente, los riesgos para la inflación podrían ser al alza en la mayor parte de los países, en un contexto de presiones por el lado de la demanda interna. Sin embargo, dado que las expectativas se han mantenido relativamente bien ancladas, en Brasil se ha planteado la discusión —que podría hacerse también extensiva a otros países de la región, como Chile o Perú— sobre la posibilidad de que se haya producido un cambio estructural que permita un crecimiento sin inflación con tipos de interés reales más bajos que en el pasado⁵. Entre tanto, la preocupación por la apreciación del tipo de cambio y por los efectos expansivos de la entrada de capitales de corto plazo constituyen un elemento disuasorio al tensionamiento adicional de la política monetaria, máxime cuando los tipos de interés reales en Estados Unidos se han mantenido tan bajos.

En las economías que no mantienen objetivos de inflación, las políticas monetarias siguieron mostrando un sesgo expansivo, lo que se tradujo en la persistencia de elevadas tasas de inflación. En Argentina, el banco central relajó en agosto sus objetivos monetarios, a pesar de la situación de sobrecalentamiento de la economía, ampliando el objetivo de crecimiento de M2 en más de 10 pp, hasta un 29,4% a finales de año, lo que supone en la práctica acomodar un nivel de inflación más elevado. En Venezuela, la devaluación de enero se tradujo en una aceleración adicional de la inflación, hasta el 32%.

En el ámbito de las políticas fiscales, probablemente el aspecto más destacado haya sido la mejora del saldo primario en el conjunto de la región, revirtiendo la tendencia de los dos años anteriores, y que es consecuencia de la recuperación de los ingresos públicos (véase gráfico 10), ya que, en general, el gasto mantuvo tasas de crecimiento muy elevadas. Este fue el caso de Argentina, Brasil (a pesar de la congelación del gasto antes de las elecciones por 0,3 pp del PIB), Chile y Perú (que también impuso límites al gasto). Una excepción es México, donde el déficit público se amplió hasta el 2,3% del PIB (déficit primario del 0,1%), en un contexto de debilidad general de los ingresos (excepto los petroleros) como consecuencia del ciclo, y pese a la moderación del gasto. Con todo, y a diferencia del resto de países, el signo de la política fiscal se mantiene moderadamente restrictivo en este país en el presupuesto para 2011.

5. Existe gran incertidumbre en torno a la tasa de interés real neutral, dado su carácter inobservable, pero el banco central destaca la reducción del tipo de interés real a lo largo de los últimos años (actualmente, en torno al 5%) y diversos cambios estructurales en la economía brasileña, que apuntarían hacia una reducción de esta variable. Entre ellos destacan el aumento del ahorro interno en la economía, a través la reducción de la deuda mediante superávits primarios, y el mayor atractivo para el ahorro externo, por la reducción del riesgo soberano. También cabe destacar el desarrollo de los mercados financieros y la mejora en la transmisión de la política monetaria.

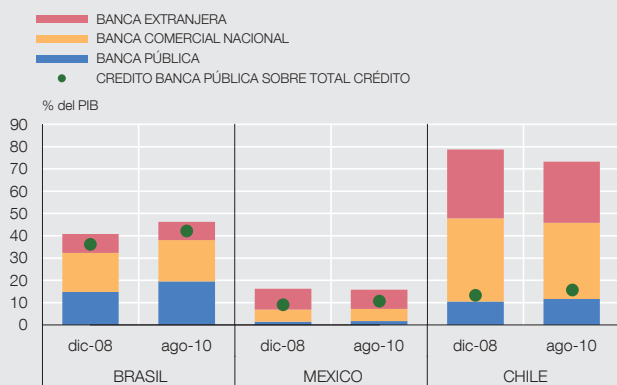
La crisis económica y financiera global impactó en América Latina a través de diversos canales, derivando, entre otros efectos, en una intensa contracción del crédito al sector privado durante el cuarto trimestre de 2008. Esta contracción resultó, sin embargo, relativamente limitada en el tiempo y tendió a moderarse a lo largo de 2009 y 2010. Uno de los factores que explican esta favorable evolución fue el aumento de la actividad de la banca pública —y, en particular, de la banca de desarrollo—, sobre la que se concentró la mayor parte de las medidas de estímulo al crédito adoptadas por los Gobiernos latinoamericanos. En este recuadro se compara el papel de la banca pública en Brasil, Chile y México, los países de América Latina donde esta tuvo mayor relevancia en la provisión de crédito al sector privado durante la crisis¹. Tras una breve revisión de las medidas de estímulo, se compara la actividad de la banca pública con la de la banca privada nacional y extranjera durante la crisis, se extraen algunas conclusiones de la comparación y se plantean algunos de los principales riesgos de cara al futuro.

1. Otros países, como Argentina o Venezuela, tienen también una importante banca pública, pero su función en la provisión de crédito al sector privado fue menor durante la crisis.

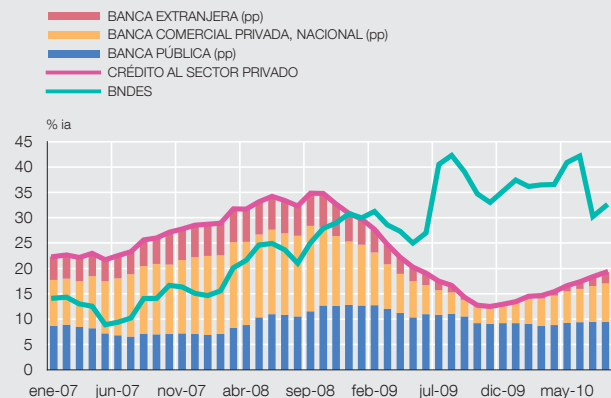
En primer lugar, cabría destacar que la acción contracíclica de la banca pública en América Latina fue posible gracias a su significativa implantación en los países bajo estudio (véase gráfico 1). Existen, no obstante, importantes diferencias por países en esta dimensión. Así, la presencia de banca pública ha sido tradicionalmente más importante en Brasil, donde el crédito al sector privado otorgado por el banco de desarrollo BNDES y los dos grandes bancos comerciales públicos (Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal) representaba antes de la crisis un 36% del crédito total al sector privado (15% del PIB). En México y Chile, la importancia de la banca pública ha sido relativamente más reducida, si bien con anterioridad a la crisis esta extendía una fracción no desdeñable del total del crédito al sector privado, un 9% y un 13%, respectivamente (equivalente a un 1,5% y a un 10,5% del PIB, respectivamente).

De los tres países, es Brasil donde la banca pública ha tenido mayor importancia en el sostén del crédito al sector privado durante la crisis. Así, entre finales de 2008 y principios de 2009 se llevó a cabo un aumento de los recursos del banco de desarrollo BNDES de 100 mm de reales (3,2% del PIB), seguidos por una aportación adicional equivalente al 2,3% del PIB en el primer semestre de 2010. La ampliación de recursos, en ambos casos a través de aportes extraordinarios del

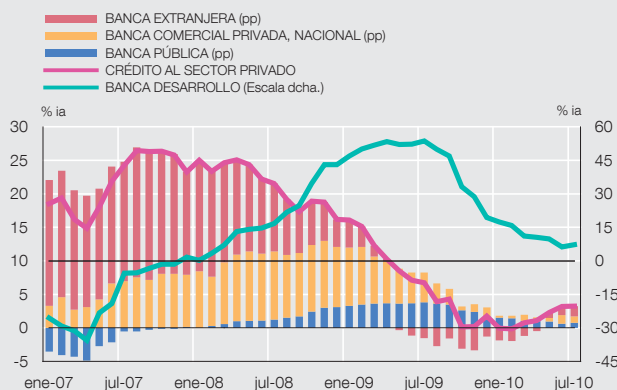
1 PESO SOBRE EL PIB



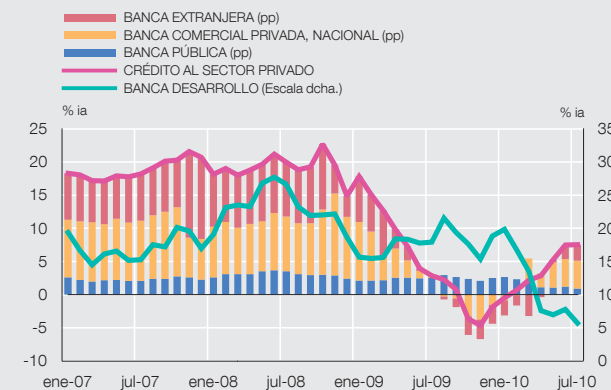
2 BRASIL



3 MÉXICO



4 CHILE



FUENTES: Banco Central de Brasil, Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras de Chile y Banco de España.

Tesoro², permitió prácticamente doblar el tamaño del banco y potenciar así sus actividades habituales (la concesión de crédito a largo plazo, el crédito comercial a pymes, y la inversión en bienes de equipo y exportaciones). A lo largo del cuarto trimestre de 2008 y del primer trimestre de 2009 se adoptaron también medidas para estimular la actividad de los bancos comerciales públicos. Como consecuencia de todo ello, las tasas de crecimiento del crédito de la banca de desarrollo al sector privado fueron superiores al 30% interanual a lo largo de 2009 —con máximos superiores al 50%— (véase gráfico 2). Al coincidir con un período en el que las restantes entidades bancarias moderaron la provisión de crédito de manera significativa, más del 80% del crédito al sector privado a finales de 2009 era extendido por la banca pública, mientras que la banca comercial privada reducía su aportación muy fuertemente y la contribución de la banca extranjera pasaba a ser nula. De este modo, gracias al aporte de la banca pública, aunque el crédito total al sector privado se desaceleró (desde tasas muy elevadas, superiores al 30% interanual antes de la crisis), no llegó a contraerse y se mantuvo en tasas de crecimiento positivas del orden del 10% interanual a comienzos de 2009, antes de volver a recuperarse.

También en México aumentó la relevancia de la banca de desarrollo durante la crisis (véase gráfico 3). Así, entre junio y agosto de 2009, el crédito al sector privado concedido por la banca de desarrollo registró tasas de expansión muy apreciables, próximas al 60% interanual, pero que, dado su menor tamaño en el conjunto del sistema bancario mexicano, se tradujeron en una aportación más limitada al sostenimiento del crédito. El aumento de la actividad se derivó de dos planes de estímulo, uno en octubre de 2008 y otro en enero de 2009, que incluían aumentos de recursos (en particular, a Nacional Financiera y Bancomext) para apoyar el crédito y aliviar la restricción crediticia en sectores productivos específicos que habían experimentado dificultades de acceso a la financiación, como pymes, sector agropecuario, vivienda e infraestructuras. Las tasas de crecimiento positivas mostradas por la banca pública contrastan con la contracción del crédito de la banca extranjera y el estancamiento del crédito de la banca privada nacional, pero por su tamaño más reducido no pudo evitar que el crédito total al sector privado pasara de crecer a tasas del 25% interanual antes de la crisis a tasas cercanas al 0% durante 2009.

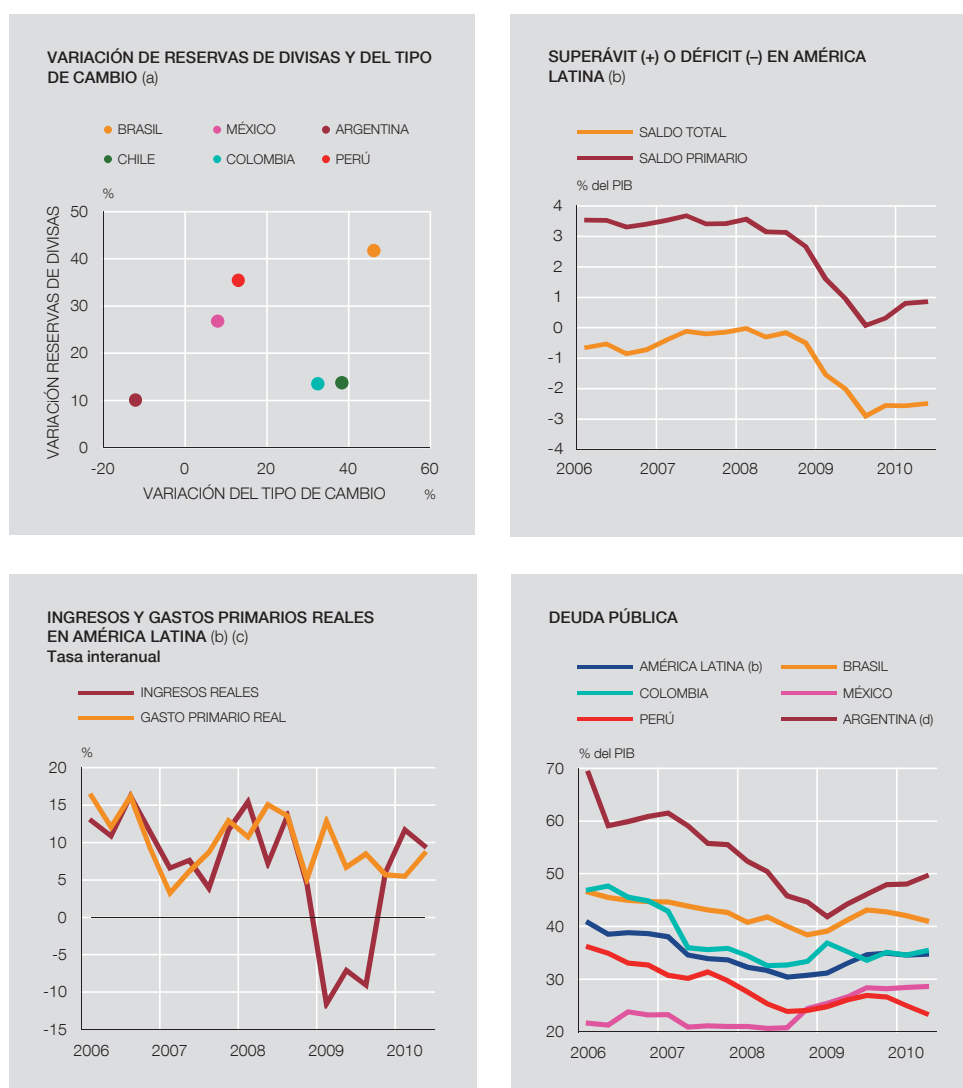
Finalmente, en Chile las políticas fiscales y monetarias anticíclicas tuvieron mayor alcance durante la crisis, aunque el papel de la banca de desarrollo resultó menos decisivo. Con todo, fue destacable la potenciación del papel de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), y particularmente la ampliación de capital de 500 millones de dólares del banco de desarrollo BancoEstado aprobada en

noviembre de 2008, y completada a lo largo de 2009 (equivalente a una ampliación del capital de un 50%), que, al igual que en Brasil o en México, permitía aumentar el crédito a sectores preferentes —pymes, exportadores, vivienda—³. Fruto de estas medidas, el crédito al sector privado de la banca de desarrollo registró crecimientos en torno al 20% interanual, en claro contraste con la evolución de la banca comercial privada, tanto nacional como extranjera, que registraron notables caídas. No obstante, de forma parecida a lo sucedido en México, este impulso se tradujo en una aportación relativamente reducida al crecimiento del crédito en los peores momentos de la crisis, que no consiguió evitar una significativa contracción del crédito total al sector privado (véase gráfico 4).

En definitiva, en los tres países bajo estudio, y como consecuencia de las medidas de estímulo adoptadas, la banca pública adquirió un importante protagonismo tras la crisis económica y financiera global, al coincidir su dinamismo con una importante moderación de la actividad de la banca comercial privada, y en particular la banca extranjera. Una diferencia notable en el comportamiento de la banca de desarrollo entre Brasil (por un lado) y México y Chile (por otro) reside en su tamaño y, por consiguiente, en su capacidad de impacto sobre el crédito al sector privado, muy superior en Brasil que en los otros dos países. La otra diferencia fundamental estriba en que, mientras en México y Chile la actividad de la banca pública puede considerarse estrictamente contracíclica, ya que se aceleró durante la crisis financiera, y se moderó conforme se reactivaba el crédito de la banca privada, en Brasil mantuvo su ritmo de actividad a lo largo de 2010, pese al endurecimiento monetario del banco central, la fuerte expansión de la economía y la recuperación del crédito de la banca privada. En este sentido, aunque cabe valorar el papel desempeñado por la banca pública durante la crisis de modo positivo, su actividad plantea riesgos e interrogantes, en un contexto de normalización de la actividad económica. Uno de ellos es el potencial aumento de la morosidad derivado de un rápido crecimiento del crédito. Otros serían los riesgos de competencia con la banca comercial privada, la posibilidad de segmentación de mercados de crédito y, en algunos casos, la mayor ineficiencia. En el caso de Brasil, donde la actividad de la banca de desarrollo está siendo más prolongada, se plantean posibles riesgos de prociclicidad y de conflicto con la conducción de la política monetaria, además del creciente coste cuasifiscal derivado del carácter subvencionado del crédito⁴. Por último, la reafirmación del papel de la banca pública tras su impacto favorable durante la crisis saca a relucir de nuevo los problemas generalmente asociados a este tipo de actividades.

2. Tradicionalmente, la principal fuente de recursos del BNDES ha sido el fondo para desempleo (Fondo de Amparo de Trabajadores, FAT). No obstante, el aporte extraordinario del Tesoro, mediante emisiones de deuda pública, le ha convertido en la principal fuente de financiación.

3. La banca de desarrollo también tuvo un papel relevante en la iniciativa, presentada en marzo de 2009, para estimular el crédito bancario y no bancario. 4. La inyección de recursos en el BNDES plantea un coste fiscal para el Tesoro, que podría situarse en torno a 0,3 pp del PIB al año. Los recursos del Tesoro son remunerados al tipo de interés de largo plazo, que es el 6%, y el coste medio de la deuda interna del Tesoro se sitúa en torno al 11% en la actualidad.



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Variación de reservas desde diciembre de 2008 hasta septiembre de 2010. Variación del tipo de cambio entre el mínimo registrado en el cuarto trimestre de 2008 y el tipo de cambio medio de septiembre de 2010.
- b. Siete mayores economías.
- c. Deflactado por el IPC.
- d. Excluida la deuda no presentada al canje en 2005.

Procesos de integración comercial y políticas estructurales

Lo más destacable de los procesos de integración comercial en América Latina lo largo de los meses transcurridos de 2010 —en un contexto de prolongado estancamiento— ha sido el acuerdo para finalizar la redacción del código aduanero común en Mercosur, tras más de cuatro años de demora, así como un cronograma para la eliminación del doble cobro del Arancel Externo Común. Por otro lado, la CAN sigue afrontando serios obstáculos, en la medida en que uno de sus miembros (Venezuela) podría acceder a Mercosur; otros dos (Perú y Colombia) han mantenido su estrategia de reorientar su comercio exterior, especialmente hacia la cuenca del Pacífico, utilizando acuerdos bilaterales; y el resto (Ecuador y Bolivia) quedó fuera de las negociaciones con Estados Unidos y la UE. Así, a lo largo del período examinado, Perú inició conversaciones con Corea del Sur, Japón y Panamá; y, además, el 1 de marzo entró en vigor el acuerdo con China firmado a finales de 2009. Perú y Colombia alcanzaron, a primeros de marzo de 2010, un acuerdo de libre comercio con la Unión Europea, que se ratificó en la cumbre conjunta de mayo. Colombia, por su parte, inició negociaciones con Corea y ratificó un acuerdo con Canadá, a la es-

para de que el Congreso de Estados Unidos apruebe el tratado de libre comercio entre ambos países. Chile firmó un acuerdo de libre comercio con Tailandia, y Costa Rica alcanzó acuerdos con Singapur y con China. Finalmente, México anunció, a mediados de agosto, el incremento de varios aranceles a la importación de productos estadounidenses, en respuesta a la suspensión de un acuerdo para la prestación de servicios de transporte mexicanos en Estados Unidos.

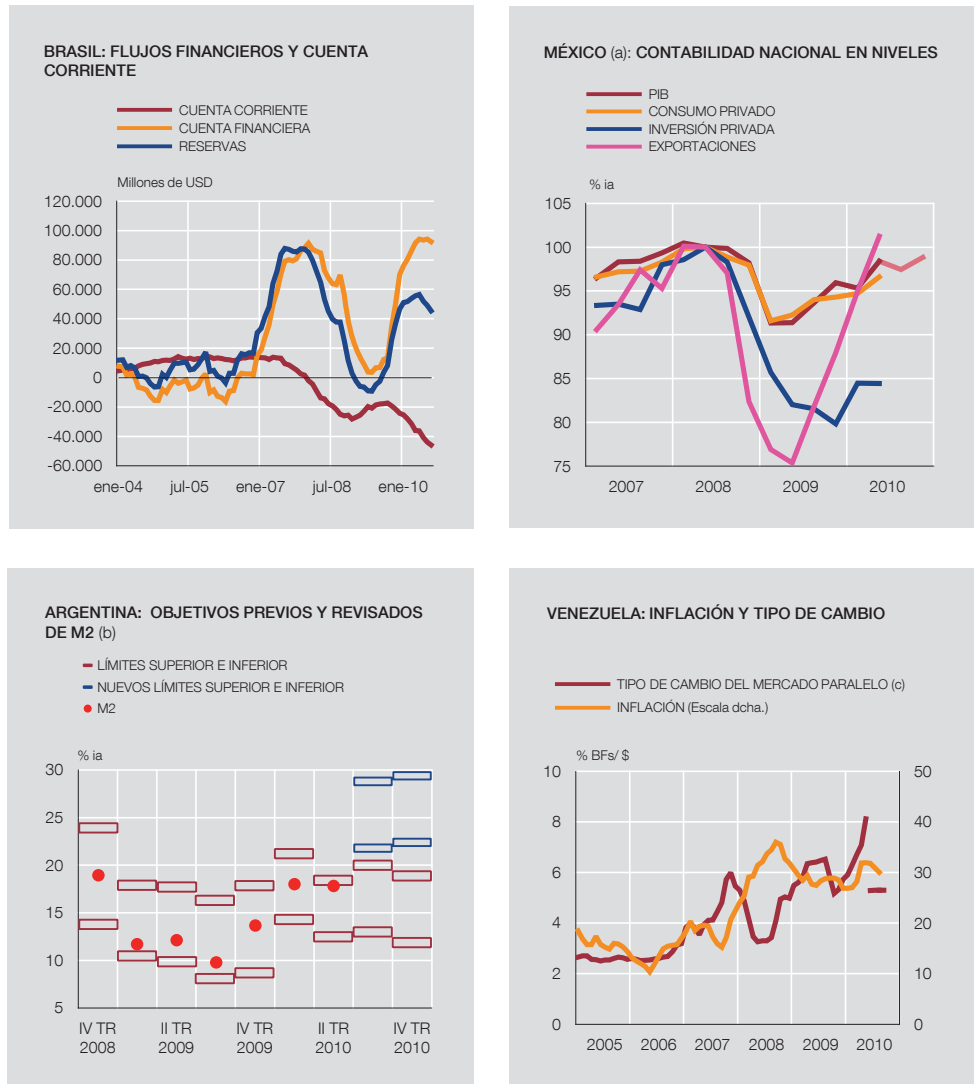
En el ámbito de las reformas estructurales, cabe destacar la aprobación de una regla fiscal en Colombia, cuyo objetivo es reducir la deuda hasta niveles coherentes con una calificación crediticia de grado de inversión (28% del PIB dentro de 10 años), además de lograr la conducción de una política fiscal aislada del ciclo económico y gestionar la expansión prevista en el sector del petróleo en los próximos años, suavizando sus efectos macroeconómicos y fiscales, y recogiendo consideraciones de equidad intergeneracional. Para lograr la primera meta se fija un objetivo de saldo primario estructural del sector público del 0,6% del PIB entre 2010 y 2020. Además, se establece implícitamente un objetivo de ahorro estructural de los ingresos del petróleo, que se orientarán a la reducción de la deuda, pudiendo ser la base para una futura constitución de un fondo de ahorro.

En el mismo sentido, en Chile se creó un comité asesor para modificar la metodología de cálculo en la que se basa la regla fiscal estructural, cuyas recomendaciones (básicamente, no ajustar por medidas discrecionales de las autoridades y no corregir por cambios cíclicos en la valoración de los activos públicos) serán incorporadas en el presupuesto de 2011.

En Venezuela, el Ejecutivo mantuvo su política de expropiaciones y aprobó, en el último tramo de la legislatura, varias leyes que cambian el modo de funcionamiento del sistema financiero del país, otorgando mayor discrecionalidad al sector público y facilitando la financiación de sus proyectos. Finalmente, Ecuador aprobó la nueva Ley de Hidrocarburos, que implica el cambio de los contratos con las petroleras privadas, que pasan a ser prestadoras de servicios, de modo similar a lo que ocurrió en Bolivia con el sector del gas.

Evolución económica por países

En *Brasil*, la economía incrementó su elevado ritmo de expansión en el primer trimestre del año, creciendo un 2,7% en tasa intertrimestral, impulsada por el fuerte crecimiento de la demanda interna, y en particular de la inversión. En el segundo trimestre del año se registró una significativa desaceleración, pero, aun así, el PIB mantuvo una tasa de crecimiento del 1,2% intertrimestral. De esta manera, tras cinco trimestres de fuerte expansión, la economía creció un 8,8% interanual en el segundo trimestre, solo dos décimas menos que en el primero. Los indicadores de actividad más recientes apuntan a cierta moderación en los ritmos de expansión en el segundo semestre del año, aunque aún en torno a tasas elevadas, en un contexto de políticas fiscales y crediticias acomodaticias y pujanza del mercado laboral. Dado este dinamismo, y el incremento que la inflación experimentó hasta mayo (5,2% interanual), el banco central continuó el endurecimiento de la política monetaria iniciado en abril, incrementando el tipo de interés oficial en 75 pb y 50 pb en sus reuniones de junio y julio, hasta situar en tipo de interés oficial en el 10,75%, que mantuvo constante en sus reuniones de agosto y septiembre, tras tres meses de moderación en el crecimiento de los precios. El banco central justificó esta pausa por la posible reducción del tipo de interés neutral (el coherente con la inflación objetivo) en los últimos años y por la reciente desaceleración de la actividad, aunque la apreciación del tipo de cambio también podría explicar parcialmente esta decisión. Por otro lado, la capacidad financiera del banco de desarrollo BNDES se reforzó nuevamente, manteniéndose además su tipo de interés en el 6%. En el ámbito fiscal, ha continuado la gradual y leve mejoría en el superávit primario del sector público, derivada de un mayor crecimiento de los ingresos del Gobierno central en relación con los gastos, hasta alcanzar el superávit primario acumulado de un año el 2% del PIB en julio. No obstante, este dato sigue por debajo del objetivo oficial de alcanzar un superávit primario del 3,3% en 2010,



FUENTES: INEGI de México, Banco Central de Venezuela y Banco Central de Argentina.

a. Base 100 en el segundo trimestre de 2008. La línea punteada es la previsión de la encuesta del Banco de México de agosto de 2010.

b. Metas trimestrales estableciendo un rango para los niveles promedio de M2 total para el último mes de cada trimestre.

c. El 18 de mayo se produjo el cierre del mercado, que reabrió el 9 de junio.

a pesar del dinamismo de la economía, de lo que se infiere un tono procíclico. El objetivo de superávit primario para 2011 es del 3,2%. El fuerte dinamismo de la demanda interna ha propiciado un deterioro de la balanza comercial que, unido a la ampliación del déficit de rentas y servicios, ha generado una ampliación del déficit corriente (véase gráfico 11), hasta situarse en el 2,3% del PIB en los doce meses hasta agosto. También se registraron en los últimos meses notables entradas de flujos financieros, en gran medida en forma de inversión de cartera, que se tradujeron en una notable apreciación del tipo de cambio hacia los máximos del año. En este contexto se mantuvo la acumulación de reservas —cuyo stock alcanzaba los 261.300 millones en agosto—, se aumentó del impuesto sobre transacciones financieras (IOF) del 2% al 4% y posteriormente al 6% para los flujos de entrada inversión de renta fija en octubre, y se autorizó al Fondo de Riqueza Soberana (FRS) de Brasil a realizar compras de activos en moneda extranjera⁶. La candidata del

6. Aunque no está precisado, el FRS emitiría deuda en moneda local para financiar estas adquisiciones, de manera que sus intervenciones serían similares a las compras de dólares esterilizadas que lleva a cabo el banco central.

PT (Dilma Rousseff) ganó las elecciones presidenciales con un programa que mantiene las líneas generales de la política económica de los últimos años.

En *México*, la actividad creció a ritmos elevados en términos interanuales en el primer semestre de 2010, registrando tasas del 4,3% y del 7,6%, respectivamente, en los dos primeros trimestres del año. Pese a todo, gran parte del crecimiento puede atribuirse principalmente a un efecto estadístico fruto de niveles muy bajos de comparación en el primer semestre de 2009, en un contexto en el que las principales variables de contabilidad nacional siguen por debajo de los niveles previos a la crisis (véase gráfico 11). De hecho, en el primer trimestre la variación intertrimestral fue negativa (-0,6%) y en el segundo, aunque el crecimiento fue mucho más elevado (3,2% intertrimestral), se explicó en buena parte por el ciclo de existencias. México fue el único país en el que la demanda externa aportó positivamente al crecimiento en los dos trimestres, aunque la contribución fue de pequeña magnitud (0,4 pp). Ello fue consecuencia de que, aunque las importaciones presentaron elevadas tasas de crecimiento, las exportaciones aumentaron aún más. Los datos de mayor frecuencia publicados en el tercer trimestre de 2010 apuntarían a una ligera desaceleración de la economía como consecuencia de la desaceleración del sector manufacturero y de las exportaciones al mercado estadounidense. En este contexto de persistencia de una elevada brecha de producción negativa, las tasas de inflación, que habían repuntado hasta un máximo del 5% en marzo de 2010, como consecuencia de la subida de las tarifas del IVA, cedieron sustancialmente, hasta alcanzar el 3,7% de septiembre. La inflación subyacente venía descendiendo desde unos meses antes, llegando igualmente al 3,6% en septiembre. El banco central ha mantenido los tipos de interés oficiales en el 4,5% y la curva de rendimientos no descuenta movimientos en los próximos trimestres. Las cuentas del sector público empeoraron ligeramente en el primer semestre en términos interanuales, como consecuencia del descenso de los ingresos no tributarios (al desaparecer los beneficios que en abril de 2009 el banco central transfirió al Tesoro derivados de la depreciación cambiaria y los ingresos derivados de la cobertura petrolera). Dicho descenso no pudo ser compensado por el aumento de los ingresos tributarios por la recaudación del IVA. El presupuesto presentado para 2011 se mantiene en la línea de austeridad de 2011, con un aumento del 2,3% de los gastos y un déficit del 0,3%, aunque no incluye ninguna reforma fiscal. Respecto al sector externo, en el primer semestre de 2010 la balanza por cuenta corriente registró un déficit equivalente al 0,2% del PIB, menor que el del primer semestre de 2009. La cuenta financiera arrojó un superávit del que destaca la entrada de inversión extranjera directa y en cartera, principalmente en forma de bonos. Para afrontar el retorno de los flujos de cartera se mantuvo la subasta de opciones de venta de dólares de 600 millones al mes, que fue reactivada el pasado mes de febrero. De esta manera, las reservas internacionales alcanzaron un máximo histórico de 108 mm de dólares a finales de septiembre. Finalmente, se ha mantenido un acceso fluido a los mercados internacionales, y en la primera semana de octubre México logró colocar 1.000 millones de dólares en un bono a 100 años (el primer país de la región) con un coste relativamente reducido.

La actividad en *Argentina* exhibió tasas de crecimiento similares a las previas a la crisis financiera durante el primer semestre de 2010, a pesar de considerarse cerrada ya la brecha de producción. Así, el crecimiento intertrimestral se situó alrededor del 3% en ambos trimestres, y en tasa interanual alcanzó el 11,8% en el segundo. Destaca el crecimiento de la demanda interna (13,6% en el segundo trimestre), consecuencia de un fuerte crecimiento de la inversión (especialmente, en bienes de equipo) y del dinamismo del consumo, tanto del privado como del público. La aportación del sector exterior pasó de nuevo a ser negativa, especialmente en el primer trimestre de 2010 (2,9 pp). Este buen comportamiento de la actividad económica es consecuencia de la recuperación de la cosecha agrícola en 2010, del crecimiento en Brasil (especialmente, para el sector de automóviles) y del tono expansivo de las políticas monetaria

y fiscal. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que el crecimiento se moderaría en el segundo semestre. El superávit público primario acumulado a doce meses se ha ido elevando progresivamente, hasta el 1,7% del PIB, en el segundo trimestre, debido al incremento de los ingresos, ya que el gasto público siguió aumentando a tasas elevadas (alrededor del 30%). La inflación ha seguido una evolución desfavorable, aumentando fuertemente en los últimos meses. De hecho, aunque la inflación oficial se sitúa en torno al 11% en septiembre (el máximo de los últimos cinco años), los incrementos salariales se están firmando alrededor del 25%, y el Gobierno elevó los intervalos de los diferentes tramos impositivos en un 20%. Adicionalmente, el banco central acomodó una política monetaria más expansiva, al actualizar las metas del programa monetario para el segundo semestre de 2010 (véase gráfico 11), dado el mayor crecimiento nominal esperado para la economía. Otra forma de constatar que la política monetaria ha sido más expansiva es la tendencia a la baja de los tipos de interés reales, pues los nominales se han mantenido estables pese al repunte inflacionista. En el ámbito financiero, cabe destacar el canje de parte de la deuda pública que permanecía en situación de impago desde 2001, a finales de junio, y que tuvo un 66% de adhesión (12 mm de 18,3 mm de dólares elegibles). Con este canje y el que tuvo lugar en 2005, se cubre el 92,4% de la deuda que se declaró en *default* en 2001, lo que ha propiciado una notable reducción de la probabilidad de impago de la deuda pública (obtenida a partir de los precios implícitos en los activos financieros argentinos) y que dos agencias de calificación crediticia elevaran la calificación de la deuda soberana del Gobierno argentino en moneda extranjera, aunque esta se mantiene muy lejos del grado de inversión. También es reseñable el anuncio por el Gobierno de la creación de un Programa de Desendeudamiento Federal, que supone un importante alivio financiero para las provincias, que dejarán de pagar sus deudas con el Estado central hasta el final de 2011 y las podrán reprogramar con vencimientos a 20 años. A pesar de que parte de las reservas se empleó en el servicio de la deuda en moneda extranjera, las reducidas salidas de capitales del sector privado, junto con el favorable comportamiento de la cuenta corriente, permitieron acumular reservas internacionales —esterilizadas con emisiones de letras por parte del banco central— hasta alcanzar máximos históricos, al tiempo que el tipo de cambio del peso con el dólar mantuvo una ligera tendencia a la depreciación.

En *Chile*, la actividad se recuperó más rápido de lo previsto tras el terremoto sufrido por el país a finales de febrero. Durante el segundo trimestre, el PIB aumentó un 4,3% en tasa intertrimestral (tras la disminución del 1,5% en el trimestre anterior) y un 6,5% en tasa interanual (1,5% en el primer trimestre). Destacó el extraordinario aumento de la demanda interna, que se expandió en el segundo trimestre a una tasa interanual del 19,4%, desde un ya elevado 11,8% en el primer trimestre del año. Este crecimiento vino explicado especialmente por la inversión (en concreto, en bienes de equipo), aunque el consumo privado también se expandió con fuerza. Se espera que la inversión en construcción repunte en los próximos trimestres, debido a la reconstrucción tras el terremoto. La aportación al crecimiento del sector externo pasó a ser negativa en el primer semestre del año y además alcanzó una elevada magnitud (más de 10 pp en cada uno de los trimestres). Ello fue consecuencia tanto del fuerte crecimiento de las importaciones como de la evolución negativa de las exportaciones, aunque estas tendieron a recuperarse en el segundo trimestre, tras varios trimestres de caída. Esta evolución también contribuyó a la práctica eliminación del superávit por cuenta corriente (0,1% en el segundo trimestre). Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a que el elevado crecimiento se mantuvo en el tercer trimestre del año. En el ámbito fiscal, durante el primer semestre del año los ingresos aumentaron un 46% interanual en términos reales, como consecuencia del dinamismo de la demanda interna y del aumento del precio del cobre, lo que llevó a una notable reducción del déficit público. Asimismo, el nuevo Gobierno informó de que el déficit fiscal estructural en 2009 no fue del 1,2% del PIB, sino del 3,1%, como consecuencia de ciertas correcciones en la metodología de cálculo propuesta por el Comité Asesor de Balance Estructural.

tural, creado para mejorar el funcionamiento de la regla fiscal chilena. Como consecuencia de ello, la política fiscal será en los próximos años algo más restrictiva de lo que se pensaba anteriormente, y el nuevo Gobierno renuncia a alcanzar el equilibrio del saldo estructural al final de su mandato. La inflación siguió aumentando (2,6% en agosto), aunque a un ritmo menor de lo previsto y con una evolución favorable de los componentes subyacentes. A pesar de esta evolución relativamente benigna, el banco central inició en junio un proceso de subida del tipo de interés oficial (225 pb, hasta el 2,75%, tras la reunión de política monetaria de septiembre), con el objetivo de reducir la laxitud de la política monetaria tras la bajada de 775 pb en 2009. Por otro lado, como parte de la estrategia de financiación del programa de reconstrucción, el Gobierno chileno emitió en los mercados internacionales bonos a diez años en dólares, por primera vez desde 2004, y bonos en pesos chilenos, siendo la primera emisión del Estado chileno en moneda local en los mercados financieros internacionales. En los últimos meses se ha producido una importante apreciación nominal del peso frente al dólar, ligada al aumento del precio del cobre, a las subidas de tipos de interés oficiales, a las mayores sorpresas relativas en crecimiento, a los fondos que están entrando en el país, como consecuencia de los esfuerzos de reconstrucción, y probablemente también a los factores globales. Por último, en junio la agencia de calificación crediticia Moody's elevó un escalón la calificación de la deuda soberana chilena en moneda extranjera.

La economía de *Colombia* consolidó su recuperación en el primer semestre de 2010, con un crecimiento del 4,3% interanual, impulsada por la aceleración de todos los componentes de la demanda interna, salvo la inversión, que continuó creciendo a tasas similares a las del segundo semestre de 2009. Asimismo, la positiva evolución de la acumulación de existencias fue otro de los factores explicativos. El notable dinamismo de las importaciones, especialmente en el segundo trimestre del año, explica la aportación negativa del sector exterior en 2,9 pp, a pesar de que las exportaciones continuaron recuperándose, como muestran los crecimientos intertrimestrales superiores al 5% durante los dos primeros trimestres de 2010. Esta recuperación de la actividad se ha producido en un entorno de inflación benigno, que se ha mantenido próxima al 2%, el límite inferior del objetivo del banco central para este año (rango 2%-4%). En este entorno de gradual recuperación sin presiones de inflación, el banco central mantuvo el tipo de interés constante en el 3%, tras la última reducción llevada a cabo en abril. En el ámbito de la política fiscal, el Gobierno ha revisado a la baja la previsión del déficit del sector público no financiero, hasta el 3,6% del PIB en 2010, y prevé una reducción adicional del mismo en 2011, hasta el 3%, debido en parte al mayor crecimiento económico esperado. Por otra parte, se presentó una regla fiscal para gestionar los recursos petrolíferos de manera contracíclica, anticipando un *boom* en el sector en los próximos años. Por el lado del sector exterior, se produjo una notable mejoría de la balanza comercial, en un contexto de mayor crecimiento nominal de las exportaciones en relación con las importaciones, gracias en gran parte a una mejora de los términos de intercambio. Cabe esperar que se mantenga esta mejora ante la reanudación de relaciones diplomáticas con Venezuela. El banco central realizó intervenciones en el mercado cambiario entre abril y junio, de veinte millones de dólares diarios, dentro de un esquema de subastas competitivas introducido en abril. Este mecanismo fue reanudado en septiembre, en un contexto de preocupación por parte de las autoridades por la apreciación del peso colombiano. De hecho, durante el semestre, el tipo de cambio continuó su tendencia a la apreciación (10% desde finales de abril), situándose en el entorno de los 1.800 pesos por dólar. Por último, cabe destacar que Standard & Poor's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana en un escalón, hasta asignarle «grado de inversión».

En el segundo trimestre de 2010, el PIB en *Perú* aumentó un 3,1% en tasa intertrimestral, tras el incremento del 1,6% registrado en el primer trimestre, prolongando la sólida recuperación iniciada en la segunda mitad de 2009. En tasa interanual, el PIB aumentó un 10,1% en el se-

gundo trimestre, frente al aumento del 6,1% registrado el trimestre anterior. Es destacable el crecimiento interanual de la demanda interna del 11,1% durante el primer semestre del año. Este dinamismo es reflejo de la recuperación del consumo privado, del crecimiento de la inversión y de la acumulación de existencias a tasas similares a las registradas antes de la crisis financiera internacional, y de un crecimiento mayor del consumo y de la inversión públicos. Los indicadores de mayor frecuencia continúan mostrando un elevado crecimiento de la actividad económica en el tercer trimestre, aunque a tasas algo inferiores. La aportación del sector exterior al crecimiento del PIB pasó a ser negativa durante el semestre en cerca de 3 pp, debido a la fortaleza de las importaciones y al crecimiento prácticamente nulo de las exportaciones en términos reales. No obstante, el aumento nominal de las exportaciones fue mayor que el de las importaciones y cercano al 40%, en tasa interanual, gracias a la mejora de los términos de intercambio. Durante el primer semestre del año, el déficit por cuenta corriente se situó en el 1,1% del PIB, puesto que el superávit comercial y las mayores remesas del exterior fueron más que compensadas por el déficit de la balanza de servicios y de la balanza de rentas, al aumentar los beneficios de las empresas con participación extranjera. La inflación tocó suelo en diciembre de 2009 y ha seguido aumentando (2,3% en agosto), dados el mayor dinamismo de la demanda interna, la desaparición del efecto base y factores de oferta, como los precios de algunos alimentos y, en menor medida, de los productos energéticos. El banco central elevó el tipo de interés oficial en todas las reuniones de política monetaria desde mayo hasta septiembre. Así, el tipo de interés oficial se elevó en 175 pb, hasta el 3%. No obstante, en la reunión de política monetaria de octubre decidió realizar una pausa. Estos aumentos del tipo de interés oficial vinieron acompañados de una serie de medidas de elevación de los coeficientes de caja, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Mientras tanto, continuó la recuperación del crédito, que creció un 16,9% en términos interanuales reales en agosto. El impulso fiscal se mantiene en 2010 en una cuantía similar a la de 2009, aunque se reduce el déficit público, dada la mayor recaudación tributaria y dados los límites al aumento del gasto público impuestos por el Gobierno para el cumplimiento de las metas fiscales de 2010. Durante los últimos meses, el banco central utilizó distintos instrumentos para frenar las presiones apreciatorias del peso frente al dólar: controles de capital (elevación del encaje de los créditos del exterior menores a dos años), compras de dólares desde junio (las reservas aumentaron en más de 9 mm de dólares hasta septiembre) y aumento de la proporción que los fondos de pensiones pueden invertir en el exterior.

En el primer semestre de 2010, *Venezuela* fue el único país de la región que registró una contracción de la actividad, en media, del 3,5% en tasa interanual, con una recuperación en el segundo trimestre, cuando el PIB creció un 3,7% en tasa intertrimestral (-1,9% interanual). Por el lado de la demanda, el consumo público volvió a ser el componente más dinámico, y el consumo privado y la inversión mostraron tasas de crecimiento interanual negativas, pero de menor magnitud que en trimestres anteriores. La demanda externa pasó de aportar 15,7 pp al avance del PIB en el primer trimestre de 2010 a restar 0,7 pp en el segundo, debido a la fuerte contracción de las exportaciones. Por el lado positivo, destaca que la crisis energética se moderó, algunas de las restricciones al consumo de electricidad se eliminaron y el crédito recuperó tasas mensuales reales de crecimiento positivas en junio y julio, en especial los créditos a las empresas manufactureras. La evolución de la inflación siguió siendo muy desfavorable (véase gráfico 11), dado que las tasas aumentaron sustancialmente entre enero y mayo de 2010, alcanzando en dicho mes el 32%, a consecuencia de la devaluación del bolívar decretada a principios de enero, dado que los mayores ascensos de precios se observaron en los alimentos, la mayor parte de los cuales son importados. Posteriormente, la tasa cedió ligeramente, hasta el 28,5%, en septiembre. En lo referente a la política monetaria, destaca el cierre del mercado paralelo del tipo de cambio en mayo, con el fin de evitar una mayor depreciación del bolívar (que llegó a alcanzar los 8,6 bolívares por dólar, frente a los 5,3 del nuevo

sistema de cambios, controlado por el banco central). En el frente fiscal, ante la proximidad de las elecciones legislativas del pasado septiembre, el Gobierno incrementó la tasa de crecimiento del gasto público. Respecto al sector exterior, destaca la reducción del superávit por cuenta corriente en el segundo trimestre de 2010, a consecuencia de un fuerte repunte de las importaciones. Mientras tanto, la IED siguió registrando salidas negativas por quinto trimestre consecutivo. En las elecciones legislativas, los partidos que apoyan al Ejecutivo obtuvieron mayoría, pero no suficiente para modificar leyes fundamentales u otorgar poderes especiales al presidente para gobernar por decreto (habilitantes).

1.11.2010.