

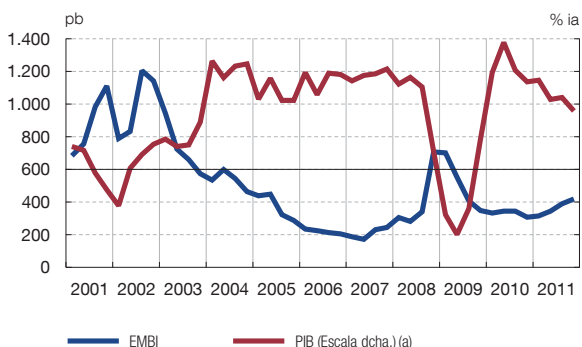
Introducción

En el conjunto de 2011, América Latina registró un crecimiento del 4,4% anual, cifra que, aunque supone una moderación de casi dos puntos respecto a 2010 (similar a la experimentada por el conjunto de las economías emergentes), puede valorarse como un buen desempeño, en un año en que la crisis del área del euro se profundizó, y alteró el curso de la recuperación de la economía mundial. Así, tras un primer semestre muy dinámico, el crecimiento regional experimentó una notable desaceleración entre el tercer y cuarto trimestres, acusando el impacto de la crisis europea a través, principalmente, de los precios de los activos financieros y de las materias primas (véase gráfico 1). Además, este impacto se solapó con el efecto retardado del endurecimiento de las políticas monetarias desde 2010 en varios países latinoamericanos. Dicha desaceleración no fue sin embargo generalizada, al menos en cuanto a intensidad. Afectó singularmente a Brasil y, en menor medida, a Argentina, que presentaban a comienzos de 2011 síntomas de sobrecalentamiento. En cambio, países como Colombia y Venezuela, más rezagados en el ciclo económico, o Perú, mostraron un notable dinamismo y una mayor resistencia también en el segundo semestre.

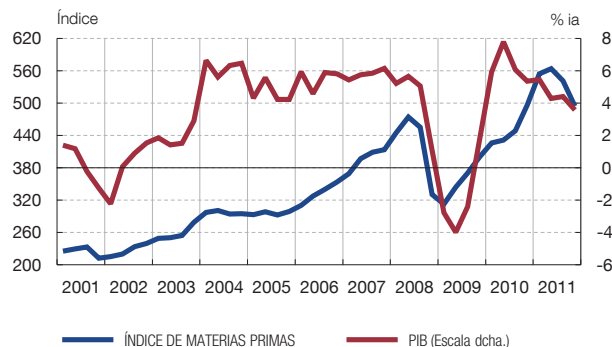
Los indicadores de mayor frecuencia publicados en los primeros meses de 2012 muestran indicios de recuperación de la actividad, en línea con los PMI y el ciclo industrial mundial tras el paréntesis del otoño, pero, sobre todo, el mantenimiento de la pujanza de la demanda interna en la mayoría de los países. En la misma línea, la evolución de los mercados financieros latinoamericanos en los últimos meses ha sido favorable. En este sentido, es probable que la rápida adaptación de las políticas económicas al nuevo entorno de mayor riesgo, tras el verano, y el retorno de los flujos de capital desde principios de 2012 —en un entorno caracterizado por la adopción de nuevas medidas de expansión de la liquidez en los países desarrollados— hayan servido para alejar el riesgo de una desaceleración más profunda de la actividad en la región, aunque planteen nuevos dilemas. A pesar de ello, el crecimiento en América Latina podría moderarse adicionalmente en 2012, hacia una tasa en línea con el potencial, con riesgos a la baja derivados del entorno exterior, entre los que destaca el de un posible deterioro de la situación europea.

Por su parte, la inflación promedio de la región cerró 2011 con una tasa interanual del 7,1%, superior a la de la primera parte del año, mostrando cierta resistencia a la baja en un entorno de menor crecimiento y corrección de los precios de las materias primas. Esta resistencia ha sido más acusada que la registrada en otras áreas emergentes, como Asia o Europa del Este. Los precios solo han empezado a mostrar alguna corrección recientemente (principalmente, en Brasil), de modo que la inflación medida en promedio regional se ha situado en marzo en el 6,2% interanual. Tres de los cinco países con objetivos de inflación (Brasil, Colombia y México) cumplieron con ellos en 2011, aunque en todos la inflación se situó en el intervalo superior de la banda de tolerancia. En cualquier caso, el banco central de Brasil continuó el ciclo de descenso de los tipos de interés iniciado en agosto, con recortes muy significativos, y el de Chile redujo su tipo oficial en 25 pb a comienzos de 2012. Aunque tan solo Argentina y Venezuela siguen presentando una vulnerabilidad destacada por su elevada inflación, en varios países preocupan, de forma más prominente que en los tres últimos años, los riesgos para la inflación que provienen de la situación cercana al pleno empleo en el mercado formal de trabajo y de las incipientes presiones salariales, que podrían sustentar una mayor expansión de la demanda, y del encarecimiento del petróleo. De hecho, en los últimos meses se ha observado en varios países un cierto repunte de las expectativas de inflación.

EMBI Y PIB



ÍNDICE DE MATERIAS PRIMAS Y PIB



FUENTE: Datastream.

a Agregado de las siete principales economías: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Finalmente, también empiezan a observarse vulnerabilidades en el ámbito del sector exterior —con un número creciente de países de la región presentando déficit por cuenta corriente, a pesar de la elevada demanda de materias primas— y en las cuentas fiscales, que se han traducido en episodios de presiones financieras y en la adopción de medidas de corte heterodoxo y/o proteccionista en algunos casos (véase la sección sobre procesos de integración comercial y políticas estructurales).

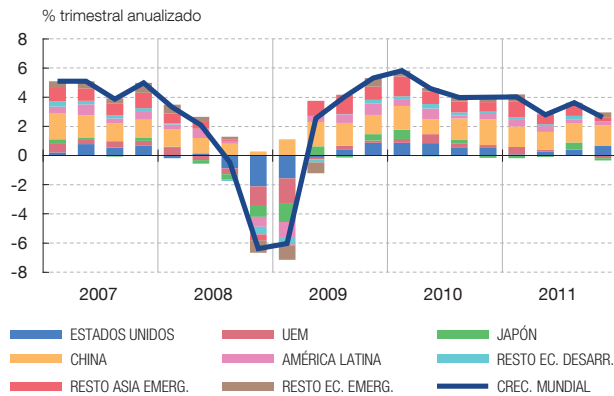
Evolución económica y financiera: entorno exterior

En los últimos meses de 2011, la evolución económica y financiera a escala global estuvo marcada por las elevadas tensiones en los mercados financieros internacionales derivadas del recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en la UEM y las posibles consecuencias para el proceso de recuperación de la economía mundial. En los comienzos de 2012 se ha apreciado una suavización de estas tensiones en los mercados europeos, así como una mejora de los indicadores económicos en diversas regiones, si bien en los primeros compases de abril se ha registrado un nuevo episodio de inestabilidad asociado a la crisis europea, que, de momento, ha tenido un impacto limitado en otras áreas.

En el cuarto trimestre de 2011 se apreció una notable ralentización de la actividad en las principales economías avanzadas —se registraron caídas trimestrales del PIB en Japón, el Reino Unido y la UEM—, con la excepción de Estados Unidos, que experimentó una mejora de su tasa de crecimiento (véase gráfico 2) y cuyo mercado laboral mostró señales de mejora. No obstante, en los primeros compases de 2012 se han observado signos de estabilización, con un repunte de los indicadores de alta frecuencia de actividad y confianza. Con todo, dado el menor margen de actuación de las políticas de estímulo y la corrección en marcha de los desequilibrios acumulados en la fase expansiva, se espera que la recuperación siga siendo moderada, de modo que la tasa de crecimiento en el conjunto de las economías avanzadas esté ligeramente por debajo de la de 2011 en el promedio para 2012.

Las tasas de inflación de las economías avanzadas tocaron techo a finales del tercer trimestre de 2011 y, desde entonces, se redujeron gradualmente, en un contexto de debilidad económica y de moderación de los precios de las materias primas, desde los máximos alcanzados en la primavera. Estos precios han vuelto a repuntar a principios de 2012, especialmente en el caso del petróleo —llegando a superar el barril de Brent los 125 dólares—, como consecuencia de algunos factores específicos de oferta, principalmente las

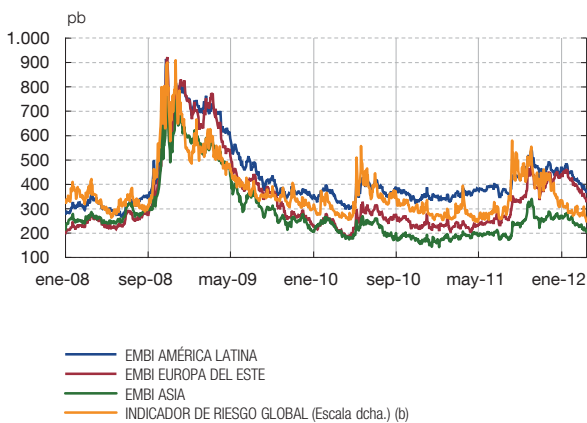
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



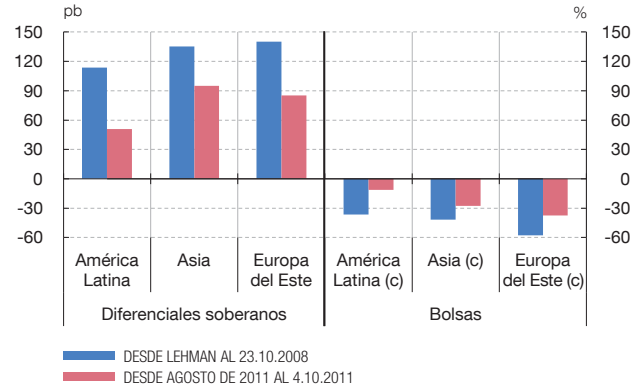
BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



DIFERENCIALES SOBERANOS Y BOLSAS



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Índices en dólares.
- b Índice VIX.
- c Índices MSCI en moneda local.

tensiones en Irán, y de la demanda de las economías emergentes. Los bancos centrales de las principales economías avanzadas siguieron implementando políticas expansivas, a través de medidas de expansión cuantitativa y otras medidas no convencionales, y de cambios en sus estrategias de comunicación. En el plano fiscal, las economías avanzadas siguen enfrentándose a importantes retos de consolidación de las finanzas públicas, sin margen para la introducción de medidas expansivas, aunque en algunas de ellas se está optando por retrasar algo el proceso de consolidación fiscal en el corto plazo.

Por su parte, las economías emergentes siguieron mostrando una mayor resistencia, aunque el aumento de la aversión global al riesgo, en la segunda parte de 2011, junto con la debilidad de la demanda externa y el efecto retardado de sus políticas económicas restrictivas, determinaron una evolución menos favorable de la actividad. La desaceleración fue más marcada en las economías de Europa emergente, con unos vínculos comerciales y financieros más estrechos con el área del euro. En el otro extremo, destacó, una vez más, la notable resistencia de la economía de China, que aun así no ha sido inmune a la situación global y cuya actividad muestra una cierta moderación. La inflación también

tendió a moderarse en la última parte de 2011 y principios de 2012, aunque se mantuvo en niveles relativamente elevados. En este contexto de ralentización económica y menor inflación, varios bancos centrales tendieron a relajar el tono de sus políticas monetarias durante la segunda mitad del año y, sobre todo, a comienzos de 2012.

En este contexto, en el tramo final de 2011 los mercados financieros internacionales continuaron condicionados por la evolución de la crisis soberana europea, y en particular por las dificultades del sector bancario de la UEM para financiarse en los mercados mayoristas. Estos problemas se transmitieron a otras áreas, reflejándose en una huida hacia la calidad —que propició la apreciación del dólar y el descenso de la rentabilidad de la deuda pública americana o británica—. A comienzos de 2012, algunos avances en la situación europea y el alejamiento de alguno de los riesgos más extremos favorecieron la mejora de la confianza. En este contexto, se observaron un repunte significativo en la mayoría de las cotizaciones bursátiles y un incremento en el apetito por el riesgo (véase gráfico 2). No obstante, en las últimas semanas se ha producido un nuevo rebrote de las tensiones en los mercados europeos que pone de manifiesto la fragilidad de la situación actual.

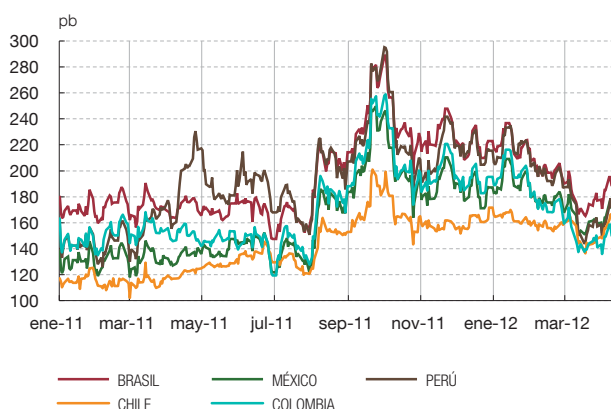
Mercados financieros y financiación exterior

En línea con lo sucedido en los mercados financieros internacionales, en el último trimestre de 2011 los mercados latinoamericanos se vieron afectados por la intensificación de la crisis de deuda soberana en el área del euro a partir del verano. La situación cambió en enero de 2012, con una clara recuperación de las bolsas, un descenso de los indicadores de riesgo de crédito, la reanudación, a fuerte ritmo, de las entradas de capitales, y la recuperación de los tipos de cambio. Esta mejora, que se ha mantenido durante el primer trimestre, ha revertido, en parte, en las últimas semanas de marzo y el comienzo de abril, como consecuencia de deterioro observado también en los mercados internacionales.

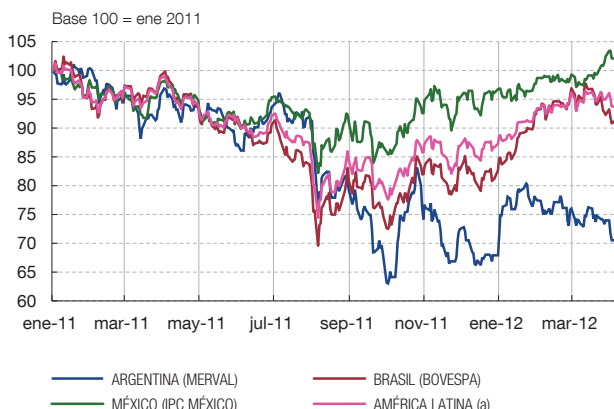
En cualquier caso, el contagio de la crisis de la UEM hacia América Latina ha resultado ser relativamente limitado en intensidad y duración. A esta circunstancia han contribuido tanto factores externos, que han permitido moderar las tensiones en los mercados financieros —fundamentalmente, la inyección de liquidez a medio plazo por parte del BCE, en diciembre, y la mejoría de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos—, como internos. Entre estos últimos, destaca la solidez de los fundamentos económicos, que ha permitido que los países de la región atravesaran la crisis financiera global sin experimentar un deterioro significativo de sus sistemas financieros o de sus indicadores de sostenibilidad públicos o externos. Aunque algunos de los potenciales canales de transmisión de la crisis —la elevada participación europea en la inversión extranjera directa hacia América Latina, en los flujos de cartera, y en la propiedad de algunos sistemas bancarios latinoamericanos— no fueron ajenos a las tensiones, tampoco transmitieron impactos de la magnitud de los observados en 2008 con el episodio de *Lehman Brothers*, ni han dado lugar a una restricción del crédito interno en estas economías. Así, las caídas en los precios de los activos financieros fueron de menor intensidad que las registradas en septiembre de 2008 (véase gráfico 3), de modo que en marzo de 2012 se habían recuperado ya los niveles de julio de 2011 previos a las tensiones.

El repunte experimentado por los diferenciales soberanos de la región (EMBI Latinoamérica) desde octubre hasta finales de año fue relativamente limitado, desde los 440 puntos básicos (pb) hasta los 490 pb. La bolsa latinoamericana registró una caída, medida en dólares, superior al 11 %, similar a la de Asia y algo menor que la de Europa del Este, región más vinculada a la zona del euro (gráfico 2). Por países, el mayor deterioro se obser-

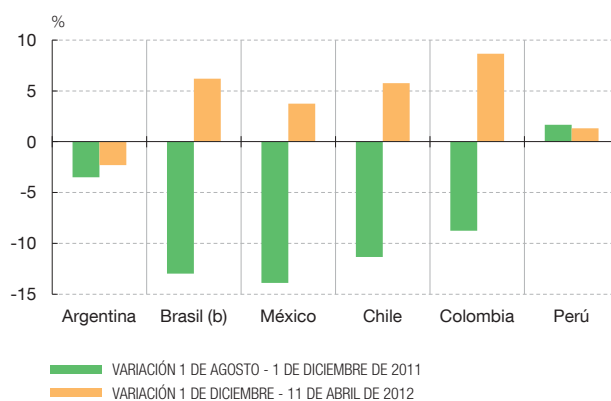
DIFERENCIALES SOBERANOS



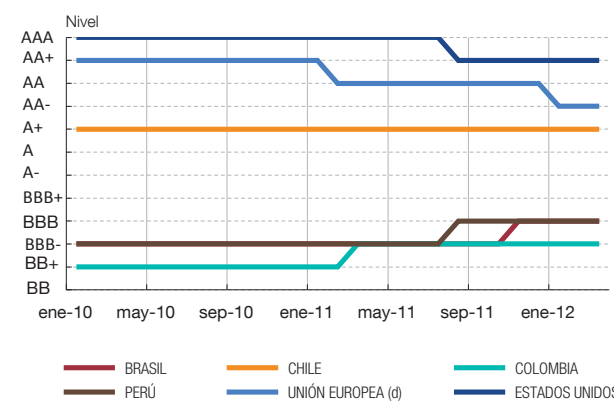
ÍNDICES DE BOLSA



TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



RATINGS SOBERANOS (c)

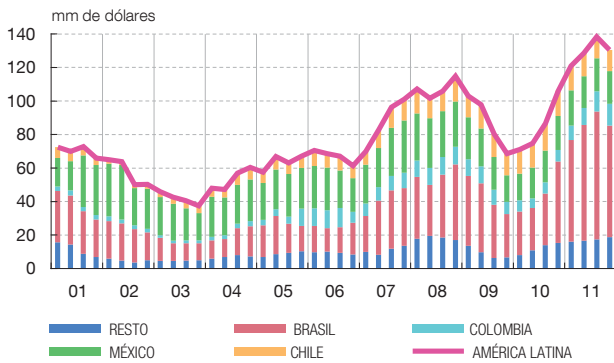


FUENTES: Datastream y JP Morgan.

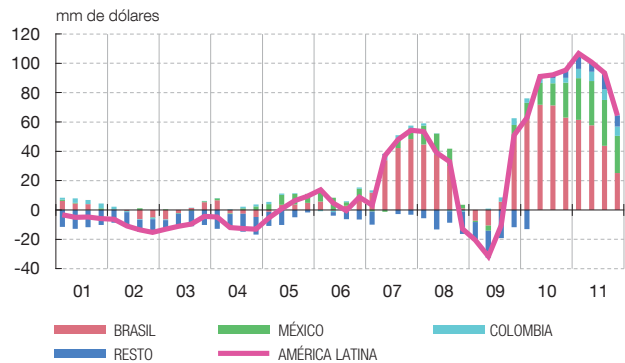
- a Índice MSCI América Latina en moneda local.
- b Para Brasil, variación entre el 1 de diciembre y el 28 de febrero de 2012, mínimo de la cotización.
- c Clasificación de Standard and Poor's.
- d Agregado de 11 países ponderado según su peso en el PIB mundial: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España.

vó en los países tradicionalmente más vulnerables, como Argentina, cuyo diferencial soberano aumentó en más de 125 pb y cuya bolsa cayó más de un 17 %, influida también por factores idiosincrásicos: entre otros, los derivados de las medidas adoptadas para limitar la demanda de dólares. En Perú, en cambio, el aumento del diferencial se limitó a 27 pb, y en Chile y Brasil a algo más de 10 pb. En ese período, los tipos de cambio de las monedas de la región sufrieron una notable corrección, acumulando caídas entre el 9 % y el 16 % entre agosto y finales de 2011 (gráfico 3), especialmente aquellas con mercados más profundos y susceptibles de albergar operaciones de *carry trade*. La incertidumbre se reflejó, igualmente, en unas entradas netas de capitales en el cuarto trimestre sustancialmente inferiores a las registradas en el tercero, tanto de inversión exterior directa (con descenso de unos 5 mm de dólares para el agregado regional) como de inversión de cartera (caída de casi 9 mm de dólares), aunque se mantuvieron en niveles históricamente elevados. Además, las emisiones de renta fija en mercados internacionales, que habían alcanzado máximos históricos en 2010 y comienzos de 2011, disminuyeron en los dos últimos trimestres del año.

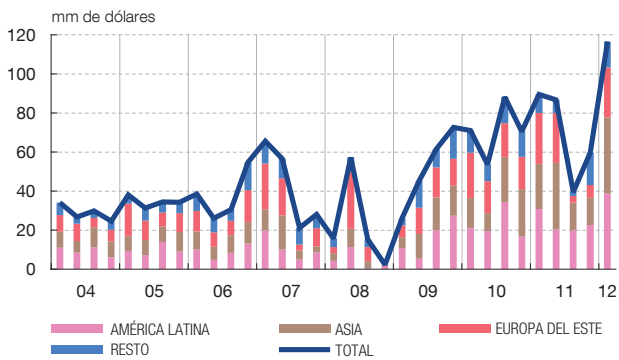
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



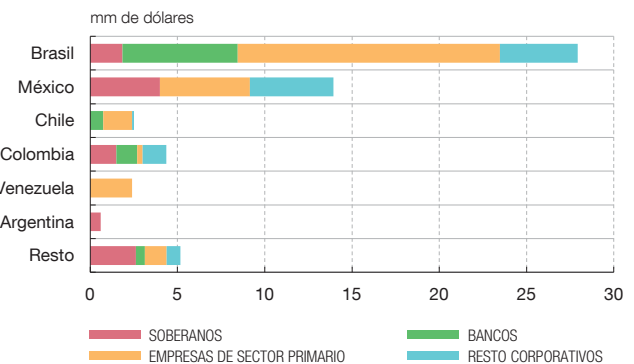
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE OCTUBRE DE 2011 A ABRIL DE 2012



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

Las mejores condiciones en los mercados internacionales, a partir de enero de 2012, se reflejaron en un fuerte aumento de las emisiones internacionales de las economías emergentes, que superaron los 115 mm de dólares en el primer trimestre del año (gráfico 4), un nuevo máximo histórico en un trimestre, de las que los emisores latinoamericanos supusieron un 33%. Se produjeron colocaciones de soberanos en moneda local (Perú), hubo numerosas empresas que accedieron por vez primera a los mercados o realizaron operaciones en nuevos segmentos (por ejemplo, en renminbi), y se produjo la mayor emisión de la historia de un soberano o empresa emergente, 7 mm de dólares por la petrolera estatal brasileña. En este contexto, los indicadores financieros registraron una reversión de los movimientos anteriores, en términos de una reducción de los diferenciales del riesgo de crédito de la región de más de 115 pb, entre mediados de enero y mediados de marzo, y una subida de los índices bursátiles, medidos en dólares, del 10%; esta recuperación fue algo menor que la del resto de regiones emergentes, que también se habían visto más afectadas por la crisis del área del euro. La favorable valoración de la región por parte de los inversores se reflejó, igualmente, en la estabilidad o mejora de las calificaciones soberanas (Brasil, Perú), en momentos en los que empeoraron las de algunos países desarrollados, y en unas probabilidades de impago muy bajas, medidas por las primas de los CDS. Así, la prima de riesgo media de la región, incluyendo Argentina y Venezuela, se situó por debajo de la de la zona del euro. Como se ha mencionado antes, la mejora de los mercados financieros del primer trimestre se ha frenado desde mediados de marzo, al recrudecerse la crisis soberana europea.

El repunte de las entradas de capitales generó una fuerte apreciación de las monedas (gráfico 3), que compensó parcialmente la depreciación registrada desde agosto de 2011 y volvió a resucitar los dilemas de política monetaria a los que se enfrentaban los bancos centrales de la región en 2010, esto es, cómo liberar la política monetaria de los condicionantes externos, y en especial de la apreciación generada por el elevado diferencial de tipos de interés con los países desarrollados. Las respuestas han sido diversas: incremento de los impuestos a las entradas de capitales (Brasil); reversión de medidas previas para frenar la depreciación (Colombia); recortes de tipos de interés (Brasil) o acumulación de reservas internacionales de divisas (Perú, Colombia o Brasil) (véase recuadro 1). Algunas de estas medidas parecen haber tenido efecto. Así, por ejemplo, el real brasileño se ha depreciado frente al dólar más de un 7 % en el último mes.

Actividad y demanda

En el conjunto de 2011, América Latina creció un 4,4 % en promedio, cifra que, aunque supone una moderación con respecto a 2010, incorpora efectos base, y refleja una apreciable resistencia de la región, en un año en el que la crisis del área del euro —segundo socio comercial de América del Sur, por volumen de exportaciones— se profundizó, deteriorando las perspectivas de recuperación de la economía mundial. Así, tras un primer semestre caracterizado por un importante dinamismo, con tasas trimestrales de crecimiento del PIB superiores al 1 %, la actividad en la región experimentó una sensible desaceleración en el tercer y cuarto trimestres, hasta tasas del 0,7 % y el 0,6 %, respectivamente (véase gráfico 5). La desaceleración fue más acusada en Brasil, aunque se dejó sentir también, en menor medida, en Argentina y, en el tercer trimestre, en Chile. De este modo, el perfil de crecimiento en el conjunto de la región describió una tendencia decreciente en términos interanuales, desde el 5,5 % del primer trimestre al 3,6 % del cuarto, lo que ha supuesto una notable desaceleración respecto al 6,3 % registrado en 2010 (véase cuadro 1).

Por componentes, la demanda interna siguió siendo el principal soporte de la expansión de la actividad (con una aportación de 5,5 pp al crecimiento del PIB), frente a una contribución negativa de 1,3 pp de la demanda externa (véase gráfico 6). No obstante, es importante señalar que la desaceleración del PIB en 2011 se debió en su totalidad al enfriamiento de la demanda interna, y en particular de la inversión (que redujo su crecimiento en 5 pp, hasta un 8,6 %), mientras que la externa neta, a pesar del complicado entorno exterior, moderó su detracción al crecimiento porque la ralentización de las importaciones fue superior a la de las exportaciones. Esta evolución indica que la demanda interna, que crecía en varios países a tasas muy elevadas como consecuencia, entre otros factores, de las políticas anticíclicas aplicadas tras la crisis, acabó reaccionando al endurecimiento de las políticas monetarias en 2010 y la primera parte de 2011, a la apreciación de los tipos de cambio y, en la última parte del año, al aumento de la incertidumbre derivado del recrudecimiento de la crisis en el área del euro. De esta forma, se moderó en cierto modo el riesgo de sobrecalentamiento en países como Brasil.

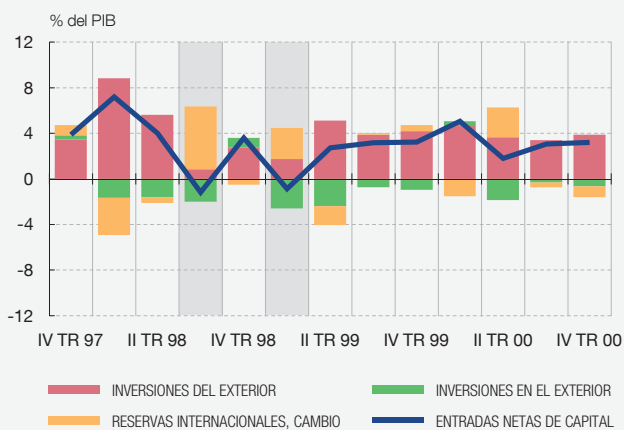
La desaceleración de la inversión fue especialmente intensa en Brasil y en Perú, pasando de tasas superiores al 20 % en 2010, a ritmos en torno al 5 % en 2011, en ambos países. En el caso de Brasil, vino influida por la apreciación del tipo de cambio y por problemas específicos en el sector de automóviles; en el de Perú, por un retroceso de la confianza, además de por el propio nivel alcanzado por la ratio inversión/PIB en los últimos años (25 %) y la desaceleración de la inversión pública. En Argentina, la inversión se desaceleró debido al deterioro de las perspectivas económicas, la incertidumbre en los mercados financieros entre agosto y noviembre, y la posterior aplicación de trabas a la importación y controles de capitales. En cambio, el gasto en inversión se aceleró en Colombia —sobre todo, por el fuerte crecimiento

La economía internacional ha registrado en los últimos veinte años un intenso proceso de integración financiera, caracterizado por el notable aumento de los flujos financieros internacionales y por su alcance global, extendiéndose a gran parte de los países del mundo, incluidas las economías emergentes. Sin embargo, el proceso ha sido muy irregular: los flujos internacionales aumentan fuertemente en períodos de estabilidad financiera global, y se reducen bruscamente en las fases de inestabilidad. En parte por este motivo, el proceso de integración financiera plantea riesgos particularmente acusados en países emergentes donde, en los períodos de fuertes inversiones del exterior, puede registrarse una excesiva apreciación del tipo de cambio y simultáneamente una intensa expansión del crédito. De forma opuesta, una reversión súbita de las inversiones del exterior expone a estos países a depreciaciones cambiarias y a carencias de financiación, que eventualmente pueden desembocar en caídas del PIB, o en crisis financieras y cambiarias. Un factor que puede amortiguar estos

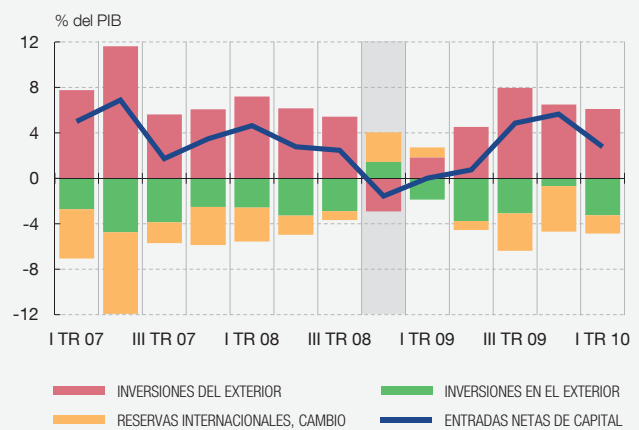
desarrollos es la reducción de los activos financieros en el exterior por parte de los residentes en épocas de tensión financiera¹. Este comportamiento ha sido frecuente en las economías avanzadas en tales períodos. En las emergentes, la acumulación de activos exteriores por parte del sector privado ha sido menor y tal vez por ello han acumulado reservas internacionales (activos exteriores de instituciones públicas) como mecanismo para hacer frente a estos episodios de contracción en la financiación externa. En este recuadro se revisa la evolución de los flujos financieros en América Latina en torno a los episodios de inestabilidad financiera de 1998 y 2008, que son particularmente interesantes por su carácter exógeno a la región. Esta evidencia confirma que, en el caso latinoamericano, en el último episodio de inestabilidad financiera se produjo una reducción de las inversiones en el exte-

¹ Véase F. Broner, A. Erce, J. Didier y S. Schmuckler, *Gross Capital Flows: Dynamics and Crises*, Documentos de Trabajo, n.º 1039, Banco de España.

1.1 EN TORNO AL TERCER TRIMESTRE DE 1998

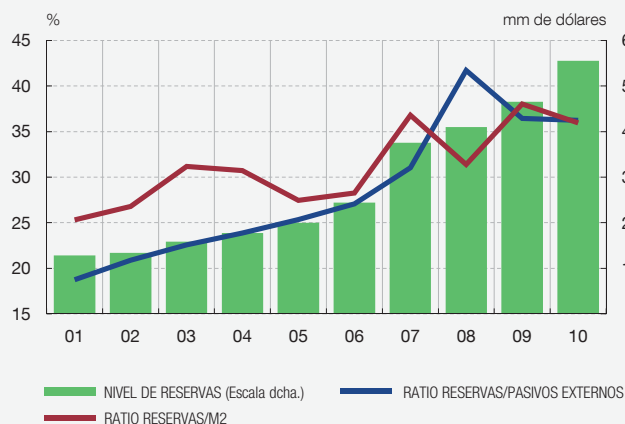


1.2 EN TORNO AL CUARTO TRIMESTRE DE 2008

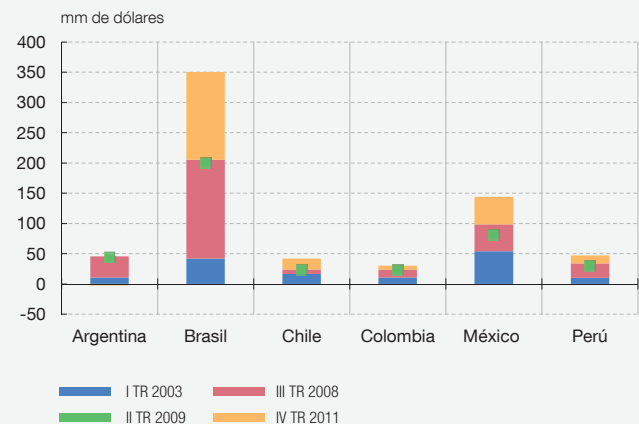


FUENTE: IFS (Fondo Monetario Internacional).

2.1 RATIOS DE RESERVAS PARA EL CONJUNTO DE LA REGIÓN



2.2 RESERVAS INTERNACIONALES POR PAÍSES



FUENTE: IFS (Fondo Monetario Internacional).

rior por parte de residentes, y en particular de las del sector privado, lo que, de acuerdo con la evidencia empírica reciente, podría haber estado asociado al mayor nivel de reservas internacionales en la región.

Los gráficos 1.1 y 1.2 muestran la evolución de los flujos financieros en torno a los trimestres de menores entradas netas de capital, que son destacados con un área sombreada en los dos episodios mencionados. En 1998, el detonante fue la reestructuración de deuda en Rusia, en el tercer trimestre del año, cuyo impacto se extendió de manera secuencial a gran parte de América Latina, siendo particularmente severo en Brasil, y recrudeciéndose en el primer trimestre de 1999. En 2008, la quiebra de *Lehman Brothers*, en el cuarto trimestre, fue el inicio de una crisis financiera y económica con un impacto muy notable en los flujos financieros de la región, que se prolongó a principios de 2009. En ambos episodios se produjo una contracción en las entradas netas de capital. En efecto, como recoge la línea del gráfico 1.1, en el tercer trimestre de 1998 se registraron, en términos anualizados, salidas netas de capital de América Latina del 1,2 % del PIB, frente a las entradas netas del 4 % del PIB en el trimestre precedente; y después de estabilizarse ligeramente en el siguiente trimestre, volvieron a registrarse salidas netas de capital a principios de 1999. La evolución de las entradas netas de capital tras la quiebra de *Lehman Brothers* en 2008 fue similar, con salidas netas del 1,6 % del PIB, en contraste con las entradas netas superiores al 5 % registradas en trimestres precedentes. Esta reducción fue relativamente generalizada por países, pero destacaron por su intensidad los casos de Brasil o Chile, países con mayor integración financiera y que habían recibido mayores entradas en los trimestres previos.

Como se observa en los gráficos 1.1 y 1.2, tanto en 1998 como en 2008 las salidas netas de capitales estuvieron asociadas a la reducción en las inversiones del exterior, es decir, a la menor financiación recibida, lo que comúnmente se llama un frenazo súbito (*sudden stop*) de capital. En el episodio de 1998 los flujos recibidos del exterior no llegaron a presentar un signo negativo, algo que sí ocurrió en 2008 (cuando las desinversiones del exterior superaron a las inversiones). Por otro lado, las inversiones en el exterior por parte de los residentes ofrecen un patrón diferenciado en ambos episodios. En efecto, en el tercer trimestre de 1998, el momento de mayor restricción de la financiación externa, los sectores privados residentes —la barra verde de los gráficos—, particularmente de Brasil, aumentaron sus inversiones en el exterior (lo que suele denominarse «huida de capitales») y esto explica gran parte del comportamiento agregado en América Latina². Por el contrario, en 2008 los residentes redujeron sus inversiones en el exterior, repatriando activos. Este cambio en la actuación de los

residentes en períodos de contracción en la financiación externa es de gran importancia: cuando, como sucedió en 1998, los capitales «huyen» al exterior coincidiendo con la restricción de la financiación externa, la contracción en la financiación neta puede ser muy elevada, y tener un impacto muy severo en las condiciones crediticias, la financiación de la deuda pública y, a través de diversos canales, la economía real. La conducta diferente de los inversores residentes en 2008 también explica la distinta necesidad de emplear reservas por parte del banco central (el otro componente, de titularidad pública, de los activos exteriores) para mitigar la pérdida de financiación. De este modo, en 1998 se registraron elevadas ventas de reservas, mientras que en 2008 la necesidad de estas ventas para compensar las desinversiones del exterior fue menor, dada la repatriación de inversiones por parte de residentes.

La mayor repatriación de recursos por parte de residentes en el episodio de inestabilidad de 2008 implica un comportamiento similar al de los países desarrollados y tiene una interpretación favorable: la mejora de la gestión económica y la reducción de las vulnerabilidades en este período habrían facilitado el mantenimiento de la confianza en el país y en la estabilidad del tipo de cambio.

Precisamente, el notable aumento en las reservas internacionales en todos los países de la región en términos absolutos, como se pone de relieve en el gráfico 2.1, contribuyó a esta reducción de la vulnerabilidad. La evolución de los ratios de reservas sobre pasivos financieros internacionales o sobre M2 —dos medidas habituales de adecuación de reservas internacionales— fue también al alza. La acumulación de reservas está impulsada en parte por la percepción sobre sus beneficios en períodos de inestabilidad financiera: por una parte, podrían tener un papel mitigador, al permitir compensar eventuales reducciones en las entradas netas de capitales, como se ha señalado; por otra, un papel preventivo, si evitan esas reducciones en las entradas netas de capitales o permiten mantener la confianza de los residentes en cada país, y de ese modo atenúan el riesgo de una fuga de capitales, como muestran Obstfeld *et al.* (2010)³. Jeanne y Rancière (2011) han destacado que el nivel de las reservas internacionales, que podría ser excesivamente elevado en muchos países cuando se tiene en cuenta exclusivamente su papel positivo sobre las entradas netas de capital o sobre las inversiones del exterior, podría resultar adecuado si contribuyera a moderar las inversiones en el exterior de los residentes en estos períodos⁴. Sin embargo, en ocasiones la acumulación de reservas tiende a exacerbar las entradas de capitales en épocas de bonanza, al consolidar las expectativas de apreciación cambiaria o reforzar la sensación de confianza en la economía receptora.

2 También en el caso de Chile, se ha destacado que en el conjunto de 1999 se produjeron mayores salidas de flujos financieros de lo habitual por parte de residentes, lo que explicaría la reducción de financiación que se registró (R. Caballero, K. Cowan y J. Kearns, *Fear of sudden stops: lessons from Australia and Chile*, 2004).

3 M. Obstfeld, J. Shambaugh y A. Taylor (2010), «Financial stability, the trilemma, and international reserves», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2 (2), pp. 57-94.

4 O. Jeanne y R. Rancière (2011), «The optimal level of reserves for Emerging Market Countries: a New Formula and Some Applications», *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 121 (555) pp. 905-930.

El efecto beneficioso de las reservas internacionales en períodos de inestabilidad financiera global es explorado empíricamente por Alberola, Erce y Serena (2012)⁵. Los resultados sugieren que, efectivamente, la repatriación de capitales durante episodios de inestabilidad financiera (es decir, que las inversiones en el exterior sean menores) depende positivamente del nivel de reservas internacionales, aunque su efecto es decreciente. En cambio, la acumulación de reservas no impide los frenazos súbitos en las entradas de capital en tales períodos.

5 E. Alberola, A. Erce y J. M. Serena (2012), *International reserves and gross capital flows. Dynamics during financial stress*, Documentos de Trabajo, n.º 1211, Banco de España.

En definitiva, unas tenencias elevadas de reservas podrían contribuir a mantener la confianza en la evolución macroeconómica y financiera del país, o en la fortaleza del tipo de cambio, y de esta manera facilitar la repatriación de inversiones de los residentes. Por ello, el aumento en las reservas registrado en la década 1998-2008 podría ser un factor explicativo de las desinversiones en el exterior de los residentes latinoamericanos en el último episodio de inestabilidad financiera. Quizás esta percepción ha contribuido a que la acumulación de reservas, como muestra el gráfico 2.2, se haya reanudado con fuerza tras la crisis económica y financiera de 2008 en todos los países, con la excepción de Argentina, de forma que las tenencias de reservas en América Latina son actualmente notablemente mayores que las existentes antes de la misma.

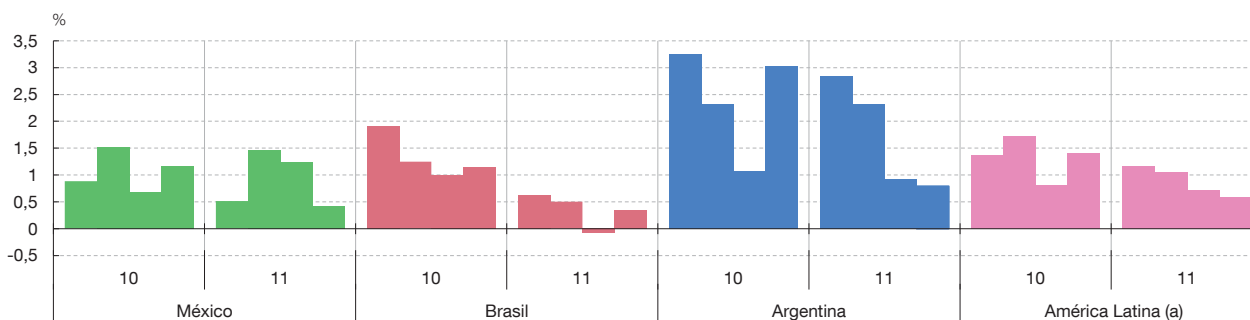
del sector petrolero—, en Chile —por la recuperación de la construcción—, en Venezuela —por el impulso público— e incluso en México —si bien en este país sigue en niveles por debajo de los registrados antes de la crisis—.

Por su parte, el consumo privado mantuvo un crecimiento robusto en la mayoría de los países, siendo la tasa de avance interanual, en promedio para la región, del 5,5 % en 2011 (frente al 6,1 % en 2010). De hecho, en varios países (Argentina, Colombia, Venezuela o Perú) el consumo privado creció más que en 2010, y en los países en los que se desaceleró (Brasil) puede argumentarse que lo hizo hacia tasas más sostenibles, tras el fuerte crecimiento de 2010. Este comportamiento tuvo lugar en un contexto de dinamismo en la creación de empleo (superior al 2 % anual en el promedio de la región), descenso de las tasas de paro (véase gráfico 7) a niveles no observados desde la década de los noventa, un 6,6 % de la población activa, y crecimiento de los salarios reales. En Chile, donde, a pesar de la desaceleración del consumo privado, este creció un 8,8 % interanual en 2011, la tasa de paro se situó en el 6,6 %, y el crecimiento de los salarios reales alcanzó el 2 %-3 %. En México, donde la recuperación del mercado de trabajo había sido más frágil, el empleo tendió a acelerarse en el último trimestre del año, la tasa de participación aumentó y la tasa de paro se redujo un punto, hasta el 5 %, un porcentaje todavía 2 pp superior al registrado antes de la crisis. Finalmente, otro factor de apoyo fue el crédito interno al sector privado, que creció un 17 % interanual, en términos reales, en promedio de la región durante 2011. Este ritmo de expansión es muy superior al del PIB, aunque con cierta tendencia a la moderación en la segunda mitad del año (véase recuadro 2).

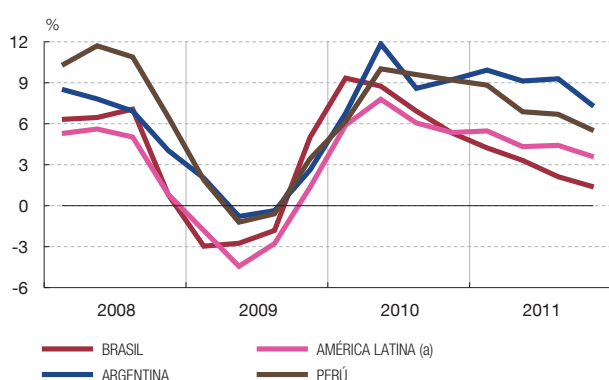
En el sector exterior, cabe destacar que las exportaciones en volumen se moderaron en el conjunto de la región (anotando un crecimiento del 5,8 % en 2011, frente a un 11,3 % en 2010), registrando una caída más pronunciada en el último trimestre del año, que puede asociarse al debilitamiento de la economía mundial. Por su parte, la desaceleración de las importaciones fue todavía mayor: 11,3 % en 2011, frente al 26 % en 2010 (véase gráfico 6). Dada la reorientación comercial de América Latina en las últimas décadas hacia Estados Unidos y el Pacífico¹, el potencial de transmisión directo de la recesión en el área del euro por

1 Véase el recuadro 2 del «Informe de Economía Latinoamericana», de octubre de 2010.

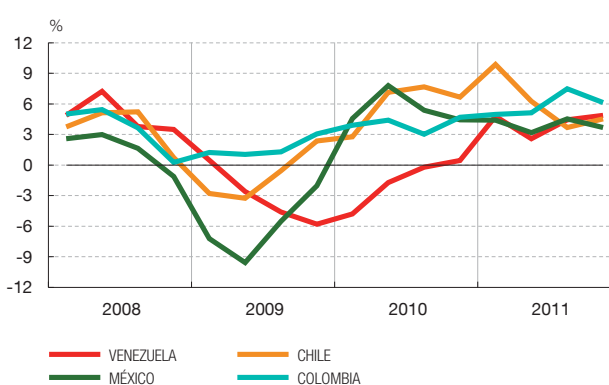
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

el canal comercial al conjunto de la región es relativamente limitado. Las exportaciones a la UEM en los países más expuestos (Chile y Perú) representan un 20 % del total de las exportaciones, pero menos de un 6 % del PIB; en México suponen menos de un 5 % de las exportaciones y del 1,5 % del PIB. En todo caso, el principal riesgo reside en que la recesión del área del euro acabe adquiriendo una dimensión global, afectando a China y al crecimiento mundial, y a los precios de las materias primas. En ese caso, Chile y Perú, con economías pequeñas y abiertas, serían los países más vulnerables por el canal comercial, dado que su exposición a la economía china alcanza el 3,5 % y el 1 % de su PIB, respectivamente, que hay que añadir a sus exposiciones frente al área del euro y al resto de Asia emergente.

La evolución de las balanzas comerciales y corrientes desde septiembre refleja también la influencia de la corrección a la baja de los precios de las materias primas y la caída de la demanda externa. La desaceleración de las exportaciones nominales fue generalizada, con una caída del crecimiento promedio a la mitad entre julio y diciembre (del 32 % al 16 % interanual) (véase gráfico 8). A pesar de ello, el superávit comercial del conjunto de la región aumentó en 2011 hasta el 2,2 % del PIB (principalmente, por Venezuela), mientras que el déficit por cuenta corriente tendió a estabilizarse en el entorno de los 45 mm de dólares (un 0,8 % del PIB regional), pues la ampliación del superávit corriente de Venezuela (9 % del PIB) compensó su cambio de signo en Argentina y en Chile, y la ampliación del déficit en México; en Brasil, la balanza corriente registró pocos cambios. Con una pers-

	2009	2010	2011	2010				2011				2012
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa interanual)												
América Latina (a)	-1,9	6,3	4,4	5,9	7,8	6,1	5,4	5,5	4,3	4,4	3,6	
Argentina (b)	0,9	9,2	8,9	6,8	11,8	8,6	9,2	9,9	9,1	9,3	7,3	
Brasil	-0,3	7,5	2,7	9,3	8,8	6,9	5,3	4,2	3,3	2,1	1,4	
México	-6,2	5,5	3,9	4,5	7,8	5,4	4,4	4,4	3,2	4,5	3,7	
Chile	-1,0	6,1	6,0	2,8	7,1	7,7	6,7	9,9	6,3	3,7	4,5	
Colombia (c)	1,7	4,0	5,9	3,9	4,4	3,0	4,7	5,0	5,1	7,5	6,1	
Venezuela	-3,2	-1,5	4,2	-4,8	-1,7	-0,2	0,5	4,8	2,6	4,4	4,9	
Perú	0,9	8,8	6,9	6,2	10,0	9,6	9,2	8,8	6,9	6,7	5,5	
IPC (tasa interanual)												
América Latina (a)	6,4	6,4	6,8	6,1	6,5	6,2	6,6	6,7	6,6	6,9	7,0	6,2
Argentina (b)	6,3	10,5	9,8	9,0	10,6	11,1	11,0	10,1	9,7	9,8	9,6	9,8
Brasil	4,9	5,0	6,6	4,9	5,1	4,6	5,6	6,1	6,6	7,1	6,7	5,2
México	5,3	4,2	3,4	4,8	4,0	3,7	4,2	3,5	3,3	3,4	3,5	3,7
Chile	0,4	1,4	3,3	-0,3	1,2	2,2	2,5	2,9	3,3	3,1	4,0	3,8
Colombia	4,2	2,3	3,4	2,0	2,1	2,3	2,7	3,3	3,0	3,5	3,9	3,4
Venezuela	28,6	29,0	27,2	27,4	31,9	29,8	27,3	29,1	24,6	26,5	28,5	24,2
Perú	2,9	1,5	3,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,4	3,1	3,5	4,5	4,2
SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (d)												
América Latina (a) (e)	-2,8	-2,2	-2,0	-2,7	-2,5	-2,0	-2,2	-1,8	-1,7	-1,8	-2,0	
Argentina	-0,6	0,2	-1,6	-0,8	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,4	-1,6	
Brasil	-3,3	-2,5	-2,6	-3,4	-3,3	-2,3	-2,5	-2,3	-2,1	-2,5	-2,6	
México	-2,3	-2,9	-2,5	-1,8	-2,2	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8	-2,6	-2,4	
Chile	-4,3	-0,3	1,5	-3,9	-1,1	0,0	-0,3	1,0	1,4	2,0	1,5	
Colombia	-3,8	-3,6	-2,1	-3,4	-4,0	-3,6	-3,5	-2,9	-1,4	-1,4	-2,1	
Venezuela	-5,1	-3,8	—	-4,8	-3,8	-3,5	-3,8	—	—	—	—	
Perú	-1,7	0,1	0,9	-1,3	-0,9	-0,3	0,1	0,4	0,3	0,9	0,9	
DEUDA PÚBLICA (% del PIB)												
América Latina (a)	34,5	33,4		34,1	33,3	33,5	33,1	33,1	33,0	32,4		
Argentina	47,9	44,6		47,9	40,5	46,1	44,6	44,8	42,9	40,8		
Brasil	42,1	39,2	36,5	41,9	40,9	39,4	39,2	38,9	38,6	36,3	36,5	
México	28,0	27,5	26,5	27,7	27,7	27,3	26,1	27,1	26,8	27,5	26,5	
Chile	5,8	8,6	11,2	6,9	7,5	8,7	9,2	9,0	9,4	10,6	11,2	
Colombia	35,0	35,0	33,7	34,3	35,0	34,7	34,7	35,0	33,2	34,1	33,7	
Venezuela	22,6	28,1	25,1	19,0	22,4	25,9	28,1	26,9	33,8	37,2	25,1	
Perú	27,3	23,4	21,7	25,5	23,7	23,2	23,4	22,4	21,7	20,9	21,7	
BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (d)												
América Latina (a)	-0,3	-0,7	-0,8	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,8	
Argentina	3,6	0,8	0,0	2,9	2,3	1,3	0,7	0,6	0,2	0,0	0,0	
Brasil	-1,5	-2,2	-2,1	-1,8	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,1	-2,0	-2,1	
México	-0,6	-0,3	-0,8	-0,4	-0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	
Chile	2,0	1,5	-1,3	2,4	1,8	1,6	1,9	0,8	0,6	-0,4	-1,3	
Colombia	-2,1	-3,1	-3,0	-2,1	-2,2	-2,7	-3,1	-3,1	-3,2	-3,0	-3,0	
Venezuela	1,8	5,0	9,2	6,0	6,8	5,4	5,0	5,9	7,6	9,1	9,2	
Perú	0,2	-1,7	-1,3	0,0	-0,2	-1,1	-1,7	-1,8	-2,2	-1,4	-1,3	
DEUDA EXTERNA (% del PIB)												
América Latina (a)	20,6	20,9		19,7	19,1	20,4	20,7	20,6	19,9	20,0		
Argentina	37,6	35,0		36,9	31,5	34,4	32,4	33,9	27,9	30,4		
Brasil	12,2	12,0	12,0	11,9	12,0	12,0	12,0	12,3	12,2	12,0	12,0	
México	18,9	19,0	18,2	17,9	17,8	18,4	19,0	18,5	18,4	17,9	18,2	
Chile	42,1	40,1	40,3	42,8	42,2	40,8	39,9	39,8	39,8	39,3	40,3	
Colombia	22,7	22,4	22,8	18,8	19,3	21,5	22,5	20,6	20,9	21,7	22,8	
Venezuela	22,6	35,5	36,4	23,8	25,1	33,8	38,8	37,5	37,6	37,2	36,4	
Perú	28,1	26,1	24,4	27,3	25,4	26,6	26,4	26,1	25,9	25,3	24,4	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de los siete países representados.

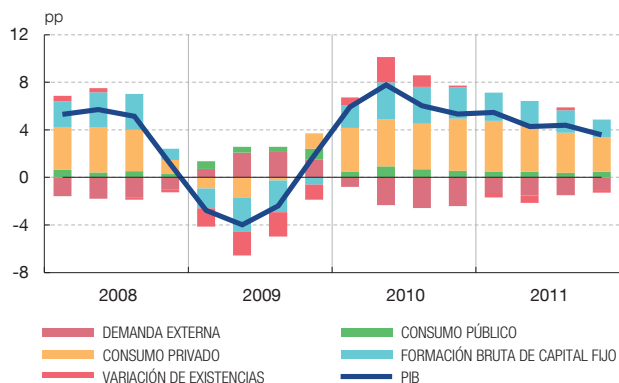
b Datos oficiales.

c Ajustado de estacionalidad.

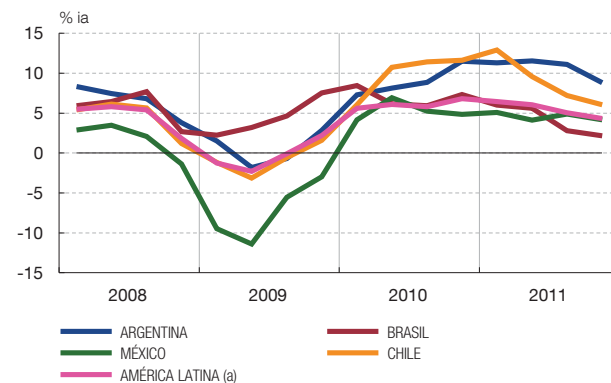
d Media móvil de cuatro trimestres.

e Desde el cuarto trimestre de 2010, el agregado del saldo presupuestario no incluye Venezuela.

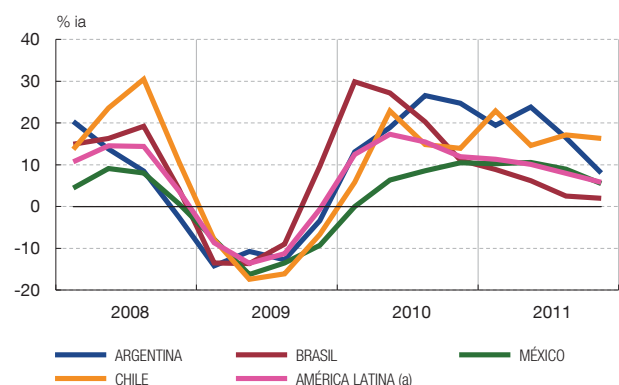
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



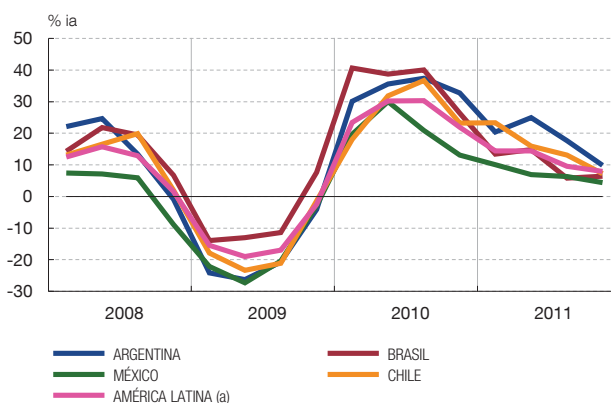
CONSUMO PRIVADO
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



IMPORTACIONES
Tasa interanual



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

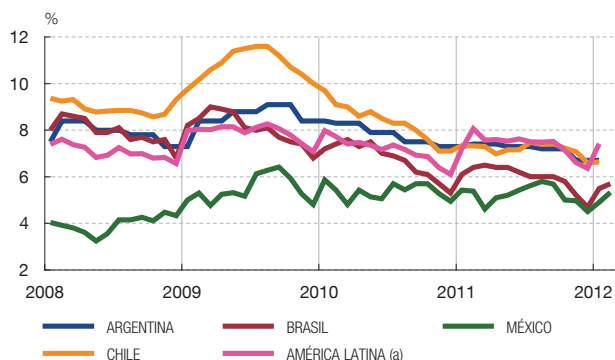
pectiva más desagregada, cabe destacar que en la mayor parte de los países la ampliación del superávit comercial (o la reducción del déficit) no logró compensar el deterioro de las balanzas de transferencias y rentas (Brasil, México, Chile, Perú), debido al pago de intereses y a la repatriación de dividendos.

Los indicadores de mayor frecuencia publicados desde finales de 2011 ofrecen muestras de una recuperación gradual de la actividad industrial, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y sus determinantes —empleo, confianza del consumidor y crédito (véase gráfico 7)—, lo que parece apuntar a cierta recuperación del PIB a comienzos de 2012.

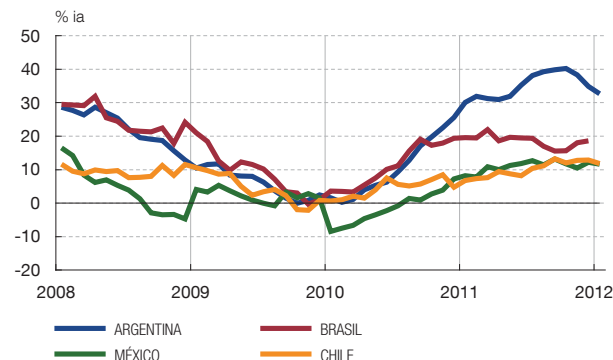
Precios y políticas macroeconómicas

La inflación promedio de la región cerró 2011 con una tasa interanual del 7,1 %, superior a la de la primera parte del año, mostrando cierta resistencia a la baja, en un entorno de desaceleración de la actividad en la región. Los datos más recientes (marzo) indican, no obstante, una cierta moderación (hasta el 6,2 % interanual). El promedio regional oculta las divergencias por países que tuvieron lugar en los últimos meses, pues mientras que en Brasil los precios se redujeron considerablemente desde las elevadas tasas alcanzadas en el verano, por encima del 7 %, hasta situarse en tasas del 5,2 % interanual en marzo, en el resto de los países con objetivos de inflación (Chile, Colombia, Perú y México) la trayectoria fue moderadamente al alza, aunque desde tasas más bajas (véase gráfico 9). De este

TASA DE PARO



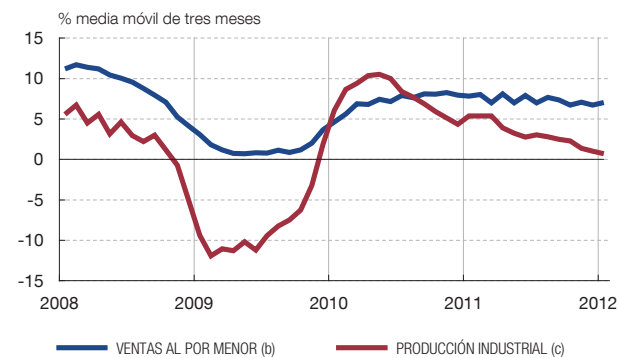
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
Tasa interanual



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA
Media móvil de tres meses de la tasa interanual



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Agregado de las siete principales economías.
- b Agregado de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
- c Agregado de las siete principales economías, más Uruguay.

modo, si bien ninguno de los bancos centrales con objetivos de inflación cumplió estrictamente su objetivo central en 2011, en tres países (Brasil, Colombia y México) la inflación interanual cerró el año dentro de la banda de tolerancia, y en dos (Chile y Perú) algo por encima del límite superior (véase cuadro 2). Por su parte, en Argentina la inflación oficial se mantuvo relativamente estable en tasas del 9,5%-10%, aunque estas cifras siguen muy por debajo de las estimaciones realizadas por las consultoras privadas, lo que ha motivado una advertencia por parte del FMI, instando a la mejora de la calidad de esta estadística. En Venezuela, la inflación cedió en febrero hacia tasas del 24,2%, el registro más bajo desde principios del año pasado, después del fuerte repunte observado desde el verano por la subida del precio de los alimentos, en un contexto de desabastecimiento.

La evolución reciente de la inflación presenta una notable heterogeneidad por países que hace difícil una caracterización común a nivel regional. Por un lado, la moderación observada en Brasil obedece principalmente a la corrección de los precios de los alimentos, pero también a efectos base, la apreciación del tipo de cambio y, posiblemente, al menor crecimiento económico. En México, en cambio, la reciente tendencia al alza, hacia el 4%, responde al ajuste de las tarifas eléctricas y a factores puntuales de oferta en el sector agrario, si bien la apreciación cambiaria y la favorable evolución de los costes laborales unitarios, junto con los signos de holgura en el mercado laboral, apuntan a que la inflación

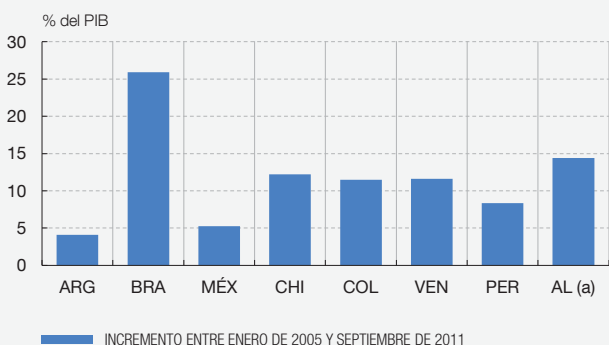
En el actual contexto de inestabilidad financiera, la preocupación por los efectos transfronterizos de las medidas adoptadas por los bancos europeos con vistas al reforzamiento de sus ratios de capital se ha centrado, sobre todo, en algunos países de Europa emergente, por la proximidad e intensidad de los vínculos financieros. No obstante, la notable presencia de la banca europea —y, en particular, de la española—, en América Latina, su importancia en la extensión de crédito en la región, y la elevada correlación entre crédito y crecimiento en varios países latinoamericanos han suscitado cierta inquietud. Este recuadro pone en perspectiva los cambios recientes en la exposición de la banca española en América Latina y sus posibles efectos en el contexto de una evolución muy dinámica del crédito.

Durante 2011, la percepción sobre la evolución del crédito en varios países de América Latina (de forma prominente, Brasil, pero también Colombia, Chile o Perú) giró desde la preocupa-

ción por el riesgo de un proceso de sobreendeudamiento en la primera mitad del año, hacia el temor a los efectos del desapalancamiento en la segunda mitad. El primer riesgo se agravaba al coincidir, como en ocasiones previas, con una etapa de intensas entradas de capitales, que contribuían a relajar las condiciones de financiación y acceso al crédito, y que se manifestaban en una reducción de las primas de riesgo y en un importante aumento tanto de los volúmenes emitidos como de la participación de nuevos emisores en el mercado¹. Además, algunos de los indicadores utilizados en la literatura a efectos de intentar dirimir entre un crecimiento excesivo del crédito o una fase de profundización financiera «genuina» en economías en proceso de convergencia parecían indicar también alguna alerta (véase el *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, del

1 Véase el recuadro 1 del «Informe de Economía Latinoamericana, segundo semestre de 2011», *Boletín Económico*, octubre 2011, Banco de España.

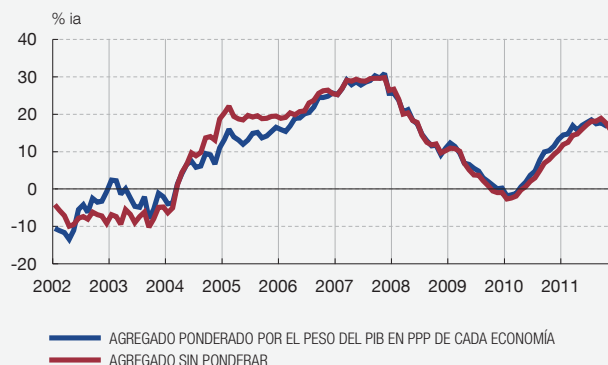
1.1 VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



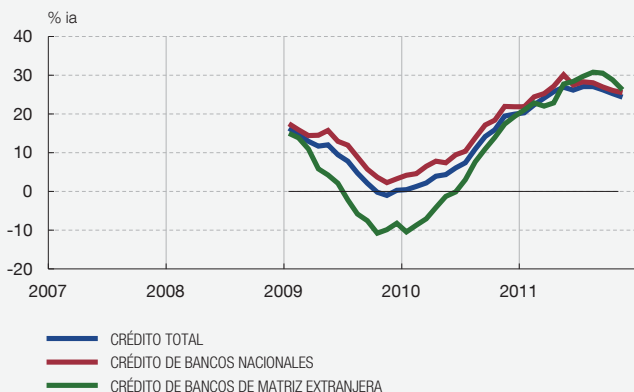
FUENTE: Datastream.

a Agregado de las siete mayores economías.

1.2 VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN AMÉRICA LATINA (a)

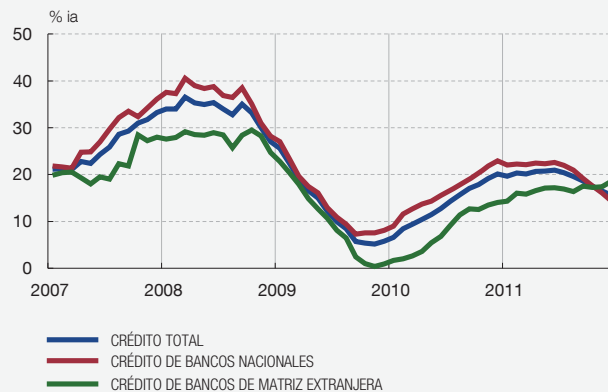


2.1 COLOMBIA



FUENTE: Supervisores nacionales.

2.2 BRASIL



FMI, de abril de 2010). En particular, preocupaba el rápido aumento de las ratios de crédito/PIB en países como Brasil (25 pp en cinco años), y en menor medida en Chile (12 pp) o Colombia (11 pp) (véase gráfico 1.1). Igualmente, se constataba que el crédito aumentaba por encima de su tendencia de largo plazo en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay, mostrando además un apreciable dinamismo algunos segmentos específicos del mercado, como el hipotecario (por ejemplo, en Brasil, con crecimientos en torno al 45% interanual, aunque su tamaño fuese muy limitado, alrededor del 4% del PIB, y estuviese asociado a una regulación específica, como la que favorecía el crédito dirigido), o el público. Finalmente, se percibía como una vulnerabilidad adicional el aumento del recurso a los mercados mayoristas como forma de financiación de la expansión del activo, lo que empezaba a deteriorar una de las fortalezas tradicionales —el bajo nivel de la ratio de crédito sobre depósitos— en alguno de los sistemas financieros de la región, tras un ciclo de crédito relativamente prolongado para los estándares de América Latina (más de siete años, con la interrupción breve de 2009). En el caso de Brasil, por ejemplo, las emisiones de bancos en 2010 y 2011 cuadruplicaron las de los años previos, suponiendo en torno al 40% de las emisiones totales de renta fija privada del país. Todo ello motivó no pocas advertencias por parte de los organismos internacionales para vigilar y prevenir, fundamentalmente con políticas monetarias y macroprudenciales, un crecimiento excesivo del crédito y un posible proceso de sobreendeudamiento con final abrupto. Algunos países pusieron en práctica medidas correctoras que consiguieron un cierto efecto en el transcurso de 2011².

A lo largo de la segunda mitad del año, la percepción cambió por completo. La deriva negativa que experimentó la crisis en el área del euro desde el mes de agosto, las crecientes dificultades de financiación en los mercados mayoristas por parte de los bancos de la UE, entre ellos los españoles, y la exigencia por parte de la *European Banking Association* (EBA) de reforzar significativamente las ratios de capital antes de junio de 2012 alimentaron cierto temor a que el proceso de desapalancamiento —entendido como una reducción de la ratio de activos sobre recursos propios— de la banca europea pudiera tener cierto impacto en América Latina. No obstante, el crédito interno al sector privado en América Latina cerró 2011 con una tasa de crecimiento interanual en términos reales del 17% en el promedio de la región, una expansión muy superior a la del PIB, aunque con tendencia a la moderación en la segunda mitad del año (véase gráfico 1.2). En este sentido, si bien se observó una amplia disparidad, con carácter general puede afirmarse que el dinamismo del crédito fue generalizado, tras una recuperación rápida en 2010 y sorprendentemente sincronizada entre los distintos países, dado el muy diferente impacto de la crisis en cada uno de ellos. En estas circunstancias, la moderación de su crecimiento podría ser incluso beneficiosa.

2 Los países, como Brasil, en los que se constataba una correlación más alta entre el crecimiento del consumo privado y el crecimiento del crédito fueron también los que pusieron en práctica un mayor número de medidas para frenar este último.

Existen diversos mecanismos a través de los cuales los bancos pueden desapalancarse, con diferente impacto sobre la oferta de crédito. Ante la necesidad de recomponer sus ratios de capital, los bancos pueden ampliar capital en el mercado (o a través de inyecciones públicas), vender activos (normalmente, los más rentables, o líneas de negocio no fundamentales, casi siempre con descuento), o reducirlos (por ejemplo, no renovando líneas de crédito a corto plazo a su vencimiento, requiriendo la cancelación anticipada en las de más largo plazo, o recortando la provisión de nuevos créditos, entre otros). Algunas de estas medidas pueden reducir la exposición transfronteriza de los bancos, pero no todas necesariamente limitan la oferta de crédito. Por ejemplo, la venta de una filial a otra entidad solvente no tiene por qué llevar aparejado un descenso en la oferta de crédito. En economías emergentes con mercados financieros relativamente estrechos como lo son muchas de las latinoamericanas, el temor a los efectos del desapalancamiento puede derivarse también de la potencial caída de las valoraciones, que reduce su capital y puede provocar un desapalancamiento aún mayor en la economía. Este proceso se ve agravado cuando son muchas las instituciones que intentan desinvertir al mismo tiempo.

Las instituciones financieras españolas han optado por una mezcla de opciones en su intento de recomponer capital por encima de los estándares del 9% exigidos por la EBA, que incluyen la recapitalización sobre la base de beneficios no distribuidos, nuevas emisiones, y ventas selectivas de activos; entre ellos, algunos latinoamericanos³.

De las dos instituciones españolas con presencia significativa en América Latina, una concentra su exposición en México, y la otra en Brasil. La primera no ha anunciado ninguna decisión de desinversión en la región. La segunda, en cambio, anticipó entre septiembre de 2011 y enero de 2012 un plan de recapitalización que incluía, además de medidas de aumento del capital (casi un 90% del plan), diversas ventas de activos en América Latina. Así, su subsidiaria en Colombia fue vendida al sexto grupo bancario chileno por volumen de activos. Además, se anunció la venta de una participación minoritaria, del 7,8%, en la subsidiaria de Chile, y de un 4,4% en la de Brasil. La filial en Colombia mantenía una cuota de mercado relativamente limitada de depósitos y créditos, en torno al 3%. Su escaso tamaño, junto con su adquisición por parte de otro grupo bancario que puede beneficiarse de la diversificación internacional en una economía con favorables perspectivas como Colombia, no ha suscitado preocupación. Al contrario, a nivel agregado, el crédito en Colombia presenta tasas de crecimiento elevadas (véase gráfico 2.1), y aunque la ratio de crédito sobre PIB se sitúa en niveles bajos, en torno al 35%, el banco central es el único de la región que ha subido los tipos de interés desde finales del pasado año con el fin, entre otros, de moderar la expansión crediticia. La desinversión en Chile generó inicialmente cierta

3 Otros bancos internacionales han desinvertido también en sus filiales latinoamericanas. La principal entidad británica vendió algunas de sus filiales centroamericanas, y uno de los principales grupos bancarios holandeses vendió sus unidades de seguros y pensiones en Latinoamérica en 2011.

preocupación sobre su efecto en la oferta de crédito, sobre todo dado el tamaño del banco, con una cuota de mercado de crédito del 20% (uno de los dos mayores bancos del país). Además, el crecimiento del crédito de dicha filial había crecido por encima de las tasas del mercado, aunque empezaba a moderarse. Sin embargo, la elevada rentabilidad del banco, la participación mayoritaria que se mantiene (67%) y el entorno de crecimiento y estabilidad macroeconómica del país deberían mitigar el efecto sobre la oferta de crédito, en ausencia de mayores presiones de mercado. Algo parecido sucede en Brasil, donde la filial representa tan solo un 9,6% de la cuota de mercado de créditos y tiene una muy elevada rentabilidad. Las tasas de crecimiento del crédito al sector privado en la región alcanzaron su punto de inflexión en julio —en Brasil, varios meses antes— y han comenzado una senda de gradual moderación, que no se circunscribe a un comportamiento más restrictivo de la banca extranjera (véase gráfico 2.2).

En definitiva, el agravamiento de la crisis en el área del euro, junto con las mayores exigencias de capital, han tenido un cierto impacto en la exposición de la banca europea, y de la española en particular, en la región. No obstante, dado el volumen limitado de las desinversiones, la financiación eminentemente local del crédito de las filiales, y el hecho de que otras instituciones puedan sustituirlas, hace improbable que vayan a tener efectos reseñables sobre la oferta de crédito en estos países. Además, la elevada rentabilidad del negocio bancario en esta región refuerza el carácter estratégico de las inversiones, en un contexto de demanda deprimida en Europa. Por último, la reciente recuperación de los flujos de capital a la región a comienzos de 2012, que ha vuelto a propiciar respuestas de política económica como la acumulación de reservas, o la ampliación de los controles de capital, parecen reflejar el mantenimiento de una amplia disponibilidad de crédito exterior hacia América Latina.

continuará manteniéndose en niveles moderados, en el entorno del 3,5%. En Chile y en Perú, el repunte de la inflación ha venido determinado, en parte, por la subida de los precios de los alimentos (y, en menor medida, de la energía), pero también por el componente subyacente, en un contexto de fortaleza de las demandas internas, y en particular del mercado laboral. Las previsiones y las expectativas medidas por las encuestas parecen apuntar a que la inflación mantendrá cierta tendencia a la baja o se estabilizará durante 2012 en los países que mantienen objetivos de inflación, dominando las presiones a la baja (crecimiento en línea con el potencial y descenso de los precios de las materias primas no energéticas) sobre los factores de demanda potencialmente alcistas. Sin embargo, la ajustada situación del mercado laboral y la elevación reciente de los precios del petróleo plantean riesgos al alza que no pueden minusvalorarse. De hecho, la inflación subyacente no muestra, por el momento, señales claras de moderación en casi ningún país (véase gráfico 9), y las expectativas en algunos casos han repuntado recientemente.

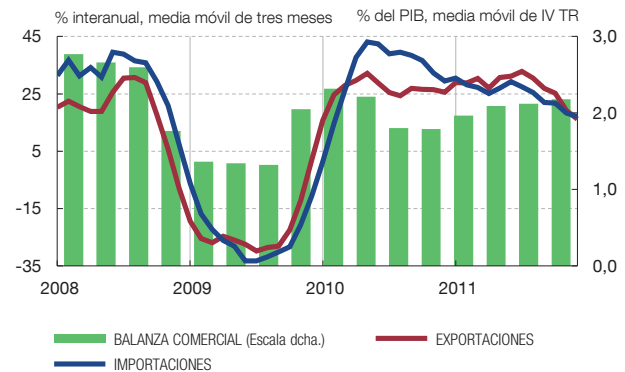
Estas divergencias se reflejan, a su vez, en los movimientos de los tipos de interés. En el transcurso de los seis últimos meses, dos de los bancos centrales con objetivos de inflación redujeron sus tipos de interés oficiales (Brasil y Chile), dos los mantuvieron sin cambios (Perú y México), mientras el de Colombia retomaba en noviembre el ciclo de subidas que se había interrumpido durante el verano, prolongándolo hasta mediados de marzo (véase gráfico 9). El banco central brasileño, que había iniciado en agosto el ciclo de descensos ante los riesgos que el panorama internacional planteaba para la economía brasileña, redujo el tipo de interés oficial en cuatro ocasiones más, hasta situarlo en el 9% en abril, con la percepción de que el tipo de interés natural de la economía podría haberse reducido en los últimos años. Tan solo Argentina y Venezuela siguen presentando una vulnerabilidad destacada por su elevada inflación. En Argentina, el tipo de interés oficial se mantuvo sin cambios (9,5%, donde lleva desde octubre de 2009), en un contexto de elevado crecimiento del crédito (45% interanual en términos nominales a principios de 2012).

En el ámbito de la política fiscal se produjeron escasas novedades. En la mayoría de los países se cumplieron los objetivos de déficit incluidos en los presupuestos de 2011, y lo que se

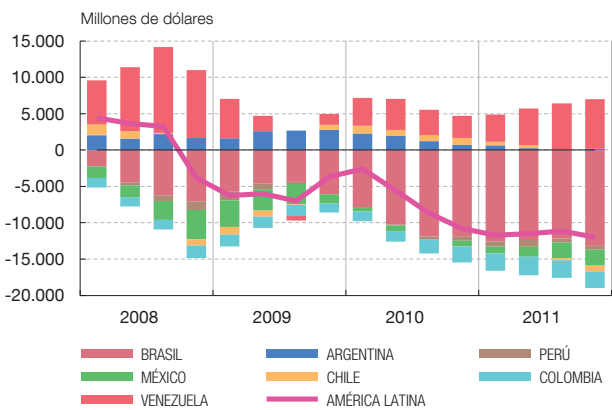
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS
Índices



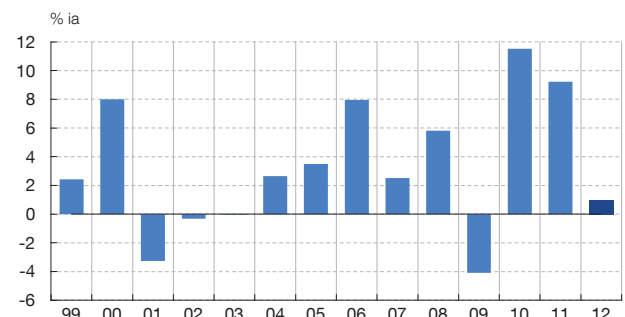
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)
Tasa interanual. Media móvil trimestral. Porcentaje del PIB



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)

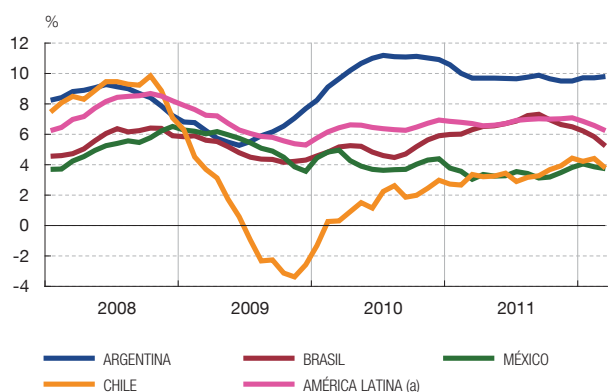


FUENTES: Estadísticas nacionales, bancos centrales y Banco de España.

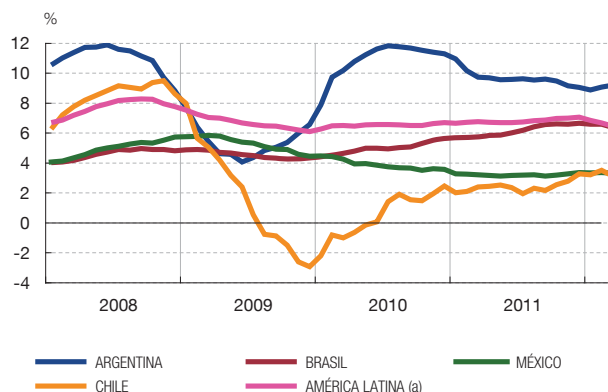
- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías.
- b Media móvil de cuatro trimestres.
- c Datos y estimaciones para 2012 de IIF.

conoce de los correspondientes a 2012 apunta, en general, a una línea de continuidad. Así, en 2011 el déficit presupuestario alcanzó, en promedio, un 2% en el conjunto de la región (véase gráfico 10), algo inferior al de 2010, aunque con importantes diferencias por países. Destacaron, por un lado, la importante mejora de Chile (superávit del 1,5% del PIB) y de Perú (0,9%) y, por otro lado, el paso de superávit a déficit en Argentina (1,5% del PIB). En México, Colombia y Brasil el déficit se redujo moderadamente. El saldo primario ajustado de ciclo que calcula el FMI indica que la política fiscal en 2011 siguió siendo contracíclica en la mayoría de los países, aunque no se han recuperado los márgenes fiscales consumidos durante la crisis (salvo en Brasil), en parte debido al elevado incremento del gasto, apoyado en algunos países por los ingresos derivados de las materias primas. De cara al ejercicio 2012, Brasil ha anunciado un recorte del gasto a fin de compensar la reducción de ingresos prevista por la desaceleración de la actividad. Posteriormente, las dudas suscitadas por la debilidad del sector industrial llevaron al lanzamiento de un programa de estímulo a la inversión, que incluye reducciones selectivas de impuestos. En México, la consolidación esperada se ha retrasado por la desaceleración de la actividad. En Perú, sin embargo, la inversión pública podría impulsarse en 2012, dada una ejecución inferior a la prevista en 2011. Finalmente, en Argentina el superávit primario se redujo apreciablemente, hasta el 0,3% del PIB, por debajo del objetivo

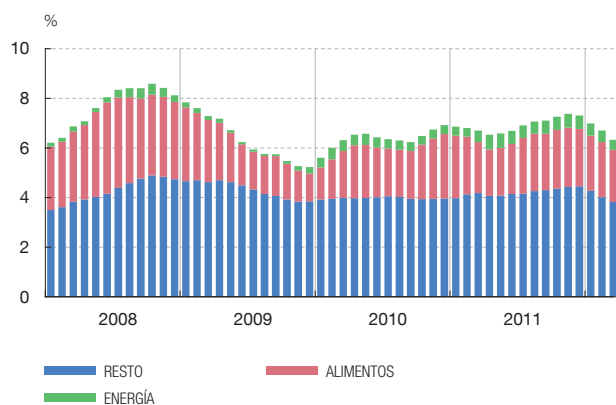
TASA DE INFLACIÓN



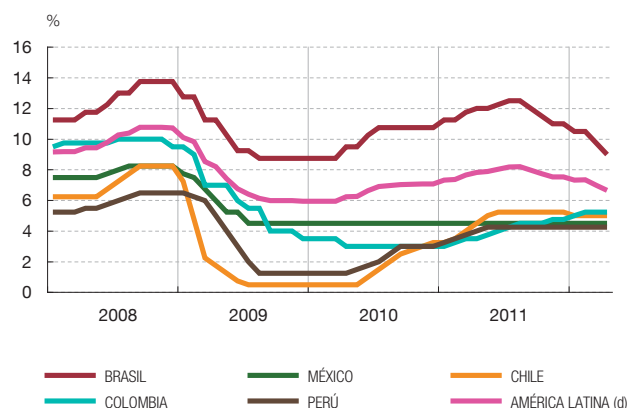
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE (b)



CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (c)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a Agregado de las siete principales economías.
- b Tasas 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 (véase cuadro 2).

del 1,5%, en un contexto de importante aumento de los subsidios y descenso de los ingresos, que ha obligado al desmantelamiento de algunos de ellos. También el déficit público se amplió considerablemente, entre otros motivos, por el pago del cupón ligado al PIB correspondiente al desempeño de la economía en 2010.

Procesos de integración comercial y políticas estructurales

Durante el período analizado, se intensificaron las tensiones proteccionistas en el ámbito de Mercosur, debido en última instancia a la fuerte apreciación de algunas monedas —a pesar de las turbulencias de los mercados financieros internacionales de agosto— y a la aparente entrada masiva de productos industriales que no encuentran mercados en las economías desarrolladas, en fase de bajo crecimiento o de recesión. Así, las autoridades brasileñas elevaron los impuestos a la importación de vehículos, anunciaron un gravamen para los productos de acero chinos y restablecieron un impuesto sobre los automóviles mexicanos, lo que pone en serias dificultades el acuerdo de libre comercio entre ambos países anunciado a comienzos de 2011. La propia cumbre del Mercosur, celebrada a finales de año, abrió la posibilidad de que cada miembro individualmente eleve las tarifas del Arancel Externo Común, cuyo alcance se amplió para mejorar la gestión estratégica del comercio internacional, según los dirigentes del bloque. En la misma línea, Argentina comenzó a exigir, a partir del 1

País	2011			2012		2013
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	6,5	Sí	5,2	5,4	5,3
México	3 ± 1	3,8	Sí	3,7	3,8	3,7
Chile	3 ± 1	4,4	No	3,8	3,3	3,1
Colombia	3 ± 1	3,7	Sí	3,4	3,4	3,3
Perú	2 ± 1	4,7	No	4,2	2,7	2,7

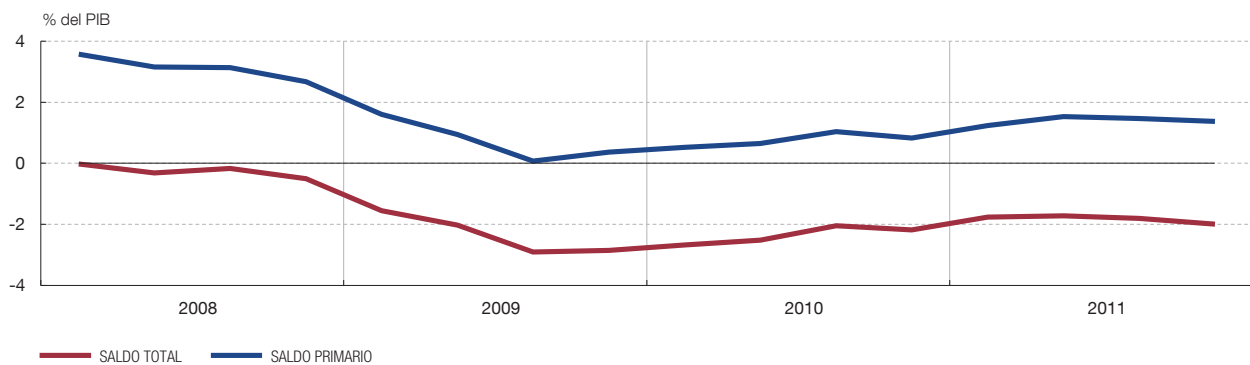
FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de marzo de 2012 para final de año.

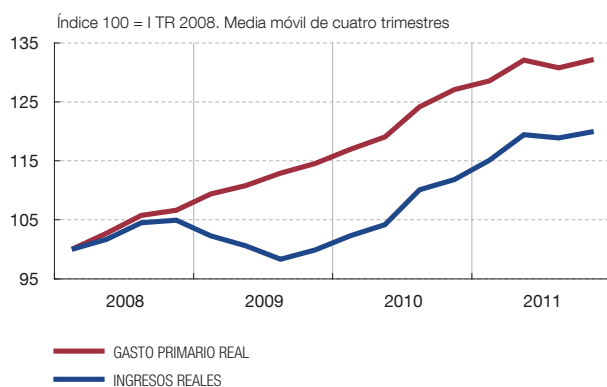
PRINCIPALES CIFRAS DEL SECTOR PÚBLICO
Porcentaje del PIB e índice

GRÁFICO 10

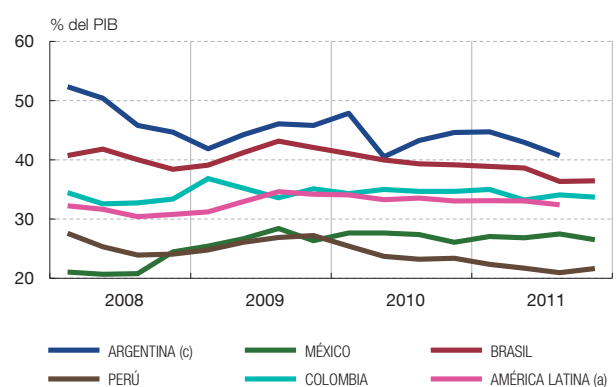
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES
EN AMÉRICA LATINA (a) (b)
Índice



DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

b Deflactado por el IPC.

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

de febrero 2012, licencias previas a la importación, que afectan al 80 % de las exportaciones brasileñas hacia el país, y requirió que las empresas importadoras igualen sus compras al exterior con exportaciones. Este tipo de medidas, aún siendo temporales, limitan el alcance del arancel externo común y añaden barreras al comercio entre los miembros del bloque. Ecuador, ante las dificultades para avanzar en un acuerdo con la Unión Europea y la práctica paralización de la Comunidad Andina, anunció su intención de adherirse a Mercosur. Venezuela, por su parte, renovó las preferencias arancelarias de las que gozaba en el seno de la Comunidad Andina con Perú y Colombia.

Por otro lado, Colombia avanzó en las conversaciones con Corea del Sur sobre la firma de un tratado de libre comercio, e inició negociaciones con Japón. Asimismo, se ratificaron los acuerdos entre Perú y Panamá, Japón y México. Finalmente, el 1 de diciembre se lanzó la CELAC (Comunidad de Estados Latinoamericanos y del Caribe), un organismo intergubernamental en el que están presentes todos los países del continente salvo Estados Unidos y Canadá, y cuyas primeras resoluciones tuvieron un contenido netamente político, mientras que las de carácter económico (creación de un fondo de reservas regional para afrontar salidas súbitas de capitales) se cerraron sin acuerdos.

En el ámbito de las reformas estructurales, han predominado, una vez más, las destinadas a incrementar la participación del Estado en las decisiones de política económica o en la asignación de recursos. En el ámbito de las políticas energéticas, la retirada de las concesiones de explotación a YPF por parte de varias provincias argentinas en sus territorios, en un contexto de ampliación del déficit de la balanza energética, culminó con el anuncio de expropiación por parte del Gobierno argentino. El anuncio de expropiación plantea claros riesgos regulatorios y de inseguridad jurídica.

En Venezuela se aprobó una ley que limita los precios de los alquileres y los derechos de propiedad del arrendador, además de constituir una Superintendencia de Arrendamientos, por cuya jurisdicción pasará toda la relación entre dueños e inquilinos—, y el Ejecutivo está preparando una nueva ley del trabajo. Bolivia anunció la creación de un fondo de inversiones públicas financiado inicialmente con el 10 % de las reservas internacionales.

En Perú, el Gobierno permitirá a la petrolera estatal realizar labores de exploración y sacará a bolsa cerca de un 20 % de su capital. Además, se creó un grupo de trabajo para realizar reformas en el Sistema Privado de Pensiones, con los objetivos de ampliar la cobertura del sistema (solo un 40 % de la población activa está afiliado a una AFP, y solo la mitad, aproximadamente, realiza aportes periódicos), extender la protección social y elevar la competencia entre las administradoras. En Chile, el Gobierno añadió 10 medidas a la Agenda de Impulso Competitivo —orientada a mejorar la competitividad con el objetivo de crecer a tasas del 6 % anual— y creó una oficina para el seguimiento de su aplicación. Hasta el momento se ha puesto en marcha tan solo el 22 % de las medidas anunciadas. Finalmente, en Colombia el Ejecutivo avanzó en la definición de la regla fiscal, y en Brasil el Congreso aprobó la reforma del sistema de pensiones de los trabajadores públicos, que aún debe ser ratificada por el Senado, limitando las pensiones financiadas con las contribuciones de los empleados y estableciendo un sistema complementario de aportaciones individuales para los nuevos contratados.

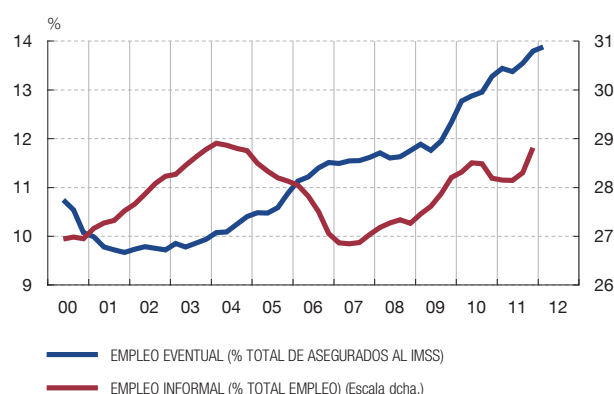
Evolución económica por países

La economía de *Brasil* mostró signos de recuperación en el cuarto trimestre de 2011, cuando se expandió un 0,3 % en tasa intertrimestral, tras la fuerte desaceleración que registró en el tercero (contracción del 0,1 % trimestral). Sin embargo, la tasa interanual registró una nueva moderación, hasta el 1,4 %, desde el 2,1 % del trimestre anterior, con lo que el

BRASIL. INDICADORES DE OFERTA Y DEMANDA



MÉXICO: MERCADO LABORAL



FUENTES: Estadísticas nacionales.

crecimiento en el conjunto de 2011 se situó en el 2,7 % (7,5 % en 2010). El menor dinamismo vino explicado por la desaceleración de la demanda interna, que aportó 2,4 pp y 1,9 pp en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente, frente a los 5 pp de media en el primer semestre. Por otro lado, la aportación negativa de la demanda externa se redujo a 0,5 pp desde los 1,2 pp de la primera mitad del año, principalmente por la moderación de las importaciones. Los indicadores del primer trimestre de 2012 apuntan al mantenimiento de la situación favorable del mercado de trabajo, aunque la tasa de paro, tras alcanzar un mínimo histórico del 4,7 % de la población activa en diciembre de 2011, se sitúa en la actualidad en el 5,7 %. También se mantiene la tendencia al alza de los salarios reales, siendo, además, previsible que se vea reforzada por el aumento del 14 % en el salario mínimo fijado por el Gobierno para 2012. La producción industrial mantuvo su tónica de debilidad en enero, lo que cabe atribuir al impacto negativo de la competencia externa sobre el sector manufacturero, en parte relacionada con el nivel de apreciación del tipo de cambio. En este contexto, pese a producirse una recuperación de la producción industrial en febrero, el Gobierno anunció el lanzamiento de un plan de estímulo económico con el objetivo de fomentar la inversión. El programa incluye desgravaciones selectivas de impuestos a determinados sectores industriales y exportadores, con un impacto estimado de 7.200 millones de reales. Sin embargo, el grueso del mismo tendrá carácter cuasifiscal, y consistirá en dotación de recursos al BNDES, por parte del Tesoro, por un importe próximo al 1 % del PIB. Esta evolución contrasta con la de las ventas al por menor, que han registrado una mayor fortaleza en los últimos trimestres, que se estaría prolongando en los inicios de 2012 (véase gráfico 11). La inflación, tras alcanzar un valor máximo del 7,3 % en septiembre, se moderó hasta el 5,2 % en marzo, pero sigue en la parte superior del intervalo objetivo del banco central ($4,5 \% \pm 2 \%$), al igual que la inflación subyacente. Las expectativas de inflación para 2012 y 2013 se mantienen en este rango. Pese a ello, el banco central redujo el tipo de interés oficial en 350 pb desde agosto, hasta situarlo en el 9 % en abril, y adoptó otras medidas macroprudenciales para relajar las condiciones monetarias y crediticias: i) modificaciones en el sistema de requerimientos de reservas en enero para reducir los problemas de liquidez de bancos pequeños y medianos; ii) reducción del impuesto de transacciones financieras (IOF, por sus siglas en portugués) sobre los préstamos personales (del 3 % al 2,5 %) en diciembre, y iii) modificaciones de la regulación sobre requerimientos de capital para ciertas operaciones de crédito a personas físicas en noviembre. El dinamismo del crédito al sector privado se mantuvo, en términos generales, aunque registró cierta moderación en los primeros me-

ses de 2012, hasta situarse en el 17,3 % interanual, con una expansión del crédito dirigido más robusta, del 21,4 %, y una mayor desaceleración del crecimiento del crédito libre, hasta el 15 %. En el terreno fiscal, el superávit primario en 2011 fue del 3,1 % del PIB, que coincide con el objetivo para ese año y fue superior al registrado en años precedentes (2 % en 2009 y 2,7 % en 2010). El déficit público se situó en el 2,6 % del PIB. Para 2012, el Gobierno tiene un objetivo de superávit del 3,1 % del PIB y para alcanzarlo ha aprobado una reducción del gasto del 1,2 % del PIB, dada la reducción esperada en los ingresos, si bien la previsión de crecimiento empleada (4,7 %) sigue pareciendo ambiciosa. En el ámbito del sector exterior, el déficit por cuenta corriente se situó en 52 mm de dólares en 2011, un 2,1 % del PIB. Las entradas de capital alcanzaron los 111,9 mm de dólares, superiores a las de 2010, destacando la inversión extranjera directa (76 mm de dólares), y siendo menores la inversión de cartera y la otra inversión. En 2011 las reservas internacionales superaron los 350 mm de dólares, tras aumentar en casi 59 mm durante el año, a pesar de que, coincidiendo con una moderación en la entrada de capital en los últimos meses del año, el banco central suspendió las intervenciones. En 2012, cuando volvieron a reactivarse las entradas, el banco central volvió a comprar dólares. De hecho, para hacer frente a las tensiones apreciatorias sobre el real, el Ministerio de Economía endureció los controles de capital vía precios, mediante una ampliación del ámbito de aplicación del IOF a las emisiones de deuda con plazo superior a dos años e inferior a cinco, que anteriormente estaban exentas, y a los pagos adelantados a las exportaciones de plazo superior a 360 días. Por otra parte, la agencia *Standard and Poor's* mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana del país, situándola un escalón por encima del grado de inversión.

En *México*, la economía registró en 2011 un crecimiento del 3,9 %, frente al 5,5 % de 2010. El menor dinamismo se apreció, especialmente, en el cuarto trimestre, cuando la tasa de avance trimestral se situó en el 0,4 %, frente al 1,2 % del tercero. Las tasas interanuales se situaron en el 4,5 % y el 3,7 %, respectivamente, en los dos últimos trimestres del año. Por el lado de la demanda, el componente más dinámico fue la inversión, que creció un 8,8 %, frente al 6,3 % de 2010, si bien se fue desacelerando paulatinamente, hasta el 5,5 % del cuarto trimestre. El consumo privado fue perdiendo algo de fortaleza a lo largo del año (4,2 % en el último trimestre, frente al 4,9 % previo), mientras que las exportaciones crecieron a ritmos inferiores a los de las importaciones, lo que generó una contribución negativa de la demanda externa de 0,8 pp, en media, en el último semestre. De esta manera, la economía mexicana cerró en 2011 la brecha de producción negativa que se abrió a finales de 2008, confirmando una recuperación menos dinámica que en el resto de la región. Los datos publicados para el primer trimestre de 2012 apuntan al mantenimiento de ritmos de crecimiento similares a los del cuarto trimestre de 2011, con una mayor fortaleza del consumo privado y algo menor de la producción industrial y la inversión. El mercado laboral registró en 2011 un comportamiento algo más positivo que en 2010, con una creación de empleo del 2,2 %, pero a mayor ritmo en el sector informal de la economía, y dentro de este en el segmento de menor calidad (gráfico 11). Las remesas, otro de los determinantes del consumo privado, crecieron un 9,1 % en tasa interanual durante el segundo semestre, pero se situaron cerca de los niveles de 2005 tanto en dólares como en pesos. La inflación se mantuvo en la parte superior del intervalo objetivo del banco central ($3\% \pm 1\%$), tras haberse incumplido el objetivo en 2010. La tasa subyacente (en febrero, del 3,4 %) se situó por debajo de la general durante el período de análisis, y las expectativas de inflación de medio y largo plazo permanecieron ancladas alrededor del 3,5 %. En este contexto, el banco central mantuvo el tipo oficial en el 4,5 %, nivel en el que se encuentra desde julio de 2009, aunque en los últimos meses de 2011, tras el rebrote de las turbulencias financieras globales, se modificó el tono de sus comunicados, que pasaron a

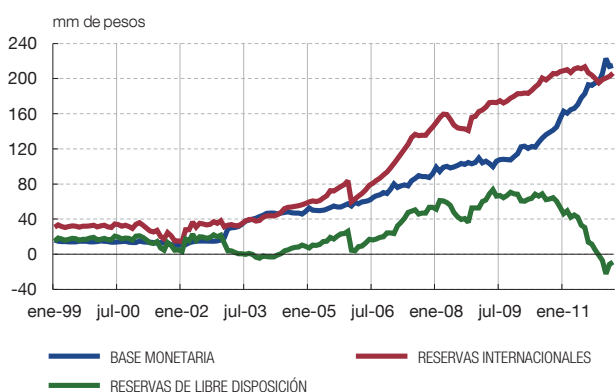
considerar la posibilidad de bajar el tipo de interés oficial. Este sesgo fue corregido en 2012, dadas la mejoría de los indicadores de actividad en Estados Unidos y la reducción de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. El crédito bancario al sector privado siguió presentando tasas de crecimiento interanual en términos reales cercanas al 10%, siendo más elevadas en el segmento de consumo. En el plano fiscal, las cuentas públicas experimentaron una ligera mejoría, pues, excluyendo la inversión de la empresa pública PEMEX, el déficit se situó en el 0,6% del PIB, dos décimas menos que en 2010, como consecuencia de que los ingresos públicos ascendieron ligeramente por encima de los gastos. El presupuesto aprobado para 2012 contempla un panorama similar de reducción muy gradual del déficit. La balanza por cuenta corriente presentó durante 2011 un déficit del 0,8% del PIB, frente al 0,3% de 2010. La cuenta financiera mostró un superávit del 4,8% del PIB, reflejando principalmente la inversión en cartera para la compra de bonos. Ello supuso un aumento de las reservas internacionales durante el año, proceso que se interrumpió en los meses finales de 2011 (cuando se anunciaron subastas de dólares si el tipo de cambio se depreciaba más de un 2% diario, aunque no se llegaron a utilizar), pero que se reanudó durante los tres primeros meses de 2012. De esta manera, las reservas internacionales se situaron cerca de los 148 mm de dólares, nuevo máximo histórico, aunque en términos relativos (12% del PIB) por debajo del resto de economías de la región. En cualquier caso, la línea de crédito (FCL) con el FMI continúa vigente (hasta 73 mm de dólares). El Gobierno siguió manteniendo un acceso fluido a los mercados de renta fija internacionales con varias emisiones globales en moneda local y en moneda extranjera, y señaló que a finales de febrero había cumplido su objetivo de financiación para el año en los mercados internacionales. Por último, cabe indicar que en julio se celebrarán elecciones presidenciales, en las que podría vencer el candidato de la oposición, que se ha mostrado favorable a impulsar alguna de las reformas estructurales pendientes.

La actividad en *Argentina* perdió dinamismo de forma acusada en la segunda mitad del año. El crecimiento trimestral en el cuarto trimestre fue de un 0,8% (0,9% en el tercero), frente a tasas del 2,8% y del 2,3% en los dos primeros trimestres. En tasa interanual, el crecimiento se situó en el 7,3% en el cuarto trimestre (9,3% en el tercero, debido a un efecto base favorable). El factor clave detrás de la desaceleración fue el comportamiento de la demanda interna, que pasó de crecer a tasas interanuales superiores al 11% a un crecimiento del 7,7% en el cuarto trimestre. Tanto el consumo privado (que, aun así, siguió mostrando una enorme fortaleza, al situar su tasa de crecimiento en el 8,8%) como, especialmente, la inversión redujeron sus tasas de avance, mientras que el consumo público se aceleró ligeramente. En sentido contrario, la aportación negativa del sector exterior pasó a ser de solo 0,6 pp, tras haberse situado en 2,1 pp en el trimestre anterior, tanto por la aceleración de las exportaciones como, sobre todo, por la ralentización de las importaciones (tasa de crecimiento interanual del 9,8%, frente al 17,7% del tercer trimestre, en parte consecuencia de los controles a la importación instaurados por el Gobierno). En el conjunto de 2011, el crecimiento del PIB fue de un 8,9%, frente al 9,2% registrado en 2010. La desaceleración de la actividad prosiguió al inicio de 2012, de acuerdo con diversos indicadores. Sin embargo, se puede destacar la favorable situación del mercado de trabajo, que mantiene la tasa de paro en su mínimo histórico. El año 2011 destaca por ser el ejercicio en el que se rompe el esquema de superávits gemelos. Así, la cuenta corriente registró un déficit en el segundo semestre, como consecuencia del aumento en el saldo negativo de la balanza de servicios y de rentas, pues la balanza comercial mejoró ligeramente, a pesar del aumento del déficit energético. No obstante, en el conjunto del año la balanza por cuenta corriente aún presentó un pequeño superávit (17 millones de dólares, frente a 2.818 millones de dólares en 2010). El superávit público primario se situó en torno al 0,3% del PIB en 2011, lo que supone una notable reducción, frente al 1,7% registrado en 2010. La erosión de ambos superávits, junto con la agudización de las

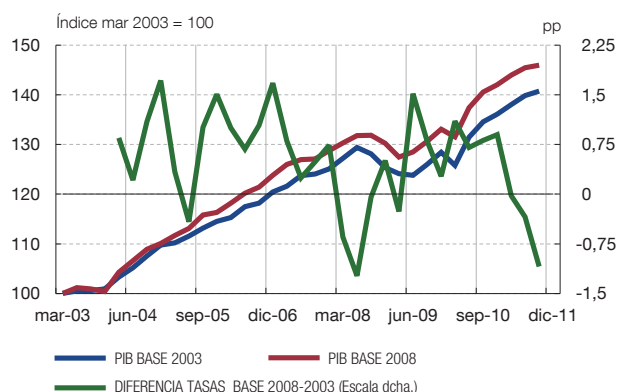
salidas de capitales desde agosto (en el conjunto del año las salidas superaron los 21 mm de dólares), llevaron al Gobierno a adoptar una batería de medidas tras las elecciones presidenciales de octubre. Así, por el lado de la balanza comercial, se profundizaron los controles a la importación y se autorizaron mayores exportaciones de trigo y maíz. En el ámbito de las balanzas corriente y financiera, se aumentaron los controles a la inversión en activos externos por parte de residentes, se eliminaron las excepciones a la obligación de ingreso de divisas por exportaciones de hidrocarburos y minería, se obligó a radicar en el país las inversiones en el exterior de las compañías de seguros, y se estableció un mayor seguimiento de las operaciones por volúmenes significativos en el mercado de cambios, así como un requisito de conformidad previa para la repatriación de beneficios de empresas extranjeras, entre otras disposiciones de corte heterodoxo. Estas medidas perseguían aumentar la oferta de dólares y reducir la demanda de los mismos, dada la pérdida de reservas internacionales (5.814 millones de dólares en el conjunto de 2011), lo que en cierto modo se consiguió, a juzgar por la desaceleración en las salidas de capitales, la reducción de la prima del tipo de cambio paralelo (una medida de la depreciación esperada del peso) y la reducción de los tipos de interés interbancarios de las operaciones en pesos, que habían aumentado del 12 % a principios de septiembre al 23 % a mediados de noviembre. Además, se consiguió también frenar la retirada de depósitos locales en moneda extranjera del sector privado (por unos 2.500 millones de dólares) que se produjo en el mes de noviembre y que hizo caer la dolarización de los depósitos en unos 4 pp, hasta situarse ligeramente por encima del 16 %, mediante la aprobación de una norma por parte del banco central que flexibilizaba la exigencia mínima de dólares que los bancos comerciales deben tener depositados en el banco central. Por su parte, ante el deterioro de las cuentas públicas, el Gobierno anunció una serie de medidas para reducir progresivamente el elevado nivel de subsidios al transporte y consumo energético (un 4,2 % del PIB en 2011). La inflación oficial se mantuvo en el rango del 9,5 %-10 %, varios puntos por debajo de las estimaciones privadas y de la inflación oficial de las provincias. Finalmente, las cámaras aprobaron un proyecto de ley que modifica varios artículos de la Ley de Convertibilidad y reforma la Carta Orgánica del banco central. Entre otros aspectos, se modifica el nivel de «reservas de libre disponibilidad» (las que se utilizaron durante 2010 y 2011 para el servicio de la deuda en moneda extranjera), de forma que dicho concepto dejará de estar basado en una cifra objetiva (aquellas que excedían la base monetaria) y pasará a ser fijado por el directorio del banco central (véase gráfico 12). Además, se incrementan los adelantos transitorios que el banco central puede conceder al Tesoro, lo que probablemente se traduzca en una reducción adicional de la deuda negociable en el mercado y un aumento de la deuda bruta en manos del banco central, de la Seguridad Social y otras entidades públicas. Finalmente, el Gobierno argentino envió un proyecto de ley al Congreso para expropiar a Repsol el 51 % del capital de YPF (Repsol mantenía una participación del 57,43 %). El proyecto de ley también considera que ese 51 % expropiado se dividirá entre el Estado (51 %) y la Organización Federal de Estados Productores de Hidrocarburos (49 %), que engloba a las provincias argentinas productoras. La cuantía del pago por la expropiación lo determinará el Tribunal de Tasaciones argentino, desconociéndose de dónde provendrán los fondos necesarios para la compensación. Asimismo, la presidente argentina firmó un decreto de necesidad y urgencia que dispone la intervención transitoria de YPF por 30 días, por lo que nombró como interventores de la misma a dos miembros de su Gobierno.

La actividad en *Chile* se aceleró notablemente en el cuarto trimestre, al registrar una tasa de crecimiento intertrimestral del 2 %, frente al escaso 0,3 % del tercero. En el conjunto de 2011, el crecimiento se situó en el 6 % (6,1 % en 2010). Además, se publicaron las nuevas series de Contabilidad Nacional correspondientes al período 2003-2011 (elaboradas tomando 2008 como año base) y con un importante cambio metodológico: la base de precios para la estimación de las variables en términos de volumen pasa a ser móvil (índices encade-

ARGENTINA: EVOLUCIÓN DE RESERVAS DE LIBRE DISPOSICIÓN



CHILE: PIB A PRECIOS CONSTANTES



FUENTES: BCRA y Banco Central de Chile.

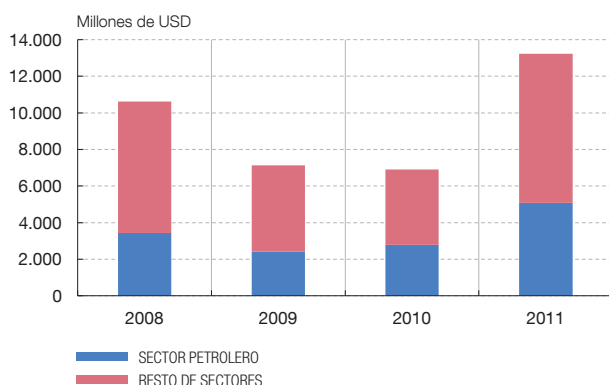
gados) (véase gráfico 12). Las revisiones supusieron, por el lado de la oferta, un aumento de la ponderación de la actividad minera para el cálculo del PIB (5,6 pp), y un descenso de la correspondiente a la industria (5,2 pp); y, por el lado de la demanda, una disminución apreciable de la ponderación de la demanda interna. La demanda interna se desaceleró en el cuarto trimestre (5,5 %, frente al 8,6 % en el trimestre anterior) como consecuencia, principalmente, de la menor aportación de la variación de existencias, pero también se redujo notablemente la aportación negativa de la demanda externa al crecimiento (de 5,9 pp en el tercer trimestre a 1,2 pp), como consecuencia tanto de la aceleración de las exportaciones como de la desaceleración de las importaciones. No obstante, disminuyó el superávit de la balanza comercial por la caída de los términos de intercambio, lo que llevó a aumentar el déficit de la balanza por cuenta corriente, que, en el conjunto de 2011, representó un 1,3 % del PIB, al que también contribuyó la reducción del superávit en la balanza de transferencias. La inflación repuntó por encima del 4 % (límite superior del intervalo objetivo) en diciembre, como consecuencia de la energía y, especialmente, los alimentos, y se ha mantenido en esos niveles hasta marzo (cuando se situó en el 3,8 %), aunque la tasa subyacente y las expectativas de inflación permanecen ancladas cerca del objetivo del banco central (3 %). El aumento de la inflación general, junto con la preocupación por la estrechez del mercado de trabajo y el dinamismo de la demanda interna, contribuyó al mantenimiento del tipo de interés oficial en el 5 %, en las reuniones de febrero y marzo, tras la reducción de 25 pb en enero. La curva de tipos de interés descuenta subidas en los próximos meses. El banco central finalizó en diciembre su programa de acumulación de reservas (12 mm de dólares en 2012) e implementó un programa transitorio de operaciones *repo* a tipo de interés variable por un plazo hasta 28 días (desde finales de diciembre hasta principios febrero), destinado a facilitar la gestión de liquidez en pesos del sistema financiero, en el contexto de las mayores tensiones observadas en el mercado monetario. Por su parte, el crédito bancario se aceleró durante 2011, cerrando el año con un crecimiento interanual cercano al 13 % real. En el plano fiscal, el Gobierno central presentó en 2011 un superávit del 1,4 % del PIB (déficit de 0,4 % en 2010), destacando el dinamismo de los gastos en capital, lo que supone un déficit estructural del 1,5 % (2 % en 2010), en línea con el objetivo del Gobierno de situarlo en el 1 % en 2014.

En *Colombia*, la actividad mantuvo un extraordinario dinamismo en el segundo semestre del año, registrando tasas de crecimiento interanuales en el tercer y cuarto trimestres del 7,5 % y el 6,1 %, respectivamente. En el conjunto de 2011, el crecimiento fue del 5,9 % como consecuencia de la fortaleza del consumo privado, que creció un 6,5 %, frente al 5 % registrado

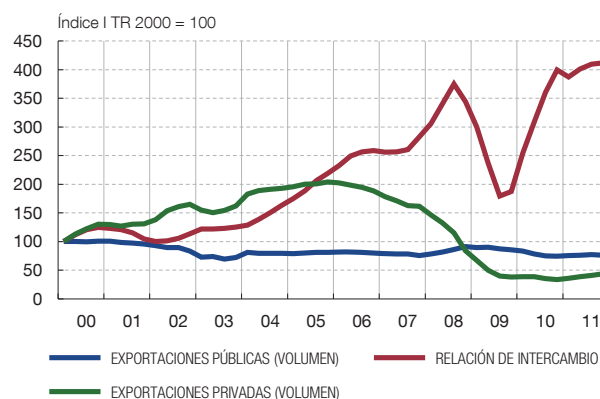
en 2010, y de la formación bruta de capital, que aumentó un 16,6 %, frente al 4,6 % de 2010. De esta forma, la inversión privada pasó a representar cerca de un 28 % del PIB. El sector minero lideró el crecimiento en 2011, con una tasa del 14,3 %. La aportación negativa de la demanda externa aumentó como consecuencia de la mayor aceleración de las importaciones que de las exportaciones. Sin embargo, el superávit de la balanza comercial se amplió como consecuencia, principalmente, de las mayores exportaciones de petróleo y sus derivados, que registraron en el año un incremento del 61,9 % en valor y 28,1 % en volumen. El déficit de la cuenta corriente en porcentaje del PIB se mantuvo en el -3 %. La inflación se ha situado desde marzo de 2010 en la parte alta del intervalo objetivo del banco central, llegando a alcanzar en octubre y noviembre el límite superior del 4 %, aunque posteriormente se ha moderado hasta el 3,4 % en marzo, gracias al comportamiento de los elementos no subyacentes. En el período de análisis, el banco central elevó los tipos de interés en tres ocasiones (25 pb cada una), hasta situarlos en el 5,25 %, dada la fortaleza de la demanda, la evolución de la inflación y el dinamismo del crédito, que, aunque se moderó durante 2011, registró un crecimiento interanual real superior al 15 %. Asimismo, para combatir las presiones apreciatorias sobre el peso colombiano, el banco central estableció diversos mecanismos de intervención en el mercado cambiario, y el Tesoro anunció que los recursos obtenidos a partir de la emisión de bonos globales no se convertirían en pesos. Asimismo, el déficit del Gobierno central se redujo en 2011 hasta un 2,9 % del PIB (frente al 3,8 % de 2010), como consecuencia del aumento del 25,4 % de los ingresos tributarios y del 16,8 % de los gastos (con especial dinamismo por parte del gasto en inversión).

En *Perú*, el PIB mantuvo un ritmo de crecimiento muy robusto durante 2011, con tasas de crecimiento trimestrales de entre el 1,3 % y el 1,5 % en los dos trimestres finales del ejercicio, lo que llevó a un crecimiento del 6,9 % durante el año (8,8 % en 2010). La aportación de la demanda externa pasó de ser negativa en el primer semestre a positiva en el segundo, dada la extraordinaria moderación de las importaciones en la segunda mitad del año, que obedece principalmente a la desaceleración de la inversión. El consumo privado, en cambio, mantuvo su fortaleza (6,4 % interanual) y el consumo público repuntó. El déficit de la cuenta corriente se redujo en 2011 al 1,3 % del PIB (-1,7 % en 2010), como consecuencia de la mejora del superávit comercial, apoyado a su vez en una mejora notable de los términos de intercambio. No obstante, la balanza de rentas se mantuvo fuertemente deficitaria. Por su parte, la cuenta financiera presentó un superávit del 4,8 % del PIB, inferior al 8,3 % registrado en 2010, por la menor inversión directa y las salidas netas de capitales de corto plazo. La inflación aumentó, sobre todo a lo largo del segundo semestre, situándose en marzo en un 4,2 %, por encima del límite superior del rango objetivo del banco central (1 %-3 %), principalmente como consecuencia del alza en los precios de alimentos y energía, en un contexto de fortaleza de la demanda interna y aumento de los salarios reales. El banco central mantuvo el tipo oficial sin cambios en el 4,25 % desde mayo. En el período de análisis, para hacer frente a las presiones apreciatorias sobre el nuevo sol, el banco central intervino en el mercado cambiario comprando dólares en una elevada cuantía, de modo que *Perú* siguió siendo el país con mayor ratio de reservas internacionales sobre PIB (superior al 30 %). En el ámbito fiscal, el sector público no financiero registró un superávit equivalente al 1,8 % del PIB en 2011, revirtiendo los déficits de los dos años previos (-1,3 % en 2009 y -0,3 % en 2010). Los ingresos se incrementaron un 13,9 % en términos reales y los gastos solo un 2 %, como consecuencia, en parte, de las limitaciones legales en los años de celebración de elecciones y por la no ejecución de la totalidad del presupuesto de algunos Gobiernos locales y regionales. Estos saldos no ejecutados, junto con algunos paquetes adicionales, constituyen un plan de estímulo fiscal cercano al 2 % del PIB para 2012. La agencia Fitch mejoró la calificación crediticia desde BBB- a BBB, un nivel por encima del «grado de inversión».

COLOMBIA: FLUJOS DE FDI POR SECTORES



VENEZUELA: INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO



FUENTES: Estadísticas nacionales.

La economía de *Venezuela* mostró una fuerte recuperación en 2011, con un crecimiento del PIB del 4,2 %, tras la caída del 1,5 % de 2010, si bien en el cuarto trimestre se produjo un parón al presentar un crecimiento trimestral nulo. La demanda interna creció un 9,1 % en el segundo semestre del año (5,9 % en la primera mitad), gracias a la aceleración del consumo público y privado y de la inversión, pero también por la mayor acumulación de existencias. En el segundo semestre aumentó la aportación negativa de la demanda externa (por encima de los 6,5 pp), debido tanto al mayor dinamismo de las importaciones como al menor de las exportaciones, que incluso presentaron una caída interanual en el último trimestre del ejercicio. Por primera vez desde 2007, el crecimiento del sector privado ha superado, aunque ligeramente, al del sector público. En los últimos meses de 2011 se observó un nuevo repunte de la inflación, que cerró el año en el 29 % (27,4 % en diciembre de 2010), propiciado por la subida del precio de los alimentos, aunque entre enero y marzo se volvió a moderar hasta el 24,2 %. La política monetaria no experimentó cambios relevantes en el período examinado. En el mercado paralelo oficial SITME, el bolívar cotizó un 19 % más depreciado que el tipo de cambio oficial (4,3 bolívares por dólar). De acuerdo con cifras publicadas por el banco central, los ingresos públicos habrían aumentado, en 2011, en 3,2 pp del PIB, como resultado de un incremento de la regalía petrolera y de los mayores ingresos de las empresas petroleras, mientras que el gasto ascendió en 3,1 pp del PIB, fundamentalmente a causa de que los pagos por intereses de la deuda doblaron su valor respecto a 2010. El déficit se situó en el 3,4 % del PIB, una décima menos que en 2010. El Gobierno continuó financiándose con emisiones en dólares en el mercado interno pagaderas en bolívares. El superávit por cuenta corriente superó en 2011 los 27 mm de dólares (12 mm en 2010), mientras que el superávit comercial registró un récord histórico gracias al incremento de los términos de intercambio (gráfico 13). La cuenta financiera registró un déficit en términos absolutos similar al superávit corriente. Destacan las entradas de IED, muy superiores a las de años anteriores, ligadas principalmente al sector público petrolero. El Gobierno siguió aumentando el grado de intervención en la economía durante el período analizado, destacando la nacionalización de la minería del oro, la repatriación de reservas internacionales del banco central y la elaboración de una nueva ley de control de precios y otra para el control de los arrendamientos de viviendas. En octubre se celebrarán elecciones presidenciales, en un contexto de incertidumbre por la salud del presidente y con unas perspectivas para el candidato de la oposición algo más favorables que en anteriores convocatorias.

18.4.2012.