

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2011

## **Introducción**

América Latina registró un crecimiento agregado del 6,3 % en el año 2010<sup>1</sup>, la tasa más elevada de la década, superando prácticamente en 2 puntos porcentuales (pp) el promedio del quinquenio expansivo previo a la crisis. Como en esa fase de expansión, el crecimiento en la región se basó en el vigor de la demanda interna, que vino impulsado nuevamente por los mismos factores externos, al menos parcialmente correlacionados. Por un lado, el ciclo alcista de precios de las materias primas, que beneficia a las economías de América del Sur, especializadas en la exportación de estos productos, a través del aumento de su relación real de intercambio. Esta especialización explica buena parte de la divergencia observada entre la recuperación más lenta de México, integrado comercial y financieramente con Estados Unidos, y el dinamismo mostrado por Argentina, Perú, Brasil y Chile (véase gráfico 1), con una mayor orientación comercial hacia Asia y una mayor especialización —en diferentes grados— en el comercio de materias primas. El segundo factor dinamizador ha sido la amplia afluencia de financiación internacional hacia la región, que se ha reflejado en unas condiciones de acceso a los mercados muy favorables tanto para el sector público como para el privado, y que ha contribuido a impulsar la recuperación del crédito. En este sentido, cabe resaltar que las condiciones de financiación apenas se han visto afectadas en los seis últimos meses, más allá de un cierto aumento de las primas por riesgo y de la reversión parcial —y transitoria— de algunos flujos de capitales, por los episodios de tensión asociados a la crisis europea, la inestabilidad sociopolítica en el Norte de África y Oriente Medio y el terremoto en Japón. Ello pone de manifiesto un importante fondo de resistencia.

Al impulso de dichos factores externos hay que sumarle, además, el efecto de una combinación de políticas económicas que, aunque ha empezado a girar hacia la retirada de los estímulos impartidos durante la crisis, no ha sido decididamente restrictiva en ningún país. Esto se ha traducido en una evolución macroeconómica muy expansiva en 2010 y los primeros meses de 2011.

Así, con el trasfondo de unas economías creciendo fuertemente y de una renovada tendencia al alza en el precio de las materias primas desde finales de 2010, la inflación ha pasado a ocupar una posición predominante entre las preocupaciones de política económica de las autoridades latinoamericanas en varios de los países que mantienen objetivos de inflación. La tasa de inflación promedio de la región se ha elevado hasta cotas superiores al 6,5 % a comienzos de 2011, prácticamente 1 pp por encima del registro de finales de 2009, acercándose en algunos países a la parte superior de las bandas objetivo (véase gráfico 1) y habiéndose filtrado parte de este repunte hacia expectativas. Así, aunque la subida de los precios ha venido impulsada sobre todo por el encarecimiento de los alimentos, en varias economías se perciben indicios de presiones de demanda, una vez que se han cerrado las brechas de producto que se abrieron durante la crisis.

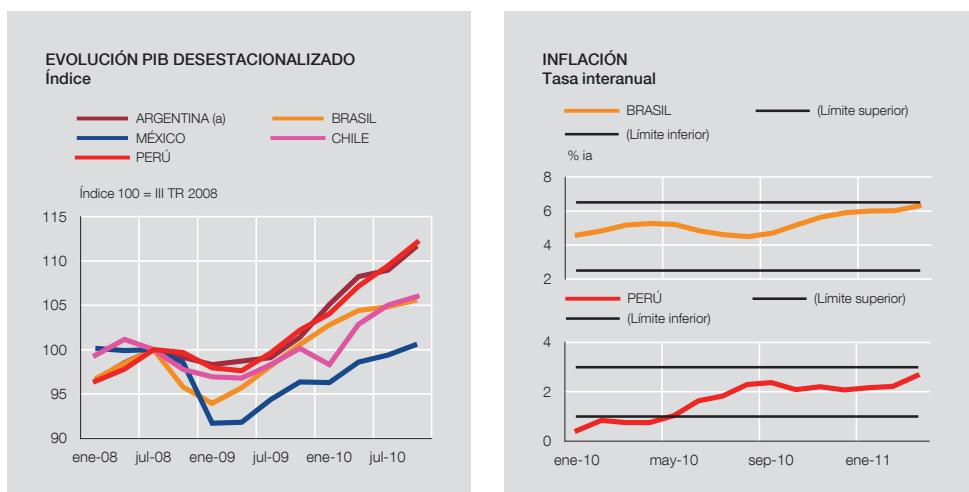
La política monetaria ha seguido enfrentándose al dilema entre contener las presiones inflacionistas antes de que terminen desanclando las expectativas y evitar que el endurecimiento monetario impulse adicionalmente la entrada de capitales y la apreciación de los tipos de cambio. En esta disyuntiva, la reversión de los flujos de capital más volátiles que tuvo lugar entre enero y marzo de 2011, asociada a la recomposición de carteras que desencadenó la

---

1. Esta tasa se refiere a la media de crecimiento de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, países en cuyos datos se basa este informe.

**EVOLUCIÓN DEL PIB DESESTACIONALIZADO E INFLACIÓN**  
Índice y variación interanual

GRÁFICO 1



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Los analistas privados consideran que el crecimiento del PIB en Argentina ha sido considerablemente menor en 2008 y 2009 que las cifras oficiales. Esta discrepancia se habría acortado en 2010.

mejora de perspectivas de la economía americana, mitigó, al menos temporalmente, el dilema, y otorgó un mayor margen a las autoridades para endurecer las políticas monetarias. Cuatro de los cinco bancos centrales de la región que mantienen objetivos de inflación elevaron sus tipos de interés oficiales en ese momento, tras la pausa o ralentización en el ciclo de subidas que se produjo en los últimos meses de 2010.

En este contexto, la evolución económica reciente plantea algunos elementos de incertidumbre. En particular, es llamativa la notable divergencia entre el estancamiento de la producción industrial observado en varios países desde el segundo trimestre y la pujanza de los indicadores de consumo. En un contexto de fuerte subida del precio de las materias primas como el actual, y de apreciación generalizada de los tipos de cambio (el real brasileño y el peso chileno se encuentran entre las divisas que más se han apreciado desde 2009, que, en general, son monedas de países exportadores de materias primas), cabe plantearse si la actual tendencia hacia un crecimiento más moderado responde a una transición hacia tasas más sostenibles o si, en cambio, puede estar reflejando síntomas de pérdida de competitividad o «enfermedad holandesa».

Pese a estos interrogantes, las perspectivas de corto plazo para América Latina se mantienen favorables. En 2011, el crecimiento podría moderarse hacia tasas más compatibles con el crecimiento potencial, acusando el cierre de la brecha de producción y el progresivo endurecimiento de las políticas. Como riesgos principales a corto plazo cabe señalar la elevación del precio del petróleo, la todavía frágil situación europea y la posibilidad de sobrecalentamiento de algunas economías de la región. Este último riesgo sería más agudo si las políticas económicas no reaccionan con suficiente prontitud, dando lugar a un desanclaje de las expectativas de inflación, o a una mayor fragilidad de las cuentas externas. El reciente aumento del precio del petróleo tendrá un impacto dispar en la región, siendo Chile el país potencialmente más perjudicado en términos de crecimiento e inflación, por su mayor dependencia energética; por el contrario, Venezuela es el más beneficiado, por ser sus exportaciones casi exclusivamente de petróleo. En términos de exposición comercial, las exportaciones de América Latina al Norte de África y Oriente Medio representan una fracción muy reducida de sus exportaciones

totales, así como también las exportaciones a Japón (en torno al 5 % de las exportaciones totales). Las exportaciones al área del euro son importantes (superiores al 12 % en el agregado, aunque con una amplia dispersión por países), pero no a los países más afectados por la crisis (en torno al 3 % de las exportaciones totales). Por ello, no cabría esperar un impacto directo significativo a través del canal comercial, así como tampoco lo ha habido en los últimos meses a través del canal financiero.

Por otra parte, la consolidación de la recuperación económica global, y en particular de Estados Unidos, podría moderar las entradas de capitales en América Latina, contribuyendo de este modo a facilitar la gestión de la política monetaria, conforme a lo apuntado más arriba. No obstante, dicha evolución podría introducir un cierto riesgo de reversión de los flujos de capital, aunque, dados los fundamentos de la región, esto no parece muy probable. A medio plazo, los principales riesgos se derivan, por un lado, de la posibilidad de un ajuste desordenado de los tipos de interés en Estados Unidos (por la eventual desaparición de los estímulos monetarios o por el deterioro de la situación fiscal en dicho país), que, en caso de alcanzar una cierta intensidad, podría propiciar una reversión significativa de los flujos de capital; y, por otro, de una intensa desaceleración del crecimiento en Asia, dada la dependencia desarrollada por la región respecto a esta área. Estos riesgos refuerzan la necesidad de aprovechar la actual fase expansiva del ciclo en América Latina para reconstruir los márgenes de política consumidos durante la crisis y reforzar la capacidad de absorción de las entradas de capital, en la medida en que sean permanentes.

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

Tras una moderada desaceleración a mediados de 2010, la actividad económica global experimentó un cierto repunte en el cuarto trimestre del pasado ejercicio. La introducción de nuevas medidas expansivas, tanto monetarias como fiscales, en Estados Unidos contribuyó a dotar de mayor solidez a la recuperación global, a pesar de la reaparición de las tensiones soberanas en el área del euro, en esta ocasión ligadas a la fragilidad del sistema bancario irlandés. Así, con el trasfondo de un prolongado dinamismo de los países emergentes, la economía estadounidense se aceleró ligeramente en el último trimestre del año. No obstante, algunas economías europeas del área del euro —y, sobre todo, el Reino Unido— siguieron mostrando síntomas de debilidad. Los indicadores más recientes para las economías desarrolladas apuntan a una continuidad en la recuperación, a pesar de la persistencia de la crisis soberana en la UEM, las tensiones geopolíticas en los países árabes —que están acentuando la tendencia alcista en el precio del crudo—, y el terremoto de Japón y sus graves consecuencias. En Estados Unidos, las cifras de creación de empleo y de producción industrial parecen avalar un patrón de mayor firmeza, aunque la delicada situación fiscal sigue siendo una fuente importante de incertidumbre.

Las economías emergentes siguieron mostrando un elevado dinamismo, especialmente en Asia emergente, que registró un crecimiento interanual del 8,5 % en el último trimestre. De este modo, estas economías continuaron aportando una parte sustancial del crecimiento global (véase gráfico 2). En algunas de ellas se aprecian señales de recalentamiento, en un contexto en el que los precios de las materias primas han prolongado la tendencia alcista iniciada a mediados de 2010. Las alzas han sido especialmente acusadas en el caso del crudo, como resultado de la situación de inestabilidad en algunos de los principales productores, que ha venido a reforzar las presiones procedentes de la pujanza de la demanda, de forma que el precio del barril tipo Brent ha superado los 120 dólares a comienzos de abril, frente a los 80 dólares de finales de septiembre.

En este contexto, los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento diferenciado por regiones durante el último trimestre de 2010, dentro de una tendencia global

a la normalización. En Estados Unidos se apreciaron ganancias bursátiles y descensos en las primas de riesgo de los valores de renta fija, en un contexto de mejora de las perspectivas económicas. Por el contrario, en el área del euro se produjo un nuevo episodio de tensiones en los mercados de deuda soberana a raíz de la crisis irlandesa, que se reflejó en una elevación de los diferenciales de los títulos públicos en los países más alejados de núcleo de la UEM. En los primeros meses de 2011, la evolución de los mercados financieros internacionales ha venido condicionada de forma creciente por las tensiones en los países árabes y, de manera más acusada, por el terremoto de Japón y sus graves consecuencias. No obstante, a pesar de estos acontecimientos, que han producido algunos repuntes importantes en la volatilidad, se ha apreciado una tendencia moderadamente positiva en los mercados, apoyada en las buenas perspectivas de crecimiento.

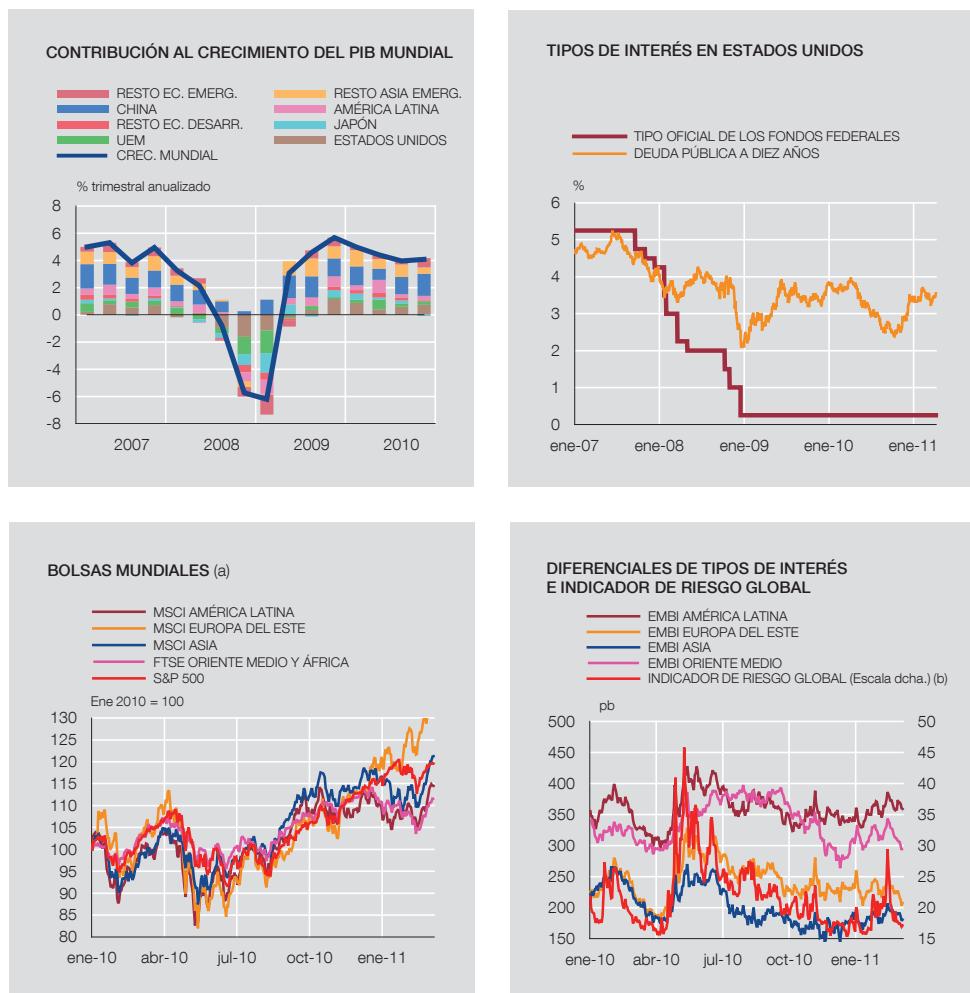
En el ámbito de la política monetaria, los tipos de interés oficiales se mantuvieron cercanos a cero en las economías avanzadas. Además, tras los signos de debilitamiento de la actividad que se produjeron a mediados de 2010, las autoridades de Japón y, especialmente, de Estados Unidos ampliaron los estímulos cuantitativos en la parte final del año. Posteriormente, en un contexto de consolidación de la recuperación y con expectativas de aumento de la inflación, los mercados han comenzado a descontar subidas de tipos oficiales más tempranas, especialmente en el Reino Unido y en la UEM. De hecho, el BCE elevó su tipo de intervención en 25 puntos básicos (pb), hasta el 1,25 %, el pasado 7 de abril; en el caso del Banco de Inglaterra, los mercados esperan que el ciclo alcista comience durante la primavera. En este sentido, la cada vez más cercana retirada de los estímulos extraordinarios en las economías avanzadas supone un cierto riesgo para la consolidación de la recuperación, que en algunos de estos países es aún frágil. Por otra parte, la mejora de las perspectivas de crecimiento en la parte final de 2010 propició una elevación de la rentabilidad de la deuda a largo plazo en Estados Unidos, que se elevó unos 100 pb en el cuarto trimestre, hasta situarse próxima al 3,5 %, oscilando en torno a este nivel en la parte transcurrida de 2011 (véase gráfico 2). En los mercados cambiarios, la fuerte depreciación experimentada por el dólar desde marzo de 2010 revirtió en el tramo final del año. También fue destacable la presión a la apreciación experimentada por el yen tras el terremoto, llegando a propiciar una intervención coordinada del G 7 para frenar ese movimiento, que fue exitosa. Los mercados emergentes mostraron un comportamiento favorable en el período, en línea con la percepción de fortaleza de estas economías (véase gráfico 2).

#### ***Mercados financieros y financiación exterior***

En los últimos seis meses, los mercados financieros en América Latina atravesaron dos fases claramente diferenciadas. En la primera, que se prolongó hasta finales de 2010, siguieron dominando los efectos indirectos de la relajación monetaria en Estados Unidos y las perspectivas de crecimiento favorables en las economías emergentes, que se tradujeron en subidas relativamente generalizadas de las bolsas y una estabilización de los diferenciales soberanos cerca de los mínimos históricos, solo interrumpida por algún aumento temporal de la volatilidad derivado de acontecimientos externos (como la crisis irlandesa en noviembre). Los tipos de cambio, por su parte, tendieron a estabilizarse tras la apreciación registrada en meses previos, lo que en algunos países pudo estar asociado a la imposición de controles de capital o al aumento de las intervenciones de compra de reservas. Cabe destacar que en el año 2010 se alcanzaron los volúmenes de entradas de capitales que se habían registrado antes de la crisis y, en algún segmento específico, se rebasaron ampliamente (inversión de cartera, 95 mm de dólares en términos anualizados; véase gráfico 3). La inversión extranjera directa, que había tendido a ir por detrás de los flujos de cartera durante los primeros trimestres de la recuperación, se recuperó con fuerza en el segundo semestre de 2010, alcanzando los 100 mm de dólares, en términos anualizados. Además, se produjo un importante número de emisiones soberanas y corporativas en los mercados internacionales, realizadas mayoritariamente por

INDICADORES MACROECONÓMICOS Y FINANCIEROS GLOBALES  
Tasa trimestral anualizada, porcentaje, puntos básicos e índices

GRÁFICO 2



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Índices en dólares.  
b. VIX.

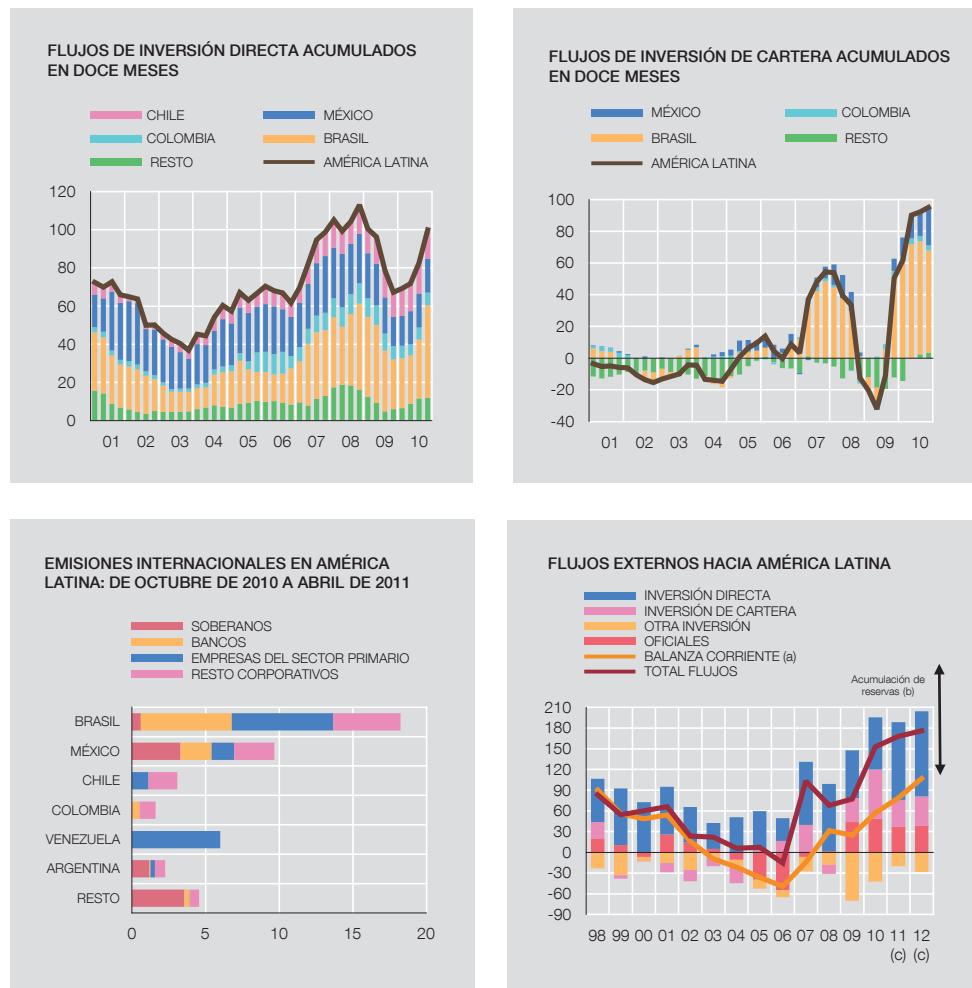
empresas del sector primario, en especial en Brasil y Venezuela, seguidas por los bancos, sobre todo en Brasil y Colombia. Los flujos brutos de capital hacia la región alcanzaron un máximo histórico (más de 250 mm), aumentando significativamente su participación en términos relativos sobre el total de flujos a economías emergentes, tendencia que se espera que se mantenga en los próximos años, a tenor de las últimas proyecciones del FMI<sup>2</sup>.

A esta primera fase le sucedió, entre enero y marzo, un período de mayor volatilidad en los mercados financieros latinoamericanos, en un contexto de aparente recomposición de las carteras internacionales hacia los mercados desarrollados, en particular Estados Unidos, dada la constatación de una mejora en las perspectivas de crecimiento. Los repuntes de volatilidad derivados de los acontecimientos en Oriente Medio y el terremoto en Japón incidieron moderadamente en los mercados latinoamericanos, viéndose principalmente afectados los mercados con mayor riesgo (Argentina y Venezuela), y aquellos en los que la exposición

2. Los flujos de capital brutos hacia América Latina se han situado en 2010 en el 27 % de los flujos a economías emergentes, por detrás de Asia (45 %) y por delante de Europa del Este (9%). Dicho porcentaje supone un aumento de 10 pp respecto a los niveles medios de la década en América Latina.

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

GRÁFICO 3



FUENTES: JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

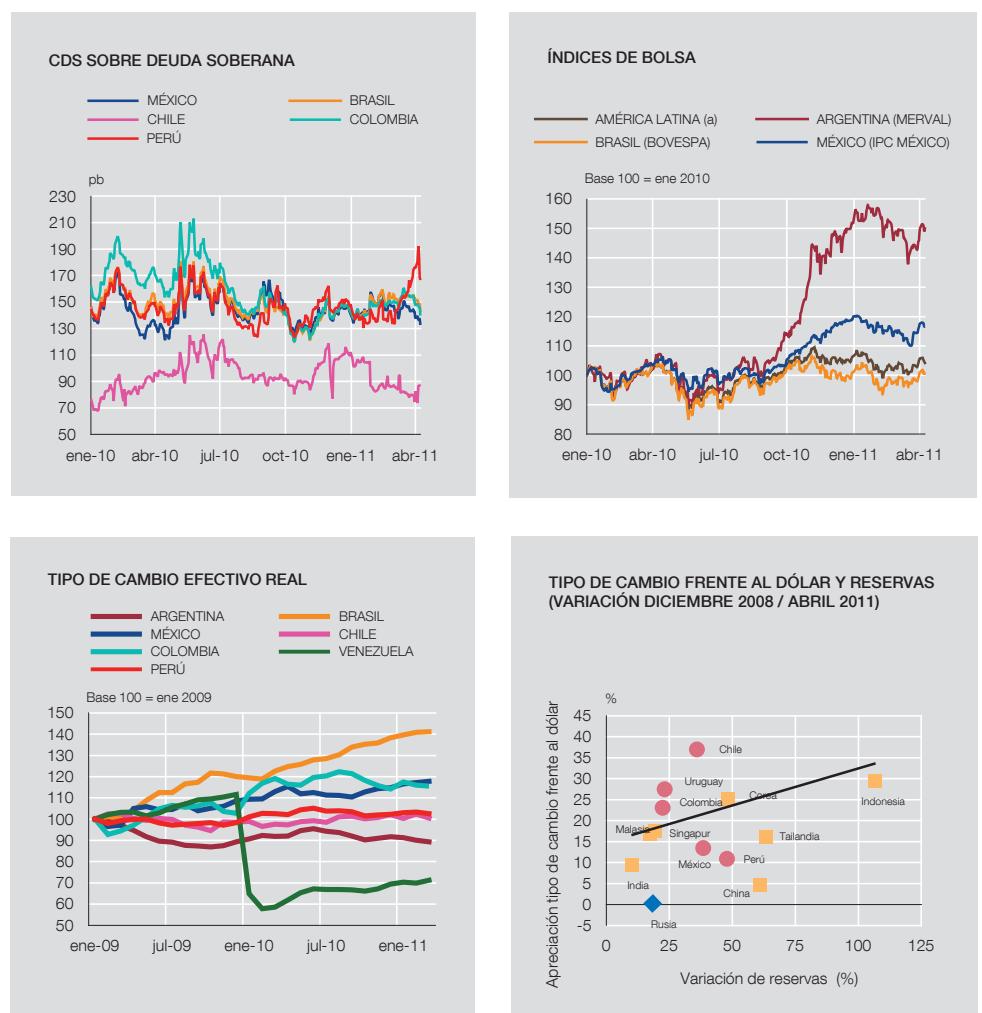
- a. Un signo positivo indica un déficit por cuenta corriente.  
b. Diferencia entre los flujos de inversión y el saldo (-) en cuenta corriente.  
c. Previsiones WEO (abril de 2011) para 2011-2012.

de los inversores japoneses era mayor (Brasil y México, que registraron fuertes depreciaciones de sus divisas en la semana posterior al terremoto). En este contexto, se produjo un descenso de los índices bursátiles y un aumento del diferencial soberano. En los mercados de deuda en moneda local, las rentabilidades repuntaron además por la tendencia al alza de la inflación y la intensificación del ciclo de subida de tipos de interés oficiales en algunos países. Sin embargo, en abril, estas tendencias han comenzado a revertir de nuevo, y se observa una renovada presión hacia la apreciación de los tipos de cambio, reflejo de nuevas entradas de flujos de capital.

En el conjunto del período analizado, entre octubre de 2010 y abril de 2011, el diferencial soberano, medido por el EMBI regional, se movió en un rango relativamente estrecho, entre los 350 y los 290 pb, experimentando descensos en la mayoría de los países; estos fueron especialmente notables en Argentina (154 pb), Venezuela (156 pb) y Ecuador (276 pb), por la mejoría de la calificación soberana en el mes de febrero. Los CDS experimentaron una evolución similar (véase gráfico 4). En sentido opuesto, los mercados financieros peruanos presentaron una mayor volatilidad y una ampliación de las primas de riesgo a comienzos de abril en el contexto de las elecciones presidenciales. En cuanto a la evolución de las bolsas, el índice

SWAPS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) SOBRE DEUDA SOBERANA, BOLSAS, TCER, TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y RESERVAS  
Puntos básicos, índices y porcentaje

GRÁFICO 4

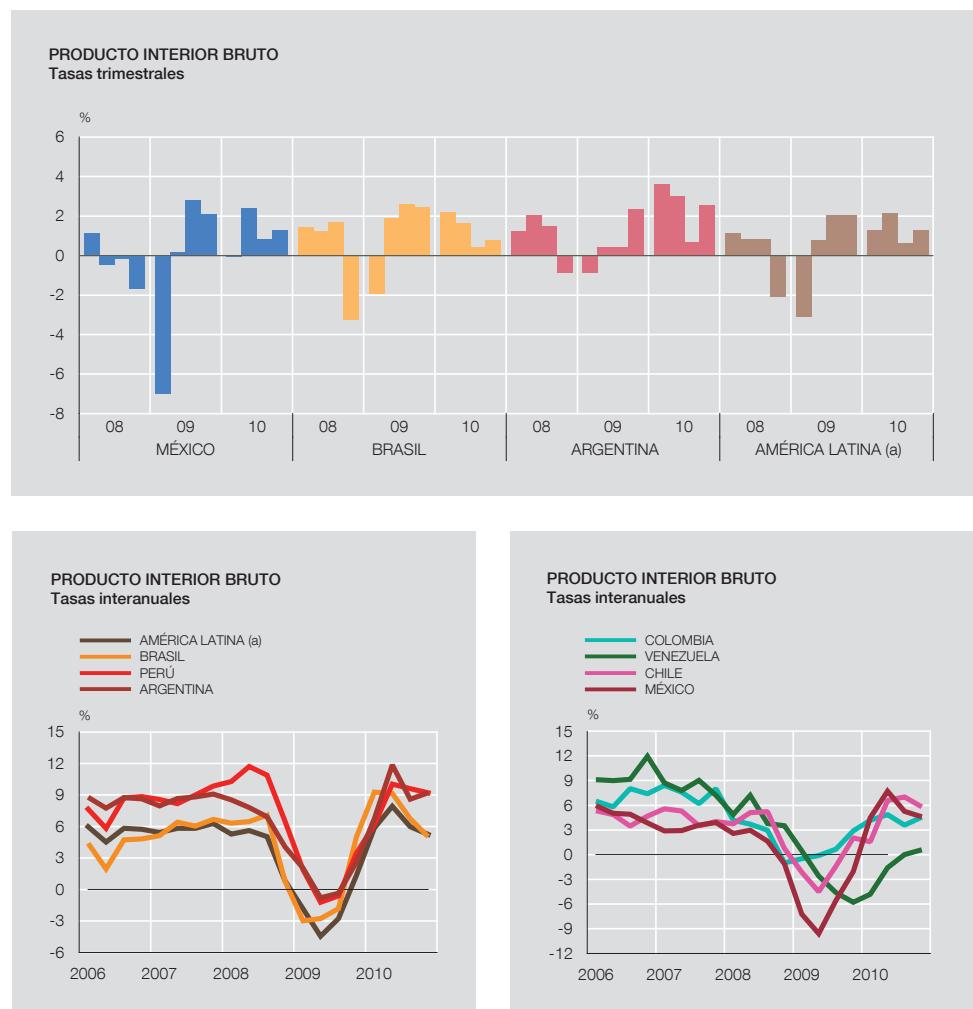


FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a. Índice MSCI América Latina en moneda local.

regional MSCI de América Latina en moneda local saldó el período examinado prácticamente estable, frente a subidas moderadas en Asia Emergente, Oriente Medio y África, y más acusadas en la Europa emergente. Por países, entre octubre y abril se registraron caídas moderadas en los índices de Brasil, Chile y Colombia, y subidas acusadas en Perú (13,4%), México (11,2%) y Argentina (30%) (véase gráfico 4).

Las entradas de capitales en el período han seguido presionando al alza los tipos de cambio. En el conjunto de los últimos seis meses, se registraron apreciaciones frente al dólar cercanas al 6% en Brasil y México, principalmente hacia el final del período. También fue importante la apreciación del peso colombiano desde finales de año (un 12%). De este modo, las cotizaciones de estas divisas frente al dólar se sitúan en niveles parecidos a los que mantenían en el verano de 2008, y significativamente por encima de los mínimos alcanzados durante la crisis (en particular, un 17% en Perú, un 32% en México, un 43% en Colombia, un 45% en Chile y un 59% en Brasil). En términos efectivos reales, los tipos de cambio han continuado apreciándose igualmente, alcanzando, en el caso de Brasil, un máximo histórico (véase gráfico 4). Las fuertes entradas de capitales en el último tramo de 2010



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de las siete principales economías.

propiciaron intervenciones en los mercados de cambios —tanto de forma reglada (Méjico, Colombia y Chile a partir del mes de enero) como discrecionalmente—, así como la introducción de diversas medidas de control de capitales, que no consiguieron evitar apreciaciones superiores, en la mayoría de los casos, a las registradas en otras economías emergentes (véase gráfico 4).

#### Actividad y demanda

El crecimiento anual del 6,3 % experimentado por la economía de América Latina en 2010 es el resultado de tasas de avance superiores al 7,5 % en Argentina, Perú y Brasil, y al 4 % en México, Chile y Colombia, que atestiguan la fortaleza generalizada de la recuperación en la región, si bien a distintas velocidades (véase cuadro 1 y la sección de la evolución económica por países). No obstante, así como en el primer semestre de 2010 la actividad sorprendió al alza, en el segundo el dinamismo resultó algo inferior a lo esperado. En particular, las tasas de crecimiento interanuales del PIB de la región se moderaron hasta el 6 % y 5,3 % en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente, en torno a un punto y medio por debajo de las correspondientes a la primera mitad del año, mientras que las tasas trimestrales fueron inferiores al 1 %, frente a un 1,7 % en promedio en el primer semestre (véase gráfico 5).

	2008	2009	2010	2009				2010				Marzo
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	
<b>PIB (tasa interanual):</b>												
América Latina (a)	4,3	-2,0	6,3	-2,9	-4,2	-2,6	1,7	5,9	7,9	6,0	5,3	
Argentina (b)	6,8	0,9	9,2	2,0	-0,8	-0,3	2,6	6,8	11,8	8,6	9,2	
Brasil	5,2	-0,6	7,5	-3,0	-2,8	-1,8	5,0	9,3	9,2	6,7	5,0	
México	1,5	-6,1	5,5	-7,2	-9,6	-5,5	-2,0	4,5	7,7	5,3	4,6	
Chile	3,7	-1,7	5,2	-2,1	-4,5	-1,4	2,1	1,7	6,4	6,9	5,8	
Colombia (c)	3,5	1,5	4,3	-0,4	-0,1	0,8	2,9	4,2	4,9	3,6	4,6	
Venezuela	4,8	-3,3	-1,4	0,5	-2,6	-4,6	-5,8	-4,8	-1,6	0,0	0,6	
Perú	9,8	0,9	8,8	1,9	-1,2	-0,6	3,4	6,2	10,0	9,6	9,2	
Uruguay	8,6	2,6	8,5	2,6	1,1	2,8	4,7	9,6	10,5	7,7	6,5	
<b>IPC (tasa interanual):</b>												
América Latina (a)	7,8	6,4	6,4	7,6	6,7	5,9	5,4	6,1	6,6	6,3	6,7	6,7
Argentina (b)	8,6	6,3	10,5	6,6	5,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1	11,0	9,7
Brasil	5,7	4,9	5,0	5,8	5,2	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	5,6	6,3
México	5,1	5,3	4,2	6,2	6,0	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7	4,2	3,0
Chile	8,7	0,4	1,4	4,8	1,8	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	2,2	2,5	3,4
Colombia	7,0	4,2	2,3	6,6	4,8	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3	2,7	3,2
Venezuela	31,4	28,6	29,0	29,5	28,2	28,7	28,1	27,4	31,9	29,8	27,3	28,7
Perú	5,8	2,9	1,5	5,6	4,0	1,9	0,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,7
Uruguay	7,9	7,1	6,7	8,2	6,7	7,1	6,3	6,7	6,9	6,3	6,9	8,2
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB):</b>												
América Latina (a) (d)	-0,5	-2,9	-2,2	-1,5	-2,0	-3,1	-2,8	-2,7	-2,5	-2,1	-2,2	
Argentina	1,4	-0,6	0,2	1,1	0,0	-1,0	-0,6	-0,8	-0,3	0,2	0,2	
Brasil	-2,0	-3,3	-2,6	-2,8	-3,1	-4,2	-3,3	-3,4	-3,3	-2,3	-2,6	
México	-0,1	-2,3	-2,8	-1,4	-1,7	-2,3	-2,1	-1,8	-2,1	-2,4	-2,7	
Chile	5,0	-4,6	-0,3	1,3	-1,5	-3,9	-4,6	-3,9	-1,1	0,0	-0,3	
Colombia	-1,8	-3,8	-3,6	-2,7	-3,0	-3,2	-3,8	-3,4	-4,0	-3,6	-3,6	
Venezuela	-1,2	-5,1	-	-2,3	-2,8	-3,9	-5,1	-4,8	-3,8	-3,5	-	
Perú	2,2	-1,8	0,0	1,4	0,1	-0,7	-1,8	-1,3	-1,0	-0,3	0,0	
Uruguay	-1,5	-1,7	-1,1	-2,1	-2,2	-2,2	-1,7	-1,9	-1,1	-1,1	-1,1	
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB):</b>												
América Latina (a)	30,7	34,7	33,7	31,4	33,1	34,5	34,2	34,1	33,1	33,4	32,9	
Argentina	44,7	47,9	44,6	48,8	43,9	46,4	45,8	47,9	40,5	43,3	41,3	
Brasil	38,5	42,8	40,4	39,3	41,5	43,3	42,8	41,9	40,9	40,3	40,4	
México	24,3	28,0	27,4	27,0	27,2	27,5	26,3	27,7	27,5	27,3	25,9	
Chile	5,2	6,2	9,2	5,0	4,9	5,8	6,1	6,9	7,5	8,7	9,2	
Colombia	33,2	34,7	34,8	36,8	35,2	33,6	35,1	34,3	35,1	34,7	34,8	
Venezuela	13,6	22,6	28,4	13,5	18,1	20,4	22,6	19,0	22,4	26,1	28,4	
Perú	24,2	27,3	23,9	24,8	26,1	27,2	27,3	25,5	24,2	23,7	23,9	
Uruguay	52,9	69,8	57,4	56,7	60,5	67,3	69,1	65,7	59,0	58,4	57,3	
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB):</b>												
América Latina (a) (d)	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7	
Argentina	2,0	3,6	1,0	2,3	3,2	3,5	3,4	3,0	2,1	1,4	0,9	
Brasil	-1,7	-1,5	-2,3	-1,5	-1,2	-1,2	-1,5	-1,8	-2,2	-2,4	-2,3	
México	-1,5	-0,7	-0,5	-1,9	-1,5	-1,4	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	
Chile	-1,9	1,6	1,9	-2,0	-1,4	0,7	2,6	2,4	1,8	1,6	1,9	
Colombia	-2,8	-2,2	-3,1	-3,3	-3,0	-2,7	-2,1	-2,1	-2,2	-2,8	-3,1	
Venezuela	12,0	2,6	6,1	7,6	2,9	-0,6	2,6	6,0	6,8	6,3	6,1	
Perú	-4,2	0,2	-1,5	-3,3	-2,4	-1,0	0,2	0,0	-0,2	-0,9	-1,5	
Uruguay	-4,7	0,7	-0,4	-3,8	-1,1	-0,2	0,5	0,5	0,7	0,8	-0,4	
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB):</b>												
América Latina (a)	17,5	20,6	20,7	18,7	19,6	20,8	19,8	19,7	19,2	20,3	20,5	
Argentina	38,3	37,9	34,9	43,6	37,9	39,2	36,3	36,9	32,4	34,7	32,3	
Brasil	12,0	12,4	12,2	12,2	13,3	14,0	12,2	11,9	12,0	12,3	12,2	
México	11,5	18,5	18,2	19,2	17,3	17,0	16,8	17,9	17,4	17,7	18,2	
Chile	38,0	45,9	42,3	40,0	42,1	45,3	45,0	42,8	42,8	43,2	42,2	
Colombia	19,1	22,7	22,6	19,9	19,7	21,9	22,9	18,8	19,4	21,6	22,6	
Venezuela	19,4	22,6	42,7	18,8	18,6	21,4	22,6	23,8	26,9	35,0	42,7	
Perú	27,3	28,1	26,1	27,7	28,2	28,6	28,1	27,3	25,4	26,6	26,1	
Uruguay	38,5	44,9	36,2	39,2	40,9	45,4	44,5	40,7	36,8	36,4	36,2	

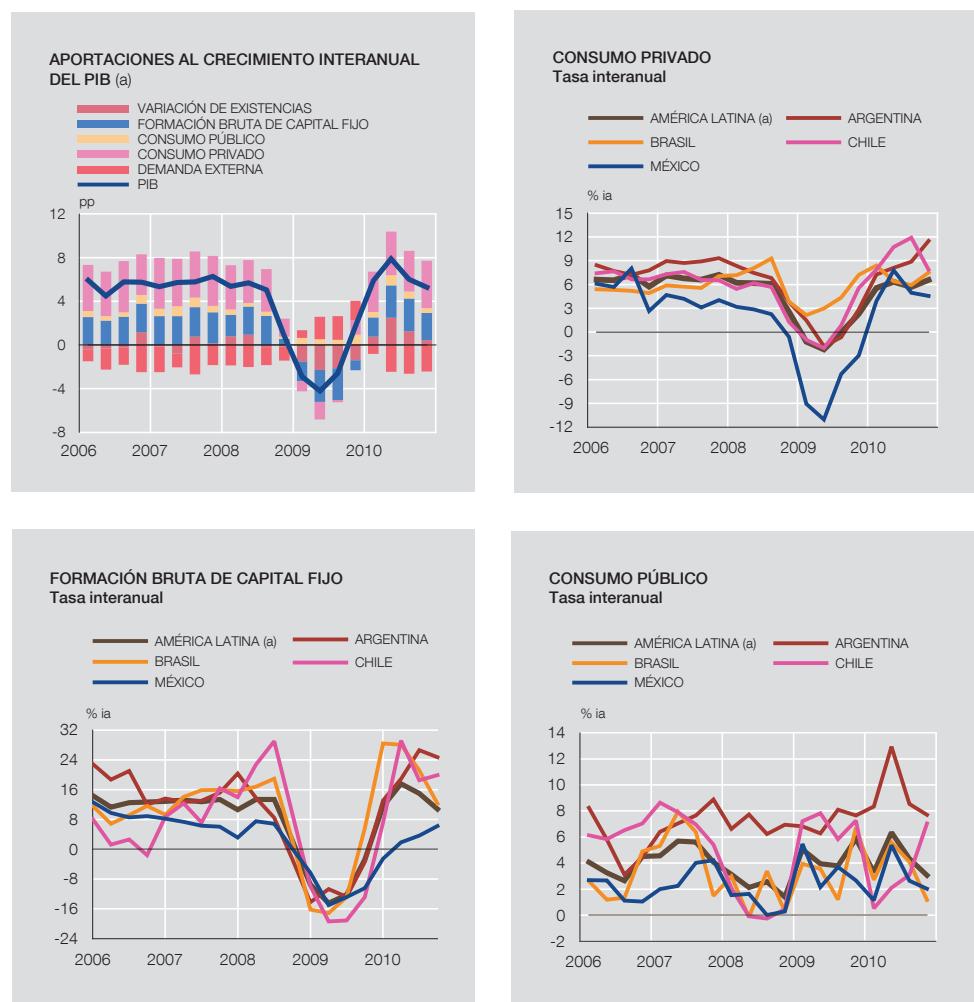
FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Agregado de los ocho países representados, excepto Uruguay.  
 b. Los analistas privados consideran que el crecimiento del PIB argentino en 2008 y 2009 fue considerablemente inferior a las cifras oficiales, si bien esta discrepancia se redujo en 2010. Asimismo, consideran que las cifras de inflación han sido notablemente más altas que las oficiales desde 2007 en adelante.

c. Serie ajustada de estacionalidad.  
 d. Media móvil de cuatro trimestres.

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

GRÁFICO 6



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

Esta moderación resultó especialmente notable en Brasil, como consecuencia de la marcada desaceleración de la inversión, y en menor medida en México, en este caso por un efecto base. De hecho, las tasas de crecimiento trimestrales en el tercer y cuarto trimestre en México fueron elevadas, y muy superiores a las de Brasil. En los demás países, la actividad se mantuvo firme, tendiendo incluso a repuntar en Argentina y Colombia en el último trimestre del año, en un contexto de fuerte avance de la demanda interna. Por su parte, Venezuela registró, por primera vez desde el inicio de la crisis, un crecimiento interanual positivo en el cuarto trimestre, lo que supone un retraso de casi dos años respecto al resto de la región y no evitó que el PIB registrara una caída en el conjunto de 2010.

El crecimiento siguió basándose en el dinamismo de la demanda interna, que aportó en el último trimestre 7,7 pp al crecimiento del PIB, mientras que la demanda externa mantuvo relativamente estable su aportación negativa al crecimiento (2,4 pp) (véase gráfico 6). El consumo privado mantuvo una notable fortaleza. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en la primera mitad de año, se constató cierta moderación en la formación bruta de capital y una menor aportación del ciclo de existencias.

Así, en el agregado de la región, la formación bruta de capital moderó su tasa de crecimiento hasta el 11,8 % interanual, desde el 16,5 % del segundo trimestre (véase gráfico 6), con una importante divergencia por países. Por un lado, en Argentina y México, la inversión se aceleró. En este último país, el ritmo de avance de la inversión aumentó especialmente en los sectores de construcción y agricultura, ya que en las manufacturas, que habían sido el motor de la recuperación en 2009, tendió a moderarse, lo que podría apuntar a un cierto relevo de los sectores más retardados en el ciclo y a una posible rotación del crecimiento hacia la demanda interna. Por otro lado, en Brasil se advirtió una fuerte desaceleración de la formación bruta de capital, desde tasas superiores al 28 % interanual en el primer semestre hasta tasas del 12 % a finales de año, en línea con el comportamiento reciente del sector industrial. Esta evolución fue particularmente marcada en el sector de bienes de equipo, que llegó a contraerse en el tercer trimestre. Dado que las condiciones de financiación y las perspectivas para la inversión han seguido siendo muy favorables, y que la inversión extranjera directa se ha recuperado hasta niveles cercanos a los máximos históricos, la desaceleración del sector industrial resulta difícil de explicar, en un contexto de pujanza generalizada de las condiciones de demanda. En estas circunstancias, es posible que el tipo de cambio —que en términos efectivos reales se ha situado en niveles muy elevados en países como Brasil o Colombia— haya contribuido a la moderación de la inversión (véase recuadro 1).

El consumo privado mantuvo en cambio tasas de crecimiento robustas en el agregado de la región, en torno al 6,5 % en el cuarto trimestre (véase gráfico 6), en línea con la favorable evolución del mercado de trabajo, que ha seguido mostrando un mejor comportamiento que en anteriores recuperaciones. Las tasas de paro han descendido hacia niveles parecidos o inferiores a los previos a la crisis en los principales países de América del Sur (véase gráfico 7). En Brasil, dicho indicador rebasó sucesivos mínimos históricos, situándose en el 5,3 % en diciembre; en Argentina se situó en el 7,3 %, y en Chile y Perú descendió rápidamente, aproximándose al mínimo anterior a la crisis. Por su parte, en México, aunque la situación del mercado laboral mejoró en los seis últimos meses, siguió siendo más frágil, lo que, junto con la lenta recuperación de las remesas por la debilidad del mercado de trabajo americano, tendió a lastrar la recuperación del consumo privado. En los países donde el mercado laboral mostró mayor firmeza, el crecimiento de los salarios se ajustó, por lo general, al de la inflación. En México, en cambio, los salarios disminuyeron moderadamente en términos nominales. En este contexto, los indicadores de confianza del consumidor se han mantenido en niveles muy elevados y el crédito al sector privado ha tendido a despegar (véase gráfico 7). En Brasil y Perú, el crédito ha vuelto a expandirse a tasas superiores al 20 % interanual en términos reales, lo que ha originado la introducción de medidas de tipo macroprudencial y restricciones en algunos segmentos, mientras que en México ha recuperado tasas de crecimiento positivas, tras dos años de contracción o estancamiento, y en el resto de los países parece estar creciendo a unas tasas acordes con la posición del ciclo.

Por el lado del sector exterior, cabe resaltar el elevado crecimiento de las importaciones (con tasas interanuales superiores al 23 %, en el conjunto de la región, en el cuarto trimestre de 2010), mientras que las exportaciones registraban ritmos de avance en torno al 11 %. A pesar de la elevada elasticidad de las importaciones al crecimiento, el aumento de los términos de intercambio (un 20 % en la región, en 2010) ha seguido permitiendo que la balanza comercial de la región mantuviese un superávit apreciable (2 % del PIB regional). De hecho, los siete países en los que se centra este informe registraron superávits comerciales en 2010, si bien en la mayoría de los casos la contribución de las variaciones de precios fue superior a la de los volúmenes intercambiados. En este sentido, cabría destacar que en 2007 el superávit comercial era más del doble del actual, y que, si se corrigiera el superávit actual por un nivel

América Latina ha sido tradicionalmente una región exportadora de materias primas, característica que se ha agudizado en el transcurso de la última década, como consecuencia del crecimiento de la demanda de estos productos por parte de las economías en desarrollo de Asia; en especial, China. Dicho crecimiento se ha reflejado en un aumento tendencial de los precios de las materias primas desde el año 2003, que ha supuesto para la región un fuerte incremento de la relación real de intercambio —la ratio entre precio de las exportaciones y de las importaciones—. Así, en los últimos siete años se han registrado aumentos acumulados del 14% en México, 25% en Brasil, 28% en Argentina, 55% en Perú, 60% en Colombia, 110% en Chile y 353% en Venezuela, situándose en máximos a partir de los años noventa en la mayoría de los países (véase gráfico 1).

El incremento de la relación real de intercambio aporta numerosos beneficios a la región; entre ellos, la mejora de la renta, que impulsa la demanda y la actividad; mayores ingresos públicos; la mejora del saldo exterior, que tiende a compensar el incremento de las importaciones derivado del fuerte crecimiento de la demanda interna, y la atracción de flujos de capitales, bien de inversión directa dirigida a los sectores primarios, bien en otras formas, por la mejora general de las perspectivas de crecimiento. No obstante, el incremento de los términos de intercambio puede también llevar asociados efectos económicos desfavorables. Por ejemplo, la expansión que induce tiende a generar inflación, puede aumentar la volatilidad del ciclo económico, dado que los precios de las materias primas suelen ser menos estables que los de las manufacturas o los servicios, e incluso puede dar lugar a un deterioro de la calidad institucional<sup>1</sup>. Finalmente, el incremento de los

términos de intercambio puede dar lugar a la denominada «enfermedad holandesa», que es el objeto de análisis de este recuadro.

El término «enfermedad holandesa» fue acuñado por *The Economist* en 1977 para describir la recesión en el sector manufacturero holandés tras el descubrimiento de grandes reservas de gas en el Mar del Norte, y describe la pérdida de competitividad del sector comercializable de un país derivada de los efectos de la explotación de recursos naturales con una gran demanda mundial. La consecuente mejora de la relación real de intercambio genera una entrada de divisas por exportaciones y simultáneamente una expansión de demanda que lleva a una apreciación del tipo de cambio real, bien por una apreciación nominal, bien por un incremento de la inflación, y da lugar a un deterioro de los precios relativos entre los bienes comercializables (excepto las materias primas) y los no comercializables —en particular, los servicios—. Además, al aumentar la rentabilidad relativa de la inversión en el sector primario y en el sector no transable, los recursos tienden desviarse hacia dichos sectores y, dependiendo del grado de flexibilidad de los mercados de factores, los salarios y la retribución al capital son presionados al alza en el conjunto de la economía, perjudicando adicionalmente la competitividad de los sectores sometidos a la competencia internacional. A medio plazo, el aumento de valor de las exportaciones relacionadas con el sector primario puede no compensar el descenso de las exportaciones del resto de sectores —en particular, si el volumen de exportación de materias primas es poco elástico a su precio, como en el caso de recursos no renovables o cuyas inversiones requieran un largo período de maduración, como el petróleo, el gas o la minería—. Esta situación, junto con el hecho de que parte del incremento de la renta nacional se filtra a importaciones, puede acabar deteriorando el saldo exterior.

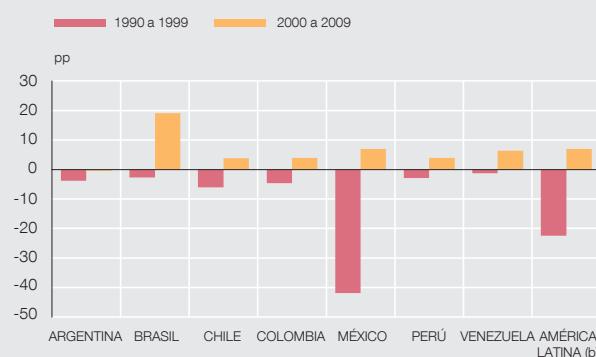
¿Hay evidencia de la presencia de este tipo de desarrollos en la región? El gráfico 2 recoge una batería de indicadores que permiten evaluar esta

1. Véanse, entre otros, A. Gelb et ál (1988), *Oil Windfalls: Blessing or Curse?*, World Bank, Oxford University Press y Jeffrey D. Sachs y Andrew M. Warner (2001), «The curse of natural resources», *European Economic Review*, vol. 45.

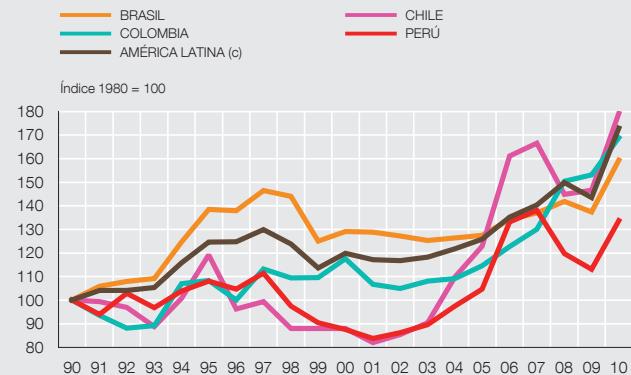
## ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

GRÁFICO 1

VARIACIÓN DEL PORCENTAJE DE EXPORTACIONES RELACIONADAS CON MATERIAS PRIMAS (a)



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



FUENTES: Banco Mundial y fuentes nacionales.

a. Puntos porcentuales. Comprende alimentos, materias primas agrarias, combustibles y metales.

b. Incluye Centroamérica y Caribe.

c. Siete grandes economías.

posibilidad. En primer lugar, parece existir una correlación entre la evolución de los términos de intercambio y la de los tipos de cambio efectivos reales en la región<sup>2</sup>, especialmente en Brasil, aunque también en México, Colombia o Chile<sup>3</sup>. En algunos países, el tipo de cambio efectivo real está, al igual que la relación real de intercambio, en máximos históricos<sup>4</sup>. Además, como se observa en el gráfico, desde el segundo trimestre de 2010 en varios países de América Latina se ha producido una apreciable disociación entre los indicadores de oferta, como la producción industrial —estancada desde el verano de 2010— y los de demanda, como las ventas al por menor, que siguen creciendo fuertemente.

Como se observa en la desagregación sectorial que aparece en el panel central izquierdo del gráfico 2, se ha constatado que son los sectores primarios en algunos países (impulsados por los precios de las materias primas), los de servicios más orientados al consumo (impulsados por el crecimiento de la demanda interna) y otros sectores de bienes no comerciables, como la construcción, los que han liderado el crecimiento en la última fase expansiva, mientras que las manufacturas se quedaban rezagadas. Estas tendencias han sido más acusadas en el caso de Brasil, donde el crecimiento medio del PIB entre 2007 y 2010 (4,5%), impulsado por las telecomunicaciones, el comercio y la minería, es muy superior al del sector de las manufacturas (2,7%). Pero también se producen desarrollos similares en Chile, Colombia y Venezuela. Perú constituye una excepción, toda vez que la industria no relacionada con el sector primario ha crecido a tasas muy similares a las del crecimiento medio del resto de los sectores y del PIB.

Una evidencia adicional vendría ofrecida por el desplazamiento de recursos hacia los sectores más rentables tras el aumento de los términos de intercambio. Así, la ratio entre empleo en la industria y en servicios ha descendido fuertemente en varios países de la región (Brasil, Perú y Colombia), si bien este descenso no se ha producido por una caída del empleo en la industria, sino por un ascenso del empleo en los servicios muy superior<sup>5</sup>.

Además, como se observa en los paneles inferiores del gráfico 2, en la mayoría de los países de la región las exportaciones de materias primas

han crecido fuertemente en volumen (salvo el petróleo en México y Venezuela, cuya producción se encuentra en declive desde hace tiempo), en claro contraste con el volumen de exportaciones manufactureras, que ha registrado caídas interanuales a lo largo de todo 2010 o una fuerte desaceleración (con las excepciones de Perú y, en menor medida, Chile), lo que podría ser indicativo de un desplazamiento de exportaciones por ventas de materias primas al exterior<sup>6</sup>. Por último, cabe destacar que la balanza por cuenta corriente se ha deteriorado a lo largo de 2010, como correspondería a unas economías que registran una elevada tasa de crecimiento de la demanda y en las que las importaciones crecen por encima de las exportaciones. Sin embargo, esta evolución no se ha debido a la balanza de bienes, cuyo superávit ha aumentado, sino a la de servicios (más de la mitad del deterioro), relacionada con el incremento de la renta nacional, y a la de rentas, que reflejaría una mayor repatriación de dividendos de las empresas que explotan los recursos de la región (véase gráfico 11 del texto principal para el caso de Brasil).

En definitiva, aunque la evidencia no es concluyente y algunas características estructurales de los países introducen matizaciones<sup>7</sup>, ciertos indicios apuntarían a algunos efectos negativos de la apreciación cambiaria sobre la competitividad y la evolución de otros sectores expuestos a la competencia internacional, como el descenso del volumen de exportaciones manufactureras en algunos países en un momento de pujanza de las exportaciones de materias primas y fuerte apreciación cambiaria, la menor recuperación del empleo en manufacturas frente al de otros sectores más ligados a la demanda interna y, sobre todo, el estancamiento de la producción industrial a pesar del *boom* de la demanda.

No obstante, para que se pudiera hablar de enfermedad holandesa en sentido estricto, habría que demostrar que es la mejoría de los términos de intercambio derivada de la bonanza de los precios de las materias primas la que domina la evolución del tipo de cambio real. Y esta hipótesis resulta difícil de probar cuando otro factor —las fuertes entradas de capitales— está influyendo recientemente sobre la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio reales en la región. Así, la correlación entre las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio real es muy elevada para Brasil, México o Colombia, como se observa en el gráfico 3. Sin embargo, se puede argumentar que, en algunos países, las entradas de capitales están en parte inducidas por la propia bonanza de las materias primas, en la medida en que tienden a atraer capitales a esos sectores o, indirectamente, a mejorar las perspectivas de crecimiento. Así, se aprecia una elevada correlación entre términos de intercambio y entradas de capitales en el período reciente, sobre todo en Brasil y Perú (véase gráfico 3). Por lo tanto, aunque las entradas de capitales dificultan el diagnóstico sobre la presencia de indicios de enfermedad holandesa

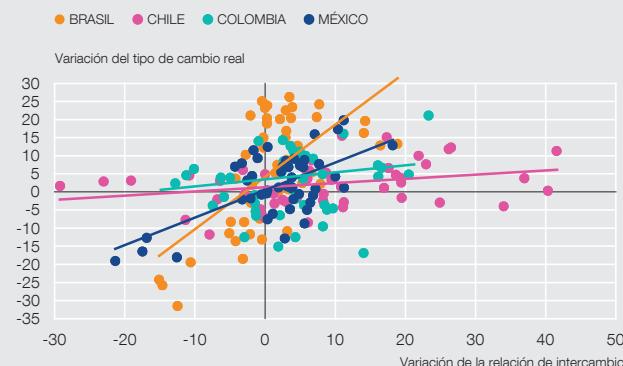
2. En la mayoría de los cálculos presentados en el recuadro se va a excluir a Argentina y Venezuela, por utilizar el tipo de cambio como instrumento de la política monetaria, quedando desvirtuada la relación entre los términos de intercambio y el tipo de cambio. En otros casos se excluirá a México, dado que es el país con una menor proporción de materias primas en sus exportaciones, y dado que los desarrollos en su industria están más ligados al ciclo estadounidense y a los salarios relativos que a la evolución del tipo de cambio real. 3. En el caso de Chile, la reducida correlación entre los términos de intercambio y el tipo de cambio real se debería a que buena parte de la ganancia de renta derivada de la subida de los precios de las materias primas se acumula en el Fondo de Riqueza Soberano, con lo que se cortocircuita la transmisión al tipo de cambio nominal de los mayores ingresos por exportaciones. 4. La correlación debería establecerse en el marco de un modelo empírico que tuviera en cuenta, además, otros determinantes de la apreciación, como el crecimiento, el gasto público, las remesas o los flujos de capitales. En este sentido, en López, Molina y Bussolo (2007) se estima que, en una muestra amplia de economías emergentes, un incremento de los términos de intercambio de un 1% generaría una apreciación del tipo de cambio real del 0,3%, con los coeficientes significativos en la mayoría de las especificaciones. 5. 58 % en los servicios por 29 % en la industria entre 2005 y 2010 en Perú, o 21 % por 4 % en Brasil.

6. El caso de Chile puede ser especial, dado que tiene firmados multitud de acuerdos de libre comercio que permiten aprovechar nichos de mercado en cada caso, lo que haría que la influencia del tipo de cambio sobre la competitividad de las industrias fuera algo menor. Perú ha aplicado, igualmente, esa estrategia desde tiempos algo más recientes. 7. Por ejemplo, Brasil es un país donde la apertura comercial medida como importaciones y exportaciones en proporción del PIB es muy baja, y además sus manufacturas están relativamente diversificadas.

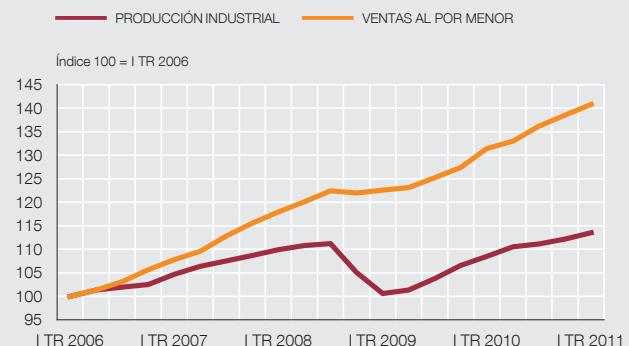
POSIBLES INDICIOS DE ENFERMEDAD HOLANDESA

GRÁFICO 2

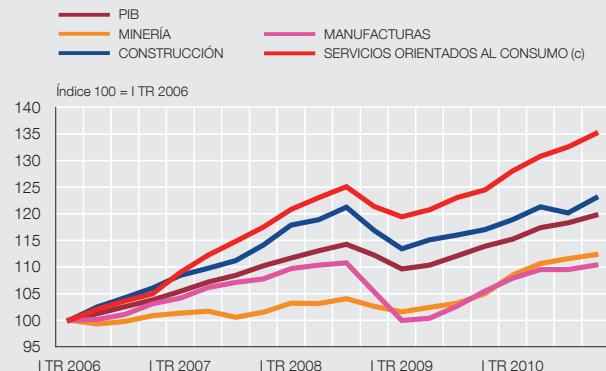
AMÉRICA LATINA: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL (a)



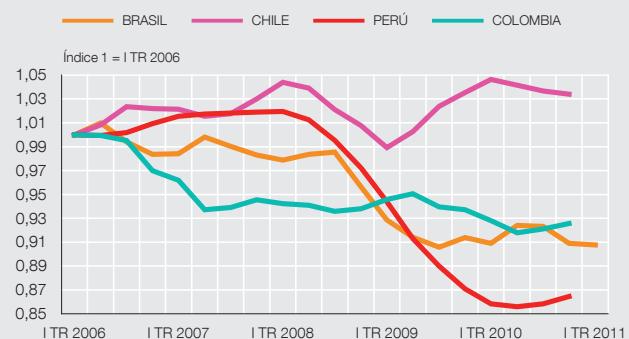
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y VENTAS AL POR MENOR (b)



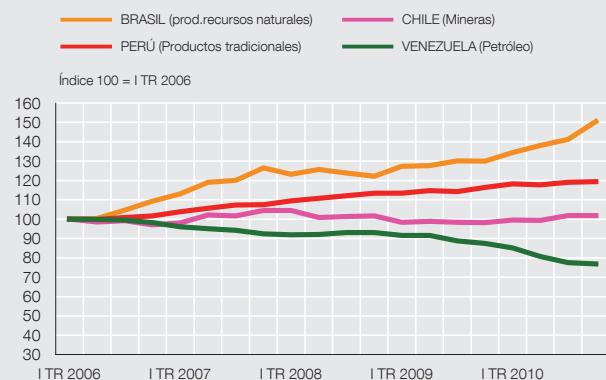
AMÉRICA LATINA (b): PIB SECTORIAL



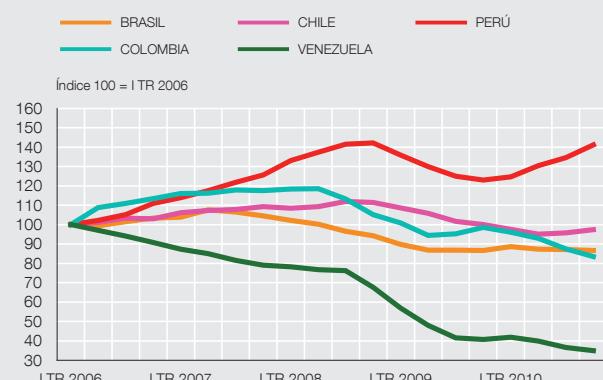
AMÉRICA LATINA: RATIO EMPLEO INDUSTRIAL – EMPLEO EN SERVICIOS



AMÉRICA LATINA: EXPORTACIÓN (VOLUMEN) DE MATERIAS PRIMAS



AMÉRICA LATINA: EXPORTACIÓN (VOLUMEN) SIN MATERIAS PRIMAS



FUENTES: Fuentes nacionales.

- a. Variación interanual entre 1999 y 2010.
- b. Siete grandes economías.
- c. Comercio, Telecomunicaciones y Servicios financieros.

en América Latina, pueden constituir un canal adicional por el que la mejora de los términos de intercambio afecta negativamente a la competitividad de las exportaciones no primarias en estos países.

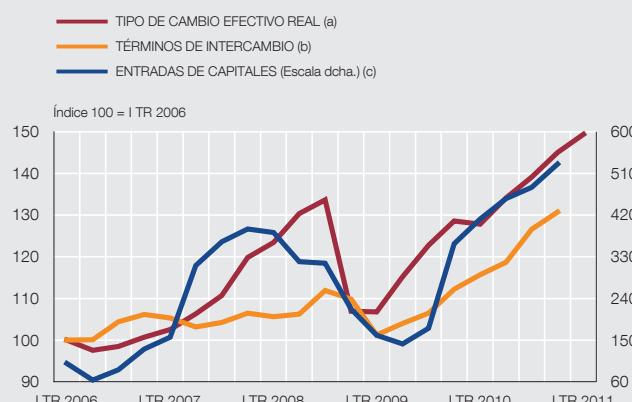
Dadas las perspectivas de crecimiento continuado de la demanda, en particular la proveniente de Asia, es probable que los precios de las materias primas se mantengan elevados y, por tanto, que los flujos de inversión directa asociados al sector primario también sean importantes, frente a un comportamiento más volátil y menos persistente del resto de flujos. Esto generaría una consolidación de la tendencia a la primarización de la estructura exportadora y un tipo de cambio real estructuralmente más apreciado. Para contrarrestar las dificultades competitivas de sus industrias no primarias, deberían plantarse políticas estructurales encaminadas a mejorar la productividad industrial. En este

contexto cobran especial sentido las propuestas de creación o acumulación de parte de la riqueza generada por los recursos naturales en fondos de riqueza soberanos (Chile, Colombia y Perú), o de desarrollo de sectores nacionales complementarios a la explotación de recursos naturales, que generen externalidades sobre el resto de la economía, como la difusión de nuevas tecnologías, y políticas de más largo plazo que mejoren el nivel educativo y el capital físico y humano. En momentos como el actual de apreciación tendencial del tipo de cambio real y de fuerte incremento de la demanda, parece aconsejable aprovechar la flexibilidad cambiaria para evitar que la apreciación real se produzca por la vía de una mayor inflación. Por lo tanto, deberían calibrarse cuidadosamente las políticas encaminadas a evitar sobreacciones del tipo de cambio nominal derivadas de ciclos de flujos de capitales, como las intervenciones cambiarias o la imposición de controles de capitales.

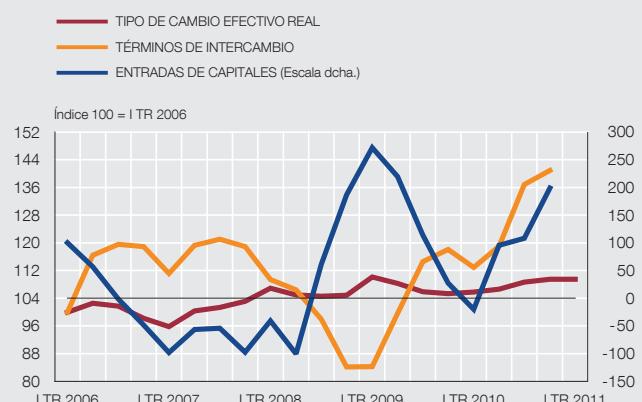
### TIPOS DE CAMBIO, FLUJOS DE CAPITAL Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

GRÁFICO 3

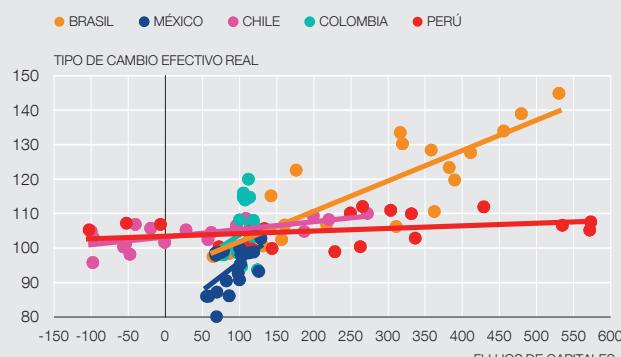
#### BRASIL



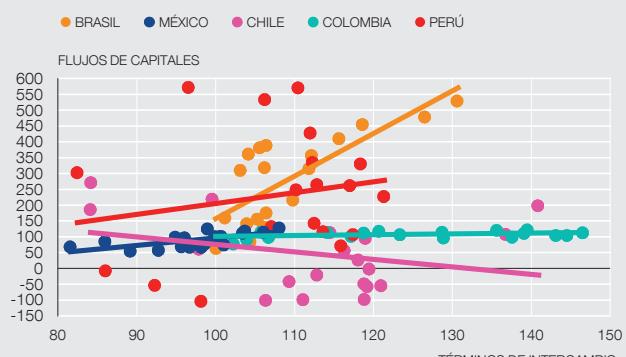
#### CHILE



#### TIPO DE CAMBIO REAL Y FLUJOS DE CAPITALES (ÍNDICES I TR 2006 = 100)



#### FLUJOS DE CAPITALES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (ÍNDICES I TR 2006 = 100)

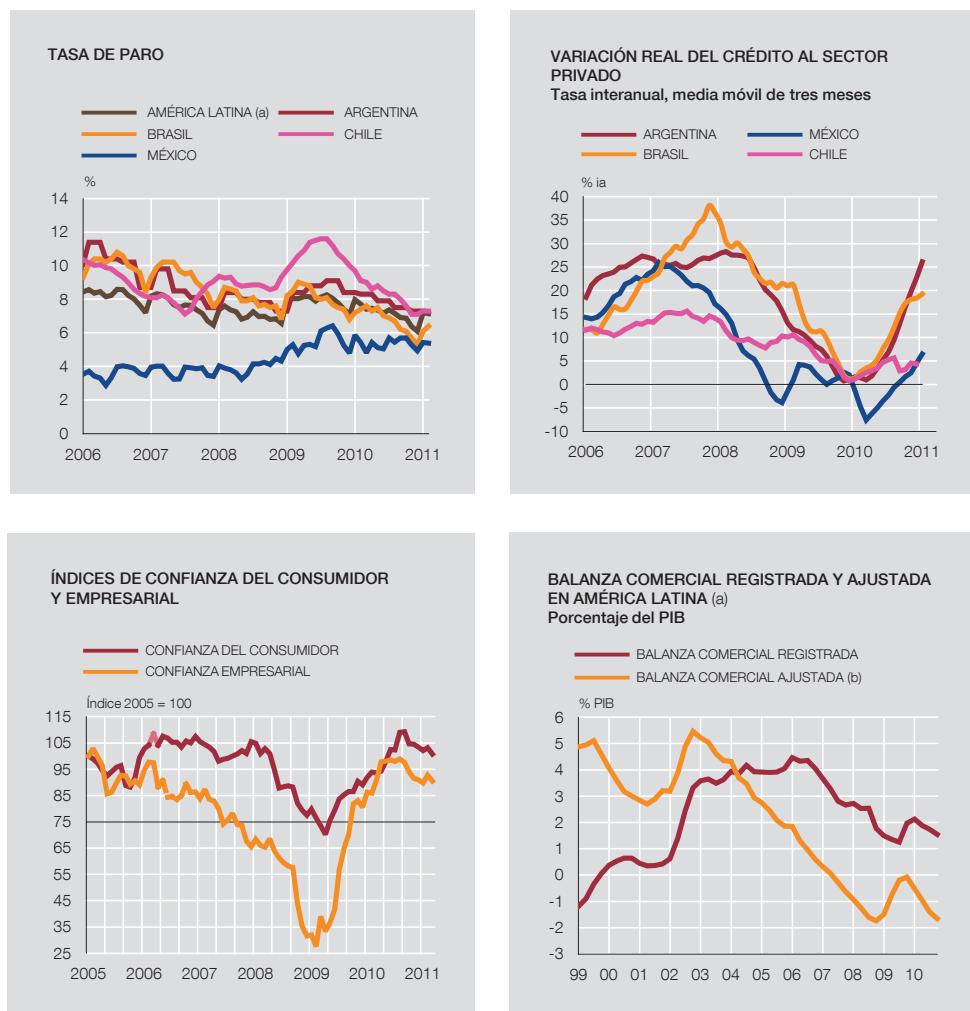


FUENTES: Fuentes nacionales.

- a. Base 100 en I TR 2006.
- b. Base 100 en I TR 2006.
- c. Suma de entradas de cartera y de inversión directa, base 100 en I TR 2006.

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

GRÁFICO 7



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a. Siete mayores economías.  
b. Estimación de la balanza comercial fijando los precios de exportación e importación como media desde el año 1990 hasta 2007.

de precios de materias primas en línea con el histórico de largo plazo, la balanza comercial presentaría un déficit en torno al 1 % del PIB de la región (véase gráfico 7).

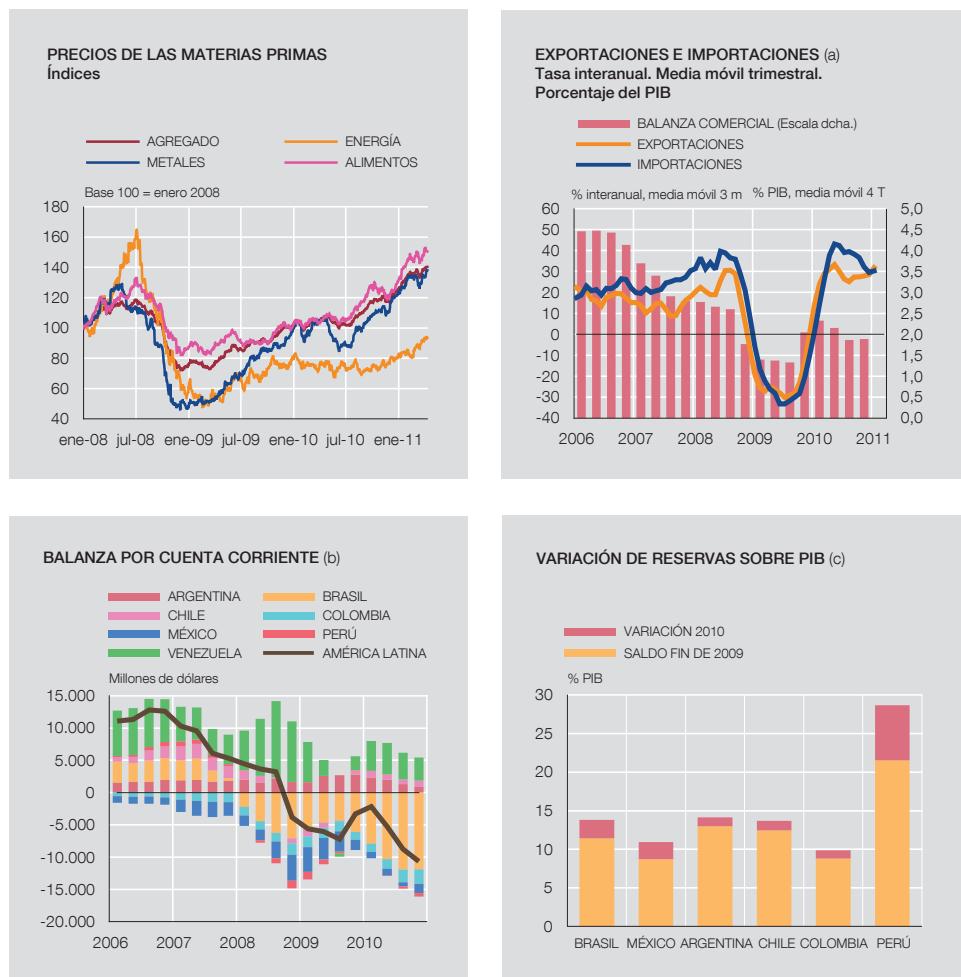
La región registró en 2010 un déficit corriente agregado del -0,7 % del PIB con notables divergencias entre países (véase gráfico 8). En algunos países, entre ellos, Brasil, se apreció un notable deterioro, sobre todo por el comportamiento de la balanza de servicios, lo que podría estar relacionado con la fortaleza del tipo de cambio. La intensa acumulación de reservas que ha seguido teniendo lugar en este período, en el conjunto de la región, pone de manifiesto que la financiación del déficit por cuenta corriente no ha supuesto ningún problema (véase gráfico 8). Sin embargo, en algunos países, a pesar de la reciente recuperación de los flujos de inversión directa, la estructura de financiación ha seguido mostrando una mayor dependencia de otros flujos considerados menos estables, y, de hecho, en algunos países dicha inversión no llega a cubrir el déficit corriente.

**Precios y políticas macroeconómicas**

Uno de los principales cambios en la evolución macroeconómica de América Latina en los seis últimos meses ha sido el repunte de la inflación, que se ha acercado a tasas del 6,5 %

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

GRÁFICO 8



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

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

b. Media móvil de cuatro trimestres.

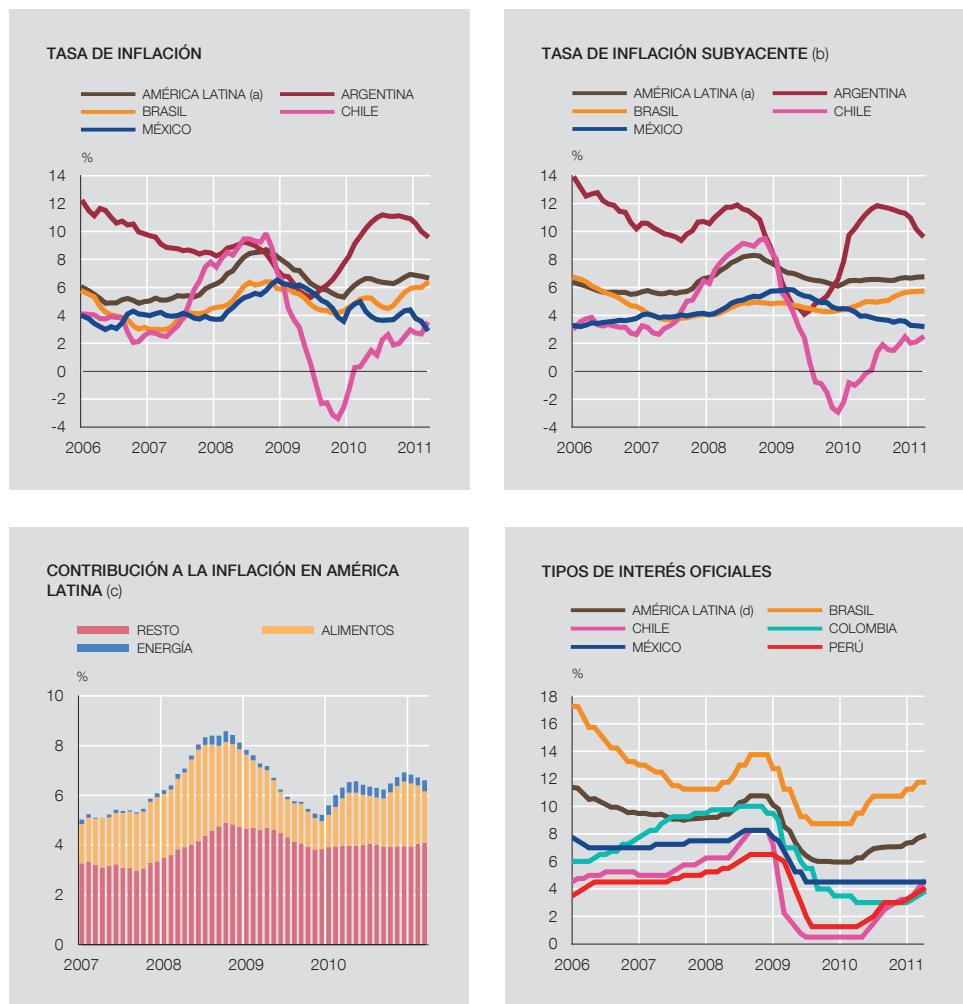
c. Variación de reservas en 2009 y 2010 sobre PIB de 2010.

interanual en el agregado regional (véase gráfico 9). Este aumento viene explicado en gran parte por la evolución de Brasil, donde la tasa interanual ha alcanzado el 6,3% en marzo, situándose en el intervalo superior de la banda objetivo. En Perú, Chile y Colombia la elevación de los precios ha sido más moderada, alcanzando tasas del 2,7%, 3,4% y 3,2%, respectivamente, aunque en todos ellos las expectativas de inflación han evolucionado al alza (véase cuadro 2). Tan solo en México la inflación ha descendido hasta el 3% —en la parte central de la banda objetivo—, al desaparecer el efecto base de la subida del IVA de principios de 2010, favorecida por el mantenimiento de cierta brecha de producto y la tendencia al fortalecimiento del tipo de cambio en los últimos meses. En el extremo opuesto, Argentina y Venezuela siguieron registrando inflaciones muy elevadas (en el entorno del 10% y del 29%, respectivamente). En Argentina, las estimaciones de analistas privados se sitúan por encima del 20% y se percibe, además, una cierta preocupación por la posibilidad de que se desencadene una espiral de elevaciones de precios y salarios.

Hasta mediados de 2010, los precios de consumo mostraron una evolución favorable en los cinco países que mantienen objetivos de inflación —en un contexto en el que las brechas de

**INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES**  
Tasas de variación interanual y porcentaje

GRÁFICO 9



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

CUADRO 2

	2010			2011			2012	
	Objetivo	dic-10	Cumplimiento	Objetivo	Expectativas (a)	Objetivo	Expectativas (a)	
Brasil	4,5 ± 2	5,9	Sí	4,5 ± 2	6,0	4,5 ± 2	4,9	
México	3 ± 1	4,4	No	3 ± 1	3,8	3 ± 1	3,8	
Chile	3 ± 1	3,0	Sí	3 ± 1	4,3	3 ± 1	3,4	
Colombia	3 ± 1	3,2	Sí	3 ± 1	3,7	3 ± 1	3,6	
Perú	2 ± 1	2,1	Sí	2 ± 1	3,1	2 ± 1	2,5	

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a. *Consensus Forecasts* de abril de 2011 para final de año.

producto no habían terminado de cerrarse—, aunque ya se percibían riesgos asociados a la elevación de los precios de las materias primas —particularmente, de los alimentos— en los mercados internacionales. Dada la elevada proporción que representan los alimentos en la cesta de consumo en los países latinoamericanos, la aceleración de sus precios en los mercados internacionales a partir del mes de septiembre (más de un 40 %) se tradujo en un repunte generalizado de la inflación por países. Además, existe el riesgo de que el reciente aumento de los precios de la energía refuerce esa tendencia, no tanto por su efecto directo —que en muchos países se ve amortiguado por la existencia de subvenciones al consumo de gasolina y por su menor peso en la cesta del IPC—, sino por su impacto sobre los precios de los alimentos.

El principal riesgo de la traslación de la subida de los precios de los alimentos y otras materias primas a los precios de consumo (ilustrado en el gráfico 9) está en la aparición de efectos de segunda ronda, con un mercado laboral cercano al pleno empleo y posibilidades de sobrecaleamiento en varios países. No obstante, por el momento no se han observado dichos efectos —de hecho, la inflación subyacente ha repuntado de forma más moderada que la general— y las políticas monetarias parecen estar reaccionando con mayor firmeza en los últimos meses, al menos en algunos países. Sin embargo, como elemento de comparación reciente, cabe recordar que en 2008 la subida de los precios de los alimentos presionó a la inflación general hacia tasas del 8 % interanual, en el conjunto de la región, y que la inflación subyacente le siguió de cerca.

En este contexto, cuatro de los cinco países que mantienen objetivos de inflación han continuado o han iniciado el ciclo de elevación de los tipos de interés oficiales en los seis últimos meses (véanse gráfico 9 y recuadro 2). La afluencia de flujos de capital que tuvo lugar entre septiembre y noviembre de 2010 propició una interrupción temporal, durante los meses finales de 2010, del proceso de subida de los tipos de interés en Brasil y Perú, y una moderación del mismo en Chile. Tras una pausa de cuatro meses, el banco central de Brasil volvió a elevar el tipo de interés oficial en enero, en un contexto de menores presiones por la entrada de flujos de capital, situándolo en abril en el 12,00 %, lo que supone una subida acumulada de 275 pb desde el inicio del ciclo alcista. Esta elevación, que resulta moderada en términos históricos, se ha complementado con una amplia batería de medidas de tipo macroprudencial y de controles de capital, orientadas a contener el crecimiento del crédito, lo que pone de manifiesto un cambio en el enfoque de instrumentación de la política monetaria. Todo ello, junto con la apreciación del tipo de cambio de casi un 20 % en términos efectivos reales, desde principios de 2010, configura un notable endurecimiento de las condiciones monetarias en Brasil. No obstante, los tipos de interés reales siguen estando 2 pp por debajo de los vigentes en 2008 y se ha producido una nueva dotación de recursos a la banca pública, a comienzos de 2011, que podría volver a reactivar el crédito público, tras la moderación observada a finales de 2010.

En Chile se produjo también una cierta ralentización en el ritmo de subida de los tipos de interés oficiales a finales de 2010, en un contexto de fortaleza del tipo de cambio, que dio lugar al anuncio de un programa de acumulación de reservas de 12 mm de dólares para contener la apreciación del peso y reforzar la posición de liquidez internacional (hasta el 17 % del PIB). Sin embargo, en marzo, en un contexto de menores presiones cambiarias, Chile sorprendió con una subida de 50 pb en el tipo de interés oficial, mayor de la esperada, hasta el 4 %, seguida de otros 50 pb en abril, orientadas a corregir el desanclaje de las expectativas de inflación de los últimos meses. En Perú, el tipo oficial se situó en el 4 % en abril, lo que supone un incremento acumulado de 275 pb en el ciclo actual, mientras que el encaje en moneda extranjera para las obligaciones con el exterior a menos de dos años

Desde el inicio de la década de los ochenta se han producido importantes cambios en el diseño institucional y la conducción de la política monetaria de los bancos centrales a nivel global. En América Latina estos cambios llegaron más tarde, en la década de los noventa, pero fueron más radicales, pues permitieron dejar atrás un régimen de elevada inestabilidad monetaria. Este recuadro tiene como objetivo presentar un panorama sobre los cambios experimentados por los bancos centrales en América Latina en el transcurso de las últimas dos décadas, y sus principales logros, con especial mención al eficiente manejo durante la fase más aguda de la crisis financiera global, así como sus desafíos para el futuro<sup>1</sup>.

Durante décadas, el papel de los bancos centrales latinoamericanos estuvo subordinado en buena medida a las necesidades de financiación del sector público. Ello se tradujo en numerosos y recurrentes episodios de inflación elevada, e incluso hiperinflación, que tuvieron costes crecientes en términos de crecimiento y distribución del ingreso. A principios de los años noventa, fruto del amplio consenso social a favor de la consecución de una mayor estabilidad de precios, se concedió una mayor independencia a los bancos centrales, se situó la estabilidad de precios como su primer objetivo y se prohibió o limitó la cantidad que podían prestar a los Gobiernos. Estas reformas fueron complementadas con otros cambios institucionales que contribuyeron a facilitar la tarea de la política monetaria. Entre ellos destacan la menor laxitud fiscal y una mejor regulación y supervisión de los sistemas bancarios, que surgieron también como respuesta a las recurrentes crisis bancarias en la región en las décadas anteriores. En algunos casos, los tipos de cambio y los agregados monetarios fueron abandonándose progresivamente como anclas nominales, y se sustituyeron por regímenes monetarios basados en objetivos directos de inflación como mecanismo de fijación de las

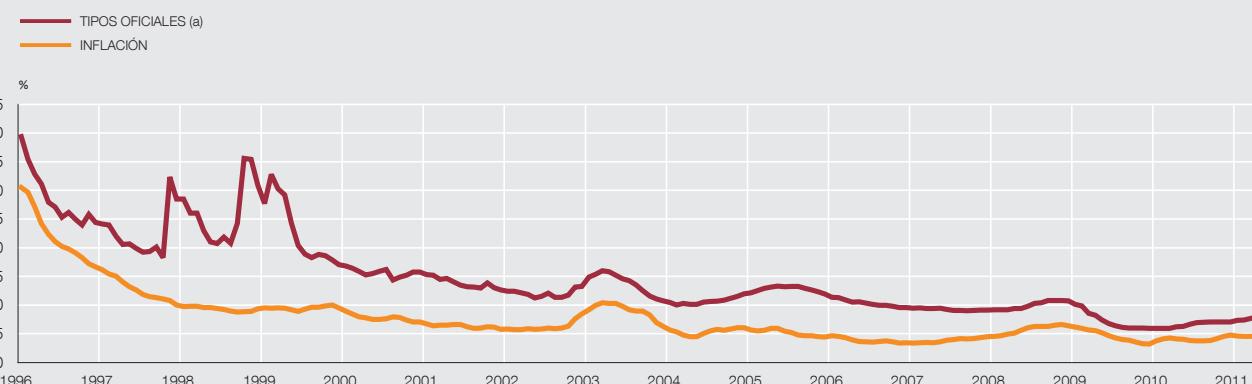
expectativas. Aunque aún persiste una elevada heterogeneidad en la región en cuanto a regímenes de política monetaria, cinco bancos centrales adoptaron entre 1999 y 2002 metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), mientras que Argentina ha mantenido como objetivo un agregado monetario<sup>2</sup>, Venezuela conserva un tipo de cambio fijo y otros países, como Ecuador, han reemplazado formalmente su moneda por el dólar. En cualquier caso, una característica de los regímenes de metas de inflación (MI) de América Latina en los que se centra especialmente este recuadro es que han seguido considerando el tipo de cambio como una variable relevante de política, lo que les ha llevado a intervenir en los mercados cambiarios para, entre otros motivos, limitar la volatilidad del tipo de cambio.

Gracias al mejor diseño institucional y a sus mayores niveles de independencia, los bancos centrales, en particular aquellos con MI, facilitaron que América Latina alcanzara una mayor estabilidad macroeconómica y una mayor credibilidad de las políticas económicas. Esto contribuyó a que la región participara de la prolongada etapa expansiva de la economía mundial que se produjo durante los primeros años del nuevo siglo, en un entorno de relativa estabilidad de precios, a pesar de su pasado de notable volatilidad financiera y depreciaciones cambiarias. De hecho, aunque existen ciertas discrepancias al respecto en la literatura empírica, la mayoría de los trabajos prueban que en aquellos países con MI se han verificado una reducción del nivel y la volatilidad de la inflación, y una evolución de la actividad en términos generales más estable (véase gráfico adjunto)<sup>3</sup>.

2. Aunque mantiene también de facto el tipo de cambio del peso frente al dólar como ancla nominal. 3. Existe controversia sobre la efectividad de los regímenes de objetivos de inflación a la hora de reducir el nivel y la volatilidad de la inflación y la volatilidad de la producción, dependiendo en gran parte del método económico utilizado. Así, Mishkin y Schmidt-Hebbel (2007) encuentran evidencia de esa mejora en la eficiencia, mientras que S. Lin, y H. Ye (2009), «Does Inflation Targeting Make a Difference in Developing Countries?», *Journal of Development Economics*, 89, pp. 118-123, la hallan para el conjunto de los países emergentes, aunque con una gran heterogeneidad entre ellos dependiendo de las características del país. Por último, R. Brito y B. Bystedt (2010), «Inflation Targeting in Emerging Countries: Panel Evidence», *Journal of Development Economics*, 91, pp. 198-210, no encuentran que esos efectos sean significativos.

1. El recuadro toma como referencia principal una conferencia celebrada el pasado mes de diciembre en el Banco de España. La conferencia fue impartida por Klaus Schmidt-Hebbel (Universidad Católica de Chile) con ocasión del V Seminario de Alto Nivel del Eurosistema y los bancos centrales latinoamericanos; el recuadro recoge también las discusiones que siguieron tras esta conferencia y en el seminario. Véase el documento ocasional n.º 1102 del Banco de España, *Central Banking in Latin America: Changes, Achievements, Challenges*. Los artículos que se citan en este recuadro y que además aparecen en la bibliografía de este documento no se referenciarán en su forma completa.

#### INFLACIÓN Y TIPOS OFICIALES



FUENTES: Datastream y fuentes nacionales.

a. Cinco países con objetivos de inflación: Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.

Más recientemente, las economías latinoamericanas han conseguido gestionar con mayor éxito que en el pasado perturbaciones significativas, como el incremento en los precios de los alimentos y los combustibles en 2007/2008 y, posteriormente, el impacto de la crisis financiera global, logrando que la recesión fuera de corta duración y seguida de una fuerte recuperación. En este sentido, por primera vez se pudo hacer uso de una política monetaria anticíclica, que consiguió reducir significativamente los tipos de interés cuando las condiciones lo requerían gracias a la mayor flexibilidad de los tipos de cambio. Cuando se comparan los determinantes de las dos recesiones más recientes sufridas por la región, 1998-1999 (ligada a la crisis asiática) y 2008-2009 (ligada a la crisis financiera global), se observa la reacción opuesta de las políticas monetarias: en el primer caso, los bancos centrales de la región se vieron abocados a elevar los tipos de interés oficiales para defender el tipo de cambio fijo; en el segundo caso, los bancos centrales con objetivos de inflación los redujeron. La consecuencia fue que en la primera recesión los tipos de interés reales aumentaron en mucha mayor magnitud que en la segunda y que el efecto negativo de los tipos de interés reales sobre el crecimiento fue insignificante en el segundo caso [Corbo y Schmidt-Hebbel (2010)].

Además, en la crisis reciente también pudieron ponerse en marcha respuestas de política no convencionales, como la reducción de los coeficientes de caja, la concesión de liquidez en moneda local y moneda extranjera<sup>4</sup>, o la relajación de los requerimientos de colateral, todas ellas importantes para mitigar su impacto sobre el sistema financiero. Asimismo, las intervenciones en los mercados cambiarios para moderar las presiones depreciatorias contribuyeron a amortiguar el impacto de la crisis. En ese sentido, los bancos centrales de la región aplicaron los regímenes de MI de forma flexible durante el período de estrés financiero, y las intervenciones resultaron más efectivas a la hora de mitigar la vo-

latilidad del tipo de cambio que bajo otros esquemas de política monetaria<sup>5</sup>.

Superada esta importante prueba para la credibilidad de las políticas monetarias, los bancos centrales de América Latina se enfrentan ahora a un importante número de desafíos, algunos de ellos comunes al resto de bancos centrales. Entre ellos, destacan la reforma de la supervisión y la regulación tras la crisis, la integración de la regulación macroprudencial con los instrumentos de política monetaria más convencional, el análisis de las implicaciones de los precios de los activos y las fricciones financieras para la política monetaria. También comparten desafíos comunes con los bancos centrales que siguen regímenes de metas de inflación, como mejorar la transparencia y la comunicación, decidir la conveniencia de adoptar un objetivo de inflación general o subyacente, etc., o la elevación o no de los objetivos de inflación como forma de enfrentarse al problema del límite inferior de los tipos de interés oficiales, tema particularmente controvertido en una región donde las políticas monetarias probablemente aún no han alcanzado una credibilidad máxima.

Pero, además, de las características propias de América Latina se derivan algunos retos específicos. Se trata de países con una elevada sensibilidad a los shocks de carácter externo, ya que la región es, tanto comercial como financieramente, relativamente abierta y exportadora de materias primas, cuyos precios se determinan en los mercados internacionales, y recibe flujos de capitales, volátiles por naturaleza. De este modo, en los últimos años muchos de los bancos centrales de la región se han enfrentado periódicamente a un dilema de política monetaria, en situaciones en las que el aumento de la inflación, en parte derivado de mejoras en los términos de intercambio por el aumento del precio de las materias primas, haría aconsejable un aumento de los tipos de interés, pero existe el temor de que esos aumentos provoquen apreciaciones del tipo de cambio y entradas de capital excesivas y desestabilizadoras, en un contexto en el que los

4. Gracias a las reservas internacionales acumuladas, a las líneas swap con la Reserva Federal (Brasil y México) y a las líneas de crédito FCL con el FMI (Colombia y México).

5. Véase J. C. Berganza y C. Broto (2011), *Flexible Inflation Targets, Forex Interventions and Exchange Rate Volatility in Emerging Countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1105, Banco de España.

MEDIDA	DESCRIPCIÓN	PAÍS (fecha de implementación entre paréntesis)
Restricciones a los flujos financieros (controles de capitales)	Impuestos sobre entradas de flujos financieros	Brasil (oct-10, mar-11, abr-11)
Liberalización de los flujos financieros	Liberalización de salidas de capitales	Chile (nov-10), Perú (varias)
	Elevación del ratio de capital	Brasil (dic-10)
	Elevación del coeficiente de caja	Brasil (dic-10), Perú (varias)
	Impuesto sobre el crédito a personas físicas	Brasil (abr-11)
	Elevación del coeficiente de reserva de depósitos en moneda extranjera	Perú (jul, sep y oct-10)
	Límite de la posición corta en moneda extranjera de la banca	Brasil (ene-11), Perú (feb-11)

tipos de cambio se sitúan ya en niveles relativamente apreciados. Por ello, algunos bancos centrales de la región (Brasil, Colombia y Perú) han recurrido al aumento de los coeficientes de caja, entre otras medidas, para que la política monetaria sea más restrictiva sin que ello suponga un mayor atractivo para los flujos de capitales.

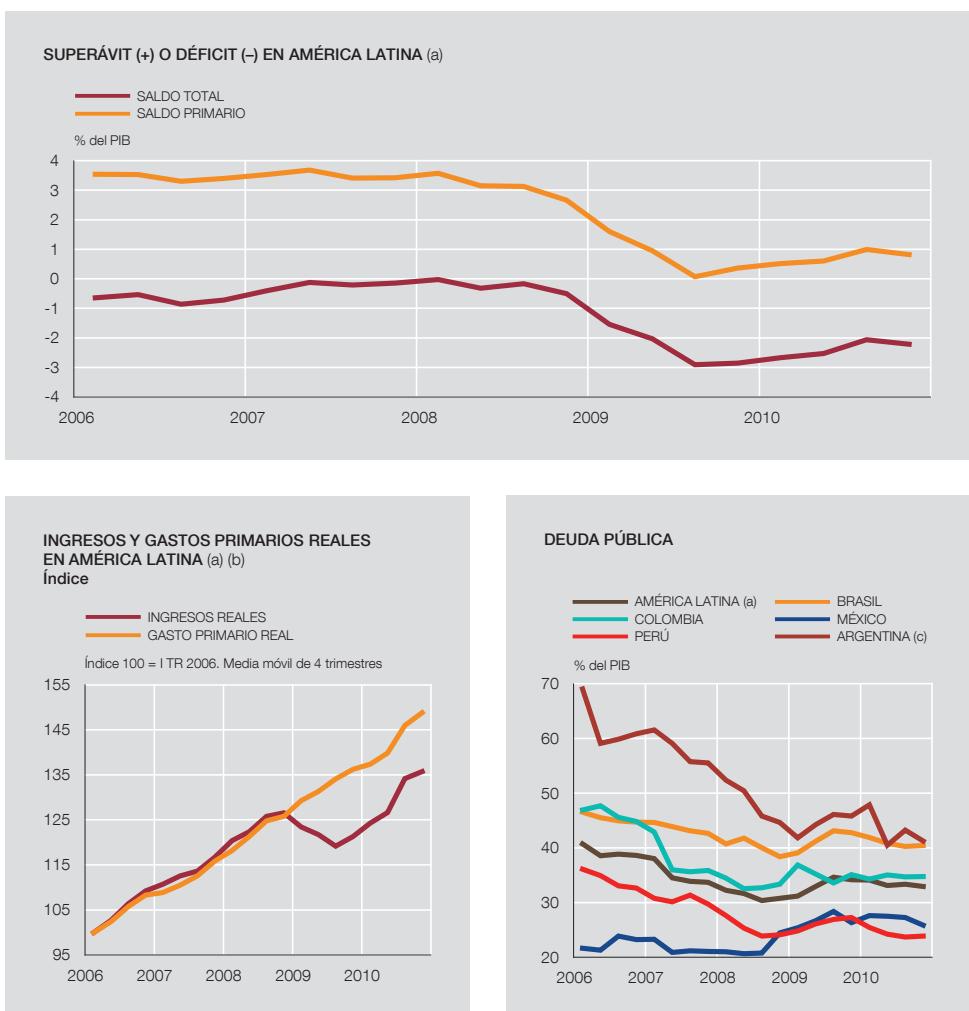
Para enfrentar este dilema de política monetaria, algunos de los Gobiernos y bancos centrales de la región han adoptado también otra serie de medidas según la recuperación económica y la estabilidad financiera han ido retornando a la región. Estas medidas (véase cuadro adjunto) están encaminadas a moderar las entradas de flujos o facilitar su salida y, en algunos casos, entran dentro de lo que se puede considerar controles de capitales. Sin embargo, se trata de medidas transitorias para mitigar la apreciación real del tipo de cam-

bio, que, en un contexto de bonanza económica y de aumento del precio de las materias primas, tiende a presentar una tendencia al alza. Si se quiere evitar que tal ajuste cambiario se produzca, se debería canalizar a través de los fundamentales; en particular, por la vía de un aumento del ahorro interno; concretamente, del sector público. En este contexto, cabe aspirar a un carácter más anticíclico de la política fiscal, reforzado, en su caso, por reglas fiscales (por ejemplo, ahorrando el componente que se estime temporal del aumento en el precio de las materias primas en fondos de riqueza soberanos) para mantener la consistencia de las distintas políticas. Entre tanto, el mantenimiento de la credibilidad antiinflacionista de los bancos centrales probablemente sea la mejor contribución a la resolución de dichos dilemas y a la consolidación de un entorno de estabilidad monetaria que fomente el crecimiento.

y el coeficiente de caja bancario aumentaron considerablemente. En Colombia, el ciclo alcista de política monetaria se inició en 2011, con tres subidas de 25 pb en febrero, marzo y abril, que suponen el inicio de la normalización de los tipos de interés, coherente con la gradual recuperación de la economía y la evolución al alza de la inflación. Finalmente, tan solo México entre los países con objetivos de inflación mantuvo el tipo de interés oficial estable (en el 4,5%). Pese a las elevaciones de tipos oficiales, en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación el tipo de interés «medio» se mantiene en torno a 3 pp por debajo del nivel de comienzos de 2008 (véase gráfico 9).

Por su parte, en Argentina la política monetaria no ha reaccionado ante el progresivo incremento de la inflación, desde mediados de 2009 (la M2, que es el objetivo, siguió creciendo a tasas muy elevadas); por el contrario, se ha recurrido a la reimposición de controles de precios y a la prohibición, por parte del Gobierno, de algunas exportaciones agrícolas. Tampoco en Venezuela, donde los techos a los tipos de interés de préstamos y depósitos se mantuvieron sin cambios, la política monetaria respondió al aumento de la inflación.

En el ámbito fiscal, el aspecto más destacable en 2010 fue la estabilización que experimentaron los saldos públicos, tanto el primario como el total, a nivel regional, tras la mejoría del primer semestre (véase gráfico 10). A pesar de los limitados avances en la recuperación de un tono fiscal más restrictivo y de que el gasto primario siguió creciendo fuertemente en términos reales (véase gráfico 10), las cuentas públicas cerraron 2010 con un superávit primario y una moderada reducción del déficit público a nivel regional. Como excepción, en México las cuentas públicas registraron un cierto deterioro respecto a 2009, debido principalmente al aumento del gasto en pensiones y a pesar del mayor crecimiento de la economía. Las previsiones fiscales para 2011 anticipan algunos cambios en el conjunto de la región. En Brasil se anunció un importante recorte del gasto presupuestado de 2011 (un 1,5 % del PIB), con el objetivo de moderar el ritmo de crecimiento de la economía y las presiones de inflación. Aunque la medida tiene valor señalizador, cabe matizar su carácter restrictivo, dado que el gasto final en 2011 sería superior al realizado en 2010. En Chile y Perú también se han anunciado recientemente reducciones en el gasto público presupuestado en torno al 0,4%-0,3 % del PIB para 2011, respectivamente.



FUENTES: Estadísticas nacionales.

a. Siete mayores economías.

b. Deflactado por el IPC.

c. Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

### Procesos de integración comercial y políticas estructurales

Tras el impulso recibido a mediados de 2010 con la firma del código aduanero común, Mercosur avanzó en aspectos institucionales (acuerdos para elaborar garantías de inversión y leyes antimonopolio, entre otros) y en su proceso de apertura al exterior, firmando un acuerdo para otorgar preferencias arancelarias reciprocas con países del G 20 (Corea, India e Indonesia) y con clientes relevantes para sus productos (Egipto), además de con Cuba, Malasia y Marruecos. El Senado de Paraguay pospuso una vez más la adhesión de Venezuela al bloque, y la Unión Europea señaló que no sería posible cerrar el acuerdo con Mercosur a lo largo del presente año, por las dificultades presentadas en los capítulos agrícolas.

En abril se hará efectiva la salida de Venezuela de la CAN (Comunidad Andina de Naciones), por lo que este país y Colombia iniciaron las conversaciones para firmar un tratado que mantenga el tratamiento de su comercio bilateral como hasta la fecha. Otros dos miembros de este acuerdo (Perú y Colombia) profundizaron en su estrategia de reorientar su comercio hacia la cuenca del Pacífico, mediante tratados bilaterales. Así, entró en vigor el acuerdo de libre comercio entre Corea y Perú, y este último país cerró un acuerdo con Japón y anunció su intención de negociar con la India, al tiempo que redujo de forma unilateral el arancel promedio.

Colombia espera cerrar un tratado con Corea en junio de 2011 y ha iniciado conversaciones con Turquía, mientras espera que el Congreso de Estados Unidos apruebe el tratado de libre comercio entre ambos países. En febrero expiró la renovación de las preferencias arancelarias ATPDA<sup>3</sup> con Colombia. México y Perú firmaron un acuerdo de libre comercio, y Chile lo hizo con Malasia e inició conversaciones con Indonesia. Finalmente, México y Estados Unidos solventaron el problema de la suspensión de un acuerdo para la prestación de servicios de transporte mexicanos en el seno del tratado de libre comercio de América del Norte (TLCAN), por lo que México suspendió los aranceles que había anunciado como represalia el verano de 2010. México y Brasil anunciaron, igualmente, su intención de llegar a un acuerdo de integración económica que permita complementar sus sectores industriales.

En el ámbito de las reformas estructurales, cabe destacar que Chile anunció la puesta en marcha gradual de un mecanismo para acortar los trámites de las exportaciones y se anunciaron algunas privatizaciones de compañías de servicios públicos, y la creación de un Consejo de Estabilidad Financiera. En México, los senadores de la oposición presentaron un proyecto de reforma fiscal —que podría ser indicativo de futuras iniciativas en este campo—, que incluye un gravamen de algunos alimentos con la tasa general del IVA. En Venezuela, el Ejecutivo mantuvo su política de expropiaciones y aprobó, en el último tramo de la legislatura, la Ley Bancaria, que facilita la nacionalización del sector y que incluye provisiones que elevan la discrecionalidad del sector público para manejar el crédito y los activos del sistema.

#### **Evolución económica por países**

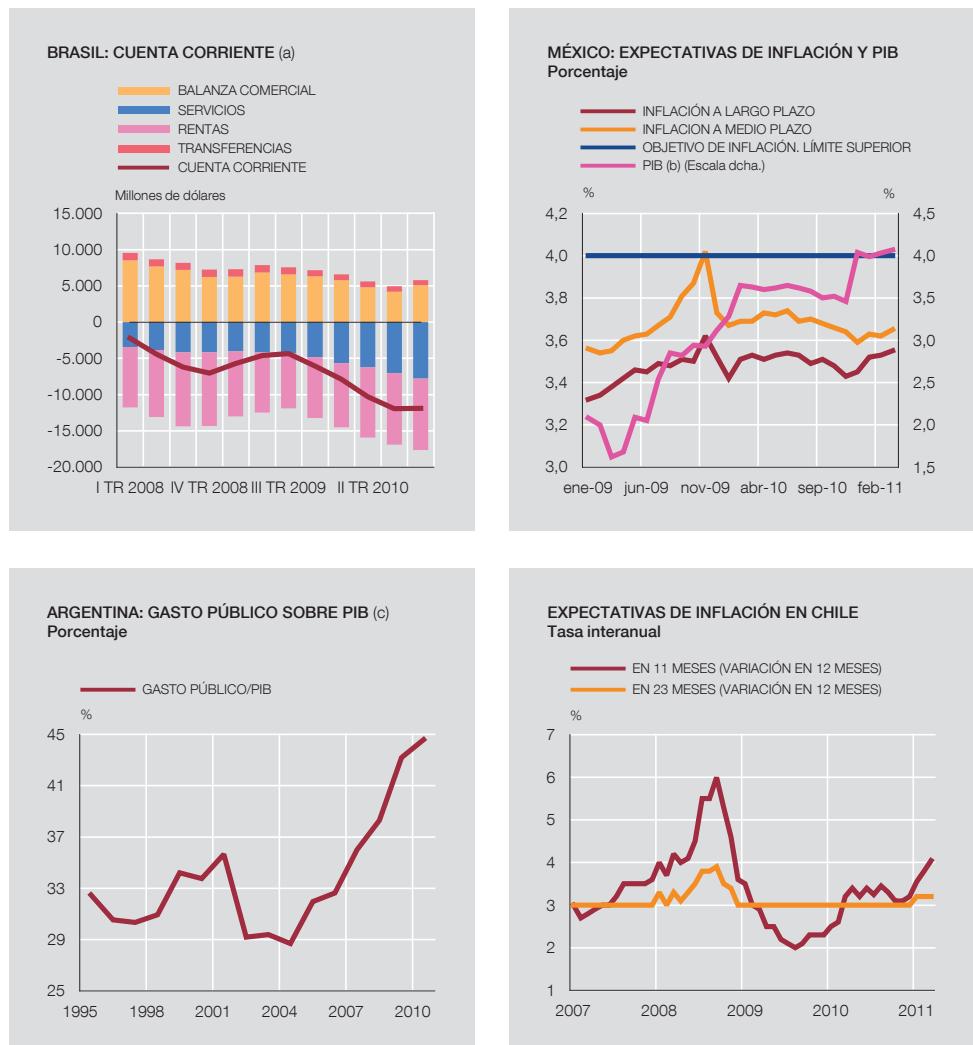
En Brasil, el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2010 fue del 0,7 % en tasa intertrimestral, lo que supuso una aceleración respecto al trimestre precedente. Sin embargo, en la segunda mitad del año, la actividad perdió dinamismo de forma acusada, tal y como se deduce de las tasas interanuales, que se moderaron hasta un 5 % en el cuarto trimestre, frente a un crecimiento medio del 7,5 % en 2010. La desaceleración de la actividad obedece a la moderación de la inversión y, en menor medida, del consumo público, que se tradujeron en un menor ritmo de crecimiento de la demanda interna (6,7 % en el cuarto trimestre, frente al 10 % de los trimestres anteriores). El consumo privado, en cambio, mostró incluso un mayor dinamismo. La demanda externa redujo su aportación negativa en el cuarto trimestre del año hasta 1,7 pp, cuando se había llegado a situar por encima de los 3 pp en los trimestres previos, como consecuencia de la desaceleración de las importaciones (que aun así crecieron a tasas del 25 %). Los indicadores de mayor frecuencia del primer trimestre de 2011 siguen ofreciendo signos de fortaleza de la demanda interna y de sus determinantes, particularmente el mercado laboral —situándose la tasa de paro en un mínimo histórico—. Por el contrario, la producción industrial, al igual que la de otros países de la región, registró una evolución menos positiva en la segunda mitad de 2010, si bien se ha producido una cierta recuperación en los primeros meses de 2011. La fortaleza de la actividad está contribuyendo a una evolución al alza de la inflación, que tras varios meses de incrementos consecutivos alcanzó el 6,3 % en marzo de 2011, próxima al intervalo superior del objetivo del banco central (4,5 %, con bandas de +/-2 %). Las expectativas de inflación también han venido registrando una tendencia al alza, de tal forma que para 2012 se mantienen algunas décimas por encima del objetivo del banco central. Uno de los soportes de la demanda interna, el crédito bancario, mantuvo su expansión, creciendo en torno al 20 % en términos reales en enero, con una desaceleración del crédito público (hasta el 27 % en enero) y un aumento del crédito privado (hasta el 17 %). En este contexto, el banco central, tras haber mantenido sin cambios el tipo de interés oficial desde julio de 2010, reanudó las subidas en sus reuniones de enero, marzo y abril incrementándolo en 50 pb en las dos primeras, y 25 pb en la última, hasta situarlo en 12 %. De igual manera, en diciembre adoptó diversas medidas macroprudenciales —como

3. Ley de Preferencias Arancelarias Andinas y de Lucha contra las Drogas, por sus siglas en inglés.

modificaciones en el coeficiente de caja bancario y de las ratios de capital — para moderar la expansión del crédito, y reforzó estas medidas y los controles de capitales nuevamente en abril en un contexto de renovadas presiones a la apreciación del real<sup>4</sup>. En el ámbito de la política fiscal, el superávit primario del sector público consolidado en el conjunto de 2010 fue del 2,8 % del PIB, inferior al objetivo del 3,3 % del PIB, pero superior al del año anterior. No obstante, este resultado se produjo con ingresos extraordinarios importantes, por la venta de explotación de yacimientos petrolíferos. El saldo presupuestario total fue deficitario (2,6 % del PIB). Por otra parte, el Gobierno ha manifestado su voluntad de llevar a cabo una política fiscal anticíclica, que contribuya a moderar la inflación, y anunció que reduciría el gasto por importe de 50 mm de reales (equivalente al 1,2 % del PIB) respecto al presupuestado para 2011, lo que no supone un recorte del gasto en relación con el año anterior. Adicionalmente, las cámaras legislativas han aprobado la propuesta del Gobierno de un incremento del salario mínimo del 7 % en términos nominales, medida que también contribuirá a moderar el gasto corriente en 2011 y, consecuentemente, las presiones inflacionarias. En sentido contrario, se anunció la dotación de 55 mm de reales al banco de desarrollo BNDES por parte del Tesoro (frente a los 110 mm aportados en 2010), lo que, unido a los recursos obtenidos de las fuentes tradicionales, supondría que el BNDES podría disponer este año de una cantidad muy próxima a la empleada durante 2010 para la financiación de sus programas. En el sector exterior, se ha registrado un significativo deterioro de la balanza por cuenta corriente, como resultado, principalmente, del empeoramiento de la balanza de rentas y servicios, aunque también se redujo el superávit de la balanza comercial como consecuencia de la fortaleza de las importaciones (véase gráfico 11). En la cuenta financiera se vienen registrando elevadas entradas de flujos financieros, entre los que destacan las importantes entradas de inversión extranjera directa, que han llevado a algunos analistas a plantear la posibilidad de que esto responda a una cierta estrategia para esquivar los controles de capitales introducidos en octubre. En este contexto, el banco central ha mantenido su política de acumulación de reservas, hasta alcanzar los 317 mm de dólares a finales de marzo. Junto con estas compras en el mercado al contado, inició intervenciones en el de derivados. Finalmente, Fitch elevó en abril la calificación crediticia de Brasil un escalón por encima del umbral del grado de inversión, atendiendo a la mejora de sus fundamentos y políticas.

En el segundo semestre de 2010 la actividad en México se desaceleró en tasa interanual respecto al segundo trimestre, pero mantuvo ritmos de crecimiento elevados, con tasas de variación intertrimestrales del PIB del 0,8 % y 1,3 %, respectivamente, en el tercer y cuarto trimestre del año. El crecimiento en el conjunto de 2010 fue del 5,5 %, del que aproximadamente 3 pp provienen de un efecto de arrastre estadístico. En todo caso, en el cuarto trimestre el PIB alcanzó el nivel previo a la crisis, si bien la brecha de producción siguió siendo negativa. Por el lado de la demanda, el consumo privado se desaceleró en el segundo semestre, mientras que la inversión, especialmente la privada, siguió la senda contraria, aunque su tasa de crecimiento se mantuvo bastante por debajo de la alcanzada en el resto de las economías de la región (con la excepción de Venezuela). La contribución de las existencias fue muy reducida, en contraste con su elevada aportación en el primer semestre. La demanda exterior contribuyó negativamente al crecimiento (en 0,3 pp), por primera vez desde el tercer trimestre de 2008. Los datos correspondientes a 2011 parecen anticipar una mejora gradual en el ritmo de crecimiento. En lo referente al mercado laboral, se apreció una

4. Entre otros, se ha elevado el coeficiente de caja en una magnitud que se estima revierte la expansión de liquidez realizada en 2008; además se ha anunciado un aumento de la ratio de capital para préstamos personales a más de dos años de plazo, se ha impuesto un depósito obligatorio del 60 % sobre las posiciones cortas de contado en dólares a la banca residente; se han efectuado sucesivas ampliaciones del impuesto a las transacciones con no residentes (6 %), que en la práctica suponen su aplicación a cualquier operación a menos de dos años, ya sea préstamos o bonos y se ha anunciado la elevación de este impuesto hasta el 3 % a los préstamos a personas físicas.



FUENTES: Fuentes nacionales.

- a. Media móvil de cuatro trimestres.  
 b. Expectativas de crecimiento a un año.  
 c. Dada la falta de datos para los Gobiernos provinciales y municipales, se ha supuesto que el crecimiento ha sido igual al del Gobierno nacional durante ese año.

cierta mejoría en las condiciones y la calidad del empleo en los últimos meses de 2010, que, sin embargo, no permite compensar aún el deterioro observado durante la crisis. La tasa de inflación, que había alcanzado el 4,4% en octubre como consecuencia de la subida del precio de los alimentos, tendió a converger hacia el 3% en marzo, al desaparecer el efecto base que supuso en 2010 el aumento de algunos tipos impositivos. La inflación subyacente se sitúa en el 3,2%. La holgura de la producción y la reciente apreciación de la moneda han contribuido a mantener un panorama favorable para la inflación, que se refleja, igualmente, en un mantenimiento de las expectativas de inflación tanto para 2011 como para 2012. En este contexto, el Banco de México mantuvo los tipos oficiales en el 4,5% (nivel en el que se sitúan desde julio de 2009). El crédito al consumo privado en términos reales volvió a crecer en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2010, a pesar de que se mantuvo la caída en las tarjetas de crédito. En 2010 el déficit corriente representó el 0,5% del PIB, nivel muy similar al registrado en 2009. Sin embargo, en el cuarto trimestre se produjo un notable empeoramiento como consecuencia del fuerte incremento de la repatriación de dividendos. En la cuenta financiera destacan las entradas de cartera en el cuarto trimestre de 2010 (3,5% del

PIB), especialmente para la compra de valores públicos en el mercado de dinero. Ante el extraordinario repunte de los flujos de cartera, el banco central mantuvo el mecanismo para reducir la volatilidad en la apreciación cambiaria y acumular reservas hasta alcanzar los 122 mm de dólares (11,5 % del PIB) a mediados de marzo. Además, el Gobierno mexicano renovó la línea de crédito flexible (FCL) con el FMI, pero por una cuantía superior (73 mm de dólares), lo que llevaría a los recursos disponibles en moneda extranjera a la mediana de los países emergentes. Las cuentas del sector público empeoraron de forma notable en el segundo semestre del año, en parte por unas mayores aportaciones a las pensiones públicas, situándose el déficit total en el 2,8 % del PIB. No obstante, excluyendo la inversión de PEMEX, el déficit público habría sido de tan solo el 0,8 % del PIB en 2010, frente al 0,2 % del año anterior. El Gobierno volvió a contratar la cobertura petrolera para 2011 y, además, realizó varias emisiones en moneda local y moneda extranjera que le permitieron prefinanciar todos los vencimientos de la deuda externa hasta la celebración de las elecciones presidenciales a mediados de 2012.

En el cuarto trimestre de 2010, el PIB en *Argentina* registró una notable aceleración (2,5 % en tasa intertrimestral), tras el paréntesis que supuso el tercer trimestre (0,7 %), como consecuencia del mayor dinamismo de la demanda interna, que creció un 12,3 % en tasa interanual. La aceleración del consumo privado fue decisiva en esta evolución, pues la inversión se ralentizó ligeramente en el cuarto trimestre, aunque mantuvo una tasa de crecimiento muy elevada (cercana al 25 %), especialmente por la inversión en bienes de equipo. Por su parte, la aportación de la demanda externa se hizo mucho más negativa (hasta alcanzar los 3,1 pp), debido a la desaceleración de las exportaciones, puesto que las importaciones se desaceleraron solo ligeramente. En el conjunto de 2010 el crecimiento del PIB argentino fue de un 9,2 %. Este fuerte crecimiento permitió que la tasa de paro continuara cayendo y se situara cerca del nivel previo a la crisis. Los indicadores de mayor frecuencia parecen anticipar que el fuerte dinamismo se mantuvo durante el primer trimestre del año. En 2010, la cuenta corriente registró un superávit del 1 % del PIB frente al 3,6 % alcanzado en 2009, en parte por la reducción del saldo comercial, que se situó en el 4 % del PIB en 2010, frente al 6 % en 2009, pese al fuerte crecimiento de las exportaciones. Otro factor que contribuyó a la disminución del superávit corriente fue la reducción de las transferencias corrientes, que respondió principalmente a la asignación de DEG por parte del FMI en el tercer trimestre de 2009 (2.662 millones de dólares). Por el lado de la cuenta financiera, destacan dos factores positivos. En primer lugar, se produjo una notable disminución de las salidas de capitales durante 2010. En segundo, la inversión extranjera directa registró una cierta recuperación, hasta situarse en el 1,6 % del PIB. Las reservas internacionales se mantuvieron estables, pues se siguieron utilizando para realizar pagos de deuda pública externa, algo que continuará durante 2011 por una cantidad prevista cercana a los 7,5 mm de dólares. En 2010 el Gobierno argentino obtuvo un superávit primario del 1,8 % del PIB frente al 1,5 % obtenido en 2009, con crecimientos de los ingresos y los gastos públicos por encima del 30 %. De esta forma, los fuertes incrementos del gasto público en los últimos años, tanto del Gobierno nacional como de las provincias, han llevado a que haya aumentado notablemente su participación en el PIB (véase gráfico 11). Además, para 2011 el Gobierno tiene una amplia discrecionalidad, puesto que el Presupuesto que el Gobierno envió al Congreso fue rechazado y la presidenta aprobó una serie de decretos de necesidad y urgencia que amplían su margen de actuación. La inflación viene disminuyendo desde octubre de 2010 hasta situarse en el 10 % en febrero. Sin embargo, estas tasas siguen muy por debajo de las estimaciones privadas y de la inflación oficial de las provincias, así como de los incrementos salariales, que se sitúan cerca del 27 % en tasa interanual. De hecho, una misión técnica del FMI visitó el país con el objetivo de crear un nuevo índice de precios a nivel nacional. El crecimiento interanual del agregado monetario

M2, objetivo del banco central, se situó cerca del 30 %, y los tipos de interés reales siguieron siendo negativos, especialmente si se tienen en cuenta las medidas de inflación no oficiales. Mientras tanto, el crédito bancario al sector privado acentuó su senda de expansión. El banco central continuó permitiendo una depreciación gradual del tipo de cambio frente al dólar. En el período bajo revisión, el Gobierno argentino abrió de nuevo el canje para los tenedores de deuda en impago, al que apenas se adhirieron algunos inversores minoristas por cantidades reducidas, y tuvieron lugar los primeros contactos con el Club de París, con el que el Gobierno intenta cerrar el acuerdo antes de las elecciones presidenciales de octubre.

Aunque el terremoto de febrero de 2010 conllevó algún retraso en la recuperación de la actividad económica en Chile tras la crisis financiera global, la pausa fue breve y se observó un fuerte crecimiento en el resto del año (5,2 % en conjunto), a pesar de una cierta moderación en el cuarto trimestre (crecimiento intertrimestral del 0,9 %). Este buen desempeño vino explicado por el extraordinario dinamismo de la demanda interna, que llegó a crecer un 16,8 % en el segundo semestre de 2010, con el consumo privado por encima del 11,5 % y la inversión privada cerca del 20 % (aunque la inversión en construcción se mostró algo rezagada). La demanda externa tuvo una aportación negativa de más de 12 pp en la segunda mitad del año, como consecuencia de la debilidad de las exportaciones y de la extraordinaria fortaleza de las importaciones, con un crecimiento superior al 30 %. No obstante, la evolución favorable de los términos de intercambio posibilitó que la balanza comercial cerrara 2010 con un superávit cercano al 8 % del PIB y la balanza por cuenta corriente registrara un superávit equivalente al 1,9 % del PIB, en parte explicado por mayores transferencias corrientes (indemnizaciones de seguros por el terremoto), lo que ayudó a contrarrestar el déficit del 7,7 % del PIB de la balanza de rentas. Por el lado de la oferta, destaca una cierta debilidad del sector industrial. Como aspecto positivo, y a diferencia del período posterior a la crisis asiática, el mercado de trabajo se ha recuperado de forma notable. El intenso crecimiento de la demanda interna, la extinción de las brechas de capacidad y el aumento de precios de las materias primas a nivel internacional propiciaron aumentos de la inflación hasta el 3,4 % en marzo, por encima del objetivo del banco central (3 %), aunque las medidas subyacentes registraron tasas más reducidas. A esta moderación contribuyó la apreciación del peso frente al dólar (en la segunda mitad de 2010 se apreció cerca de un 10 %). Sin embargo, se produjo un cierto desanclaje de las expectativas de inflación, especialmente las de más corto plazo en los últimos meses (véase gráfico 11). En este contexto, el banco central ha elevado el tipo de interés oficial en todas las reuniones de política monetaria desde junio de 2010 (400 pb en total, hasta el 4,5 %), con la excepción de la celebrada en enero, cuando más patente se hizo el dilema de política monetaria, que a principios de 2011 le llevó a anunciar intervenciones en el mercado de cambios comprando reservas (12 mm de dólares durante 2011). En ese sentido, para enfrentar las presiones a la apreciación, se amplió el número de entidades no residentes autorizadas para emitir bonos en el mercado local y el límite a la inversión en el exterior de los Fondos de Pensiones desde un 60 % hasta un 80 %. Asimismo, el Gobierno anunció una reducción del gasto público presupuestado del 0,4 % del PIB en 2011. En 2010, el déficit público ascendió al 0,4 % del PIB (4,5 % en 2009), lo que implica un déficit estructural del 2,1 % del PIB (0,9 % en 2009). Esta evolución positiva fue consecuencia de un incremento de los ingresos en un 28,4 % en términos reales (dado el favorable desempeño de los ingresos provenientes del cobre), y de los gastos, en un 7 %. En febrero, la agencia de calificación crediticia Fitch elevó un escalón la calificación de la deuda soberana chilena en moneda extranjera. Las buenas perspectivas de inversión en la economía chilena también se vieron reflejadas en la inversión extranjera directa recibida, que superó los 15 mm de dólares en 2010 (equivalentes al 7,5 % del PIB).

En Colombia la actividad se contrajo un 0,5% en tasa trimestral en el tercer trimestre, y se expandió un 1,9% en el cuarto, destacando en este último trimestre la evolución favorable de la inversión (con un crecimiento del 10,2% en tasa interanual), lo que, junto con un avance del consumo cercano al 5%, explica el dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, el mayor crecimiento de la economía a final de año viene explicado fundamentalmente por la reducción de la aportación negativa del sector externo (que pasó a restar 2,2 pp al crecimiento), consecuencia tanto de un menor crecimiento de las importaciones como del mayor dinamismo de las exportaciones. En el conjunto de 2010, la economía creció un 4,3%. Adicionalmente, se produjo una revisión significativa al alza de los datos de contabilidad nacional desde 2008, que en el caso del PIB supusieron ocho décimas en la tasa de crecimiento para 2008 (hasta el 3,5%) y siete décimas para 2009 (hasta el 1,5%). El crecimiento mayor al esperado en el cuarto trimestre y esta revisión al alza han llevado a cambiar las estimaciones sobre la brecha de producción y permiten entender mejor el inicio del ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales que comenzó en la reunión de febrero y prosiguió en las de marzo y abril (con tres subidas de 25 pb), en un contexto en el que la inflación, aunque fue aumentando progresivamente, se situó en el 3,2% en marzo, solo dos décimas por encima del objetivo de inflación del banco central. Tanto las cuentas públicas como la balanza comercial en 2010 presentaron registros similares a los del año anterior. En el ámbito del sector exterior, en el cuarto trimestre el déficit de la cuenta corriente, reflejo del déficit de rentas, fue ampliamente cubierto con las entradas de flujos financieros, tanto de inversión extranjera de largo plazo —que fue, no obstante, menor que en trimestres precedentes— como de las inversiones de corto plazo. Para afrontar las presiones alcistas sobre el peso, el banco central mantuvo su política de acumulación de reservas —20 millones diarios— y anunció que la prolongaría hasta junio. Por otra parte, en noviembre adoptó diversas medidas para reducir la entrada de dólares en el país y tratar de aumentar su demanda por parte del sector privado<sup>5</sup>. Cabe destacar que Standard & Poor's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana colombiana en moneda extranjera hasta asignarle «grado de inversión». Por último, Colombia ha indicado su intención de renovar por dos años la línea de crédito flexible con el FMI que vence en mayo.

En Perú, el PIB siguió creciendo a tasas muy elevadas en la segunda mitad del año (3,1% y 2,4% en tasa intertrimestral en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente). En tasa interanual, el crecimiento se mantuvo por encima del 9%, destacando el crecimiento de la demanda interna (14,2% en el segundo semestre del año, aunque con una ligera desaceleración en el cuarto trimestre). Dentro de esta, es notable la fortaleza de la inversión, que, aun desacelerándose, creció un 22,6% en tasa interanual en el cuarto trimestre, y destaca también la aceleración progresiva del consumo privado. La aportación negativa de la demanda externa durante el segundo semestre fue de casi 5 pp, como consecuencia de que las exportaciones, aunque se mostraron más dinámicas, presentaron tasas de crecimiento muy inferiores a las de las importaciones. En el conjunto de 2010, el PIB creció un 8,8% (0,9% en 2009), y las estimaciones apuntan a que se habría cerrado la brecha de producción. La tasa de inflación se mantuvo en los últimos meses cercana al objetivo del 2% del banco central, aunque el dato de marzo supuso un cierto repunte (2,7%). En este contexto, el banco central reinició en enero el ciclo de subidas de tipos de interés oficiales (cuatro subidas de 25 pb, hasta situarlos en abril en el 4%). Adicionalmente, siguieron aumentando los requerimientos de encaje. Asimismo, el Gobierno anunció dos series de rebajas de los

---

5. No monetización a pesos de recursos en dólares del Estado como dividendos de la empresa pública Ecopetrol y emisiones de deuda en dólares ya realizadas, eliminación de la desgravación fiscal de los pagos de intereses sobre deuda externa del impuesto sobre la renta, salvo empresas financieras o de financiación al comercio, y reducción de aranceles a la importación sobre un número amplio de bienes intermedios y bienes de equipo, entre otras medidas.

aranceles de productos importados, una de carácter temporal (en febrero) y otra permanente (en enero). En esta misma dirección se aprobó un proyecto de ley para reducir tanto el impuesto general de ventas en un punto porcentual (hasta el 18%) como el impuesto de transacciones financieras (desde el 0,05 % hasta el 0,005 %). En abril se anunció un recorte sobre el gasto presupuestado para 2011 equivalente al 0,3 % del PIB y la consolidación de los ahorros del sector público en el fondo de estabilización, que se duplicaría en 2011 (3,3 % del PIB). En 2010, el sector público no financiero registró un superávit primario (0,6 % del PIB, frente al -0,6 % registrado en 2009) como consecuencia de un mayor crecimiento de los ingresos (con un incremento cercano al 20%) que de los gastos (10,7%). En 2010, la cuenta corriente registró un déficit equivalente al 1,5 % sobre el PIB (superávit del 0,2 % en 2009). El superávit comercial aumentó respecto al año anterior, situándose en el 4,4 % del PIB (gracias al aumento de un 18,2 % en los términos de intercambio), pero fue más que contrarrestado por un mayor déficit en la cuenta de rentas, ligado a los beneficios de las empresas no residentes y al déficit en la cuenta de servicios. Por el lado de la cuenta financiera, destaca el hecho de que cerca del 75 % de las entradas de flujos de capitales durante 2010 tuvieron carácter de largo plazo (inversión extranjera directa o préstamos de largo plazo). El tipo de cambio del nuevo sol frente al dólar se mantuvo estable alrededor de 2,80, aunque en febrero el banco central realizó una serie de compras de dólares discrecionales para frenar las presiones a la apreciación y en abril intervino en sentido contrario para moderar la volatilidad en el entorno de las elecciones presidenciales.

En el cuarto trimestre de 2010 Venezuela registró, por primera vez desde el primer trimestre de 2009, una tasa de crecimiento interanual positiva (0,6 %). Sin embargo, las tasas trimestrales muestran una contracción de la actividad en el segundo semestre del año (el PIB no creció en el tercer trimestre y cayó un 0,5 % en el cuarto). En el conjunto de 2010 la caída del PIB se situó en el 1,4 % (frente al descenso del 3,3 % en 2009). En el segundo semestre del año destaca la aportación negativa de la demanda externa (6,6 pp), dado que a la continuación de la caída de las exportaciones se unió el avance de las importaciones, ligado al crecimiento ligeramente positivo del consumo privado y, especialmente, a la fortaleza del consumo público. La demanda interna creció casi un 6 % en tasa interanual en la segunda mitad del año, pero fundamentalmente por la acumulación de existencias. Los indicadores de mayor frecuencia han mostrado señales de cierto debilitamiento del consumo privado a principios de 2011, aunque el crédito al consumo retomó tasas interanuales positivas en los últimos meses, si bien muy por debajo de la inflación. En cuanto al sector público, en el año 2010 se registró un mayor crecimiento nominal de los ingresos que de los gastos, lo que se reflejó en una disminución de los déficits financiero y primario. La evolución de los precios siguió siendo preocupante: desde junio, la tasa de inflación se ha mantenido siempre por encima del 25 % y está situada actualmente muy cerca del 30 %. El incremento reciente se ha debido, principalmente, al aumento de los precios de los alimentos, derivado de la elevación internacional de los precios de las materias primas y de la unificación del tipo de cambio de las importaciones preferentes decretada en enero (en un país donde más del 90 % de la cesta de consumo se importa). En enero comenzó a funcionar la unificación del sistema de tipos de cambio duales, ancla nominal de la economía, con una devaluación del tipo preferencial que se aplicaba a medicinas, alimentos, equipos de investigación y pago de la deuda externa de 2,6 bolívares por dólar a 4,3 bolívares por dólar. Igualmente, se anunció que las transacciones del SITME (mercado paralelo manejado por el banco central) se realizarán a un tipo máximo de 5,3 bolívares por dólar, con lo que este mercado se ha convertido, de hecho, en el segundo tipo de cambio oficial del país. Conviene destacar, además, que durante los últimos meses el monto de negociación en este mercado se ha reducido notablemente, con lo que se ha incrementado la escasez de divisas en la economía a través de los circuitos oficiales. El superávit de la cuenta corriente se situó en 2010 cercano al 7 % del

PIB, frente al 2,6 % registrado en 2009, explicándose este aumento por las mayores exportaciones de petróleo. Se registró una inversión extranjera directa por valor de 151 millones de dólares en el cuarto trimestre del año, el primer dato positivo desde el tercer trimestre de 2008, aunque en el conjunto del año se produjeron salidas por un valor de 1.400 millones de dólares. La cuenta financiera (más los errores y omisiones) presentó un déficit algo superior a los 22 mm de dólares (cerca de un 11 % del PIB). Todo ello llevó a una pérdida de reservas internacionales ligeramente superior a los 8 mm de dólares.

2.5.2011.